

**LA BANQUE MONDIALE AND FONDS MONETAIRE INTERNATIONAL**

**CADRE DE GESTION DE LA DETTE À MOYEN TERME (SDMT) – NOTE  
D’ORIENTATION ACTUALISÉE À L’INTENTION DES AUTORITÉS DES PAYS**

Février 2019

Emre Balibek et Diego Rivetti (BM) ainsi que par Miriam Tamene (FMI)

Approuvé par Marcello Estevao (BM) et Miguel Savastano (FMI)

## RÉSUMÉ ANALYTIQUE

**Cette note d'orientation présente un cadre destiné à la formulation d'une stratégie de gestion de la dette à moyen terme.** Les Conseils d'administration du Fonds monétaire international (FMI) et de la Banque mondiale (BM) appuient résolument le renforcement des pratiques en matière de gestion de l'endettement et reconnaissent l'importance de la formulation d'une stratégie de gestion de la dette à moyen terme.

**Cette note actualise le cadre SDMT qui figure dans la note d'orientation de 2009.** Le cadre ne change pas fondamentalement ; la mise à jour prend surtout en compte les évolutions récentes et présente des révisions de l'instrument analytique qui l'accompagne. Celui-ci a été actualisé pour intégrer les nouvelles réflexions émanant des débats des Conseils d'administration du FMI et de la BM en 2017, ainsi que des bénéficiaires de l'assistance technique (AT).

**Le cadre SDMT offre une méthode exhaustive et structurée pour évaluer les coûts et les risques des différentes options de financement d'un État.** Les gouvernements d'un nombre croissant de pays diversifiant leurs sources de financement, notamment par l'émission d'euro-obligations, un cadre cohérent qui évalue les coûts et les risques des options de financement peut aider à une prise de décision plus claire. Ainsi, le cadre SDMT aide les pays à analyser les coûts et les risques de portefeuille de la dette publique, et les arbitrages entre eux liés par exemple à l'allongement de l'échéance de l'endettement interne ou à l'accès aux marchés internationaux de capitaux.

**Le cadre SDMT a pour but de soutenir la formulation d'une stratégie de gestion de la dette compatible avec la préservation de sa viabilité.** En tenant compte des liens avec la politique macroéconomique et la viabilité de la dette, le cadre peut mettre en évidence une stratégie adéquate de gestion de la dette, permettant de réaliser des objectifs complémentaires en ce domaine (comme le développement d'un marché interne) tout en maintenant sa viabilité.

# TABLE DES MATIERES

Glossaire	2
<b>INTRODUCTION</b>	<b>3</b>
A. Qu'est-ce qu'une SGD?	5
B. Avantages d'une SGD	7
C. Comment la SGD s'intègre-t-elle au cadre économique général?	8
D. Formulation d'une SGD	11
<b>LES HUIT ÉTAPES DE LA FORMULATION D'UNE STRATÉGIE DE GESTION DE LA DETTE À MOYEN TERME</b>	<b>13</b>
<b>DIFFUSION</b>	<b>26</b>
<b>MISE EN OEUVRE ET SUIVI</b>	<b>27</b>
Références utiles	29
<b>ENCADRÉS</b>	
1. Principales interconnexions	8
2. Les liens entre SDMT, AVD et CVD	18
3. Les liens entre la SGD et les facteurs économiques structurels proprement nationaux	21
4. L'outil analytique de la SDMT	22
5. Éléments d'un cadre juridique sain de gestion de la dette publique	32
6. Organisation	32
7. Éléments souhaitables d'un système d'enregistrement des dettes	33
<b>GRAPHIQUES</b>	
1. Évolution de la dette publique et de ses vulnérabilités, 2000–20	4
2. Principales interconnexions	10
<b>ANNEXES</b>	
I. Le cadre institutionnel porteur	31
II. Formuler une SGD : liste de contrôle à l'intention des gestionnaires de la dette	34
III. Coût, risque et indicateurs d'endettement	38
IV. Sources possibles de financement	42
V. Formulation d'une SGD : prise en considération des coûts d'application de la politique monétaire	47
VI. Exemple concret de formulation d'une SGD	49
VII. Modèle de document publié exposant une SGD	58
VIII. Exemple de formulation d'un plan d'emprunt à court terme	60

## Glossaire

AID	Association internationale de développement
AT	Assistance technique
AVD	Analyse de viabilité de la dette
BIRD	Banque internationale pour la reconstruction et le développement
BM	Banque mondiale
CBMT	Cadre budgétaire à moyen terme
CVD	Cadre de viabilité de la dette
DME	Durée moyenne jusqu'à l'échéance
DMRTI	Durée moyenne jusqu'à la refixation du taux d'intérêt
GAP	Gestion actif-passif
GD	Gestionnaire de la dette
FMI	Fonds monétaire international
OA	Outil analytique
PDFR	Pays en développement à faible revenu
PEA	Plan d'emprunt annuel
SDMT	Stratégie de gestion de la dette à moyen terme
SGD	Stratégie de gestion de la dette
VAN	Valeur actuelle nette

## INTRODUCTION

1. En 2009, la BM et le FMI ont établi ensemble un cadre systématique et exhaustif pour aider les pays à formuler une stratégie efficace de gestion de la dette à moyen terme. Une note d'orientation décrivant ce cadre avait été publiée, accompagnée d'un outil analytique. Depuis, de nombreux pays ont bénéficié d'une AT en ce domaine. Un document conjoint des Conseils d'administration de la BM et du FMI (2017) présente une évaluation de ces efforts de renforcement des capacités<sup>1</sup>.

2. La présente note actualise la Note d'orientation de 2009. Le cadre de base exposé dans celle-ci reste valable. La mise à jour sert surtout à intégrer les évolutions récentes de la gestion de l'endettement, comme la diversification des instruments dans les portefeuilles de dette souveraine ou le développement des opérations de gestion du passif (par exemple les rachats ou les échanges des instruments de la dette). Elle expose également les révisions de l'outil analytique d'accompagnement, qui a été actualisé afin d'intégrer l'information émanant des débats des Conseils d'administration de la BM et du FMI ainsi que des bénéficiaires de l'AT. Les principaux changements apportés à l'édition de 2009 se trouvent dans l'introduction, dans les références à l'outil analytique (OA) actualisé et à l'annexe III, d'où (i) les formules pour les coûts et les risques ont été transférées dans le Manuel de l'OA SDMT et (ii) dans laquelle on a supprimé les indicateurs coût-risque non applicables aux gestionnaires de la dette.

3. Les évolutions intervenues depuis 2009, qui illustrent bien l'importance d'une gestion saine de la dette, motivent et inspirent cette mise à jour de la Note d'orientation. La crise financière mondiale a démontré que la formulation et la mise en œuvre d'une bonne stratégie de gestion de la dette contribuait à atténuer les risques majeurs<sup>2</sup>. Les vulnérabilités liées au niveau et à la composition de la dette se sont aggravées dans de nombreux pays avancés et en développement, d'où l'importance accrue, du point de vue macroéconomique, d'une gestion efficace et prudente de la dette<sup>3</sup>. L'évolution des taux de change effectifs réels, souvent déterminée par des tendances défavorables des prix des produits de base, continue à compromettre la viabilité de la dette (graphiques 1a et 1b). Le montant de celle-ci, y compris la fraction libellée en devises, a augmenté (graphique 1c), principalement du fait:

---

<sup>1</sup> *La stratégie de gestion de la dette à moyen terme : une évaluation du récent renforcement des capacités*. <https://www.imf.org/en/Publications/Policy-Papers/Issues/2017/07/28/pp072817-the-medium-term-debt-management-strategy>.

<sup>2</sup> Voir le document conjoint des Conseils d'administration de la BM et du FMI *Gestion de la dette publique : formulation de stratégies et renforcement des capacités institutionnelles* (2009).

<sup>3</sup> Document de politique économique du FMI intitulé « Évolution et perspectives macroéconomiques des pays en développement à faible revenu (2018) ».

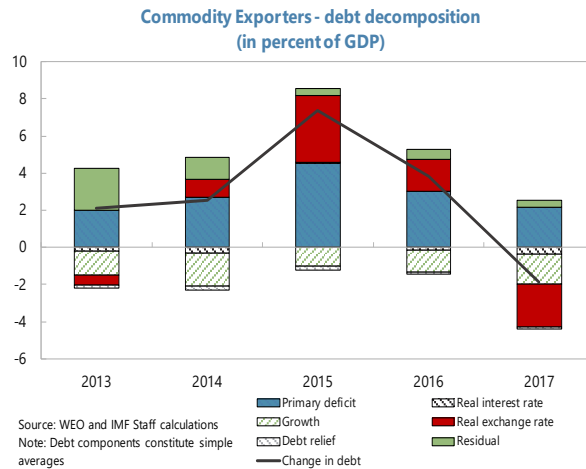
- D'un recours très supérieur aux financements en devises dans un contexte historique de bas taux d'intérêt;
- De la persistance d'une croissance ralentie et d'une hausse des déficits budgétaires;
- De chocs sur le commerce extérieure – en particulier sur les prix des produits de base et de l'énergie – de chocs climatiques et de la contagion des crises mondiales sur les marchés financiers.

Les portefeuilles de dette de nombreux PDRF sont devenus plus complexes. L'Initiative d'allègement de la dette multilatérale (IADM) a réduit sensiblement leur endettement, libérant des ressources pour financer les programmes de croissance des gouvernements. Elle a aussi créé de nouvelles possibilités d'accès à des sources de financement non concessionnelles, dont les marchés de capitaux internationaux. En outre, les PDRF utilisent de plus en plus de nouveaux instruments comme les produits dérivés et les garantis d'Etat. Ces tendances posent de nouveaux risques et défis qu'il faut soigneusement évaluer. Comme beaucoup de pays en ont fait l'expérience, de mauvais choix financiers, notamment quant aux conditions et à la structure de nouveaux emprunts, peuvent contribuer à la réapparition de vulnérabilités significatives sur le plan de l'endettement, mettant en péril sa viabilité et la stabilité macroéconomique.

**Graphique 1. Évolution de la dette publique et de ses vulnérabilités, 2000–20**

*La dépréciation du taux de change peut avoir une incidence importante sur la viabilité de la dette.*

**PFR exportateurs de produits de base – composition de la dette**  
(en % du PIB)

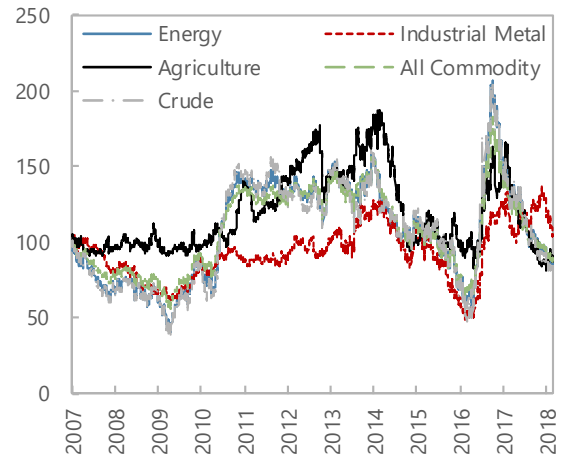


Source : étude de politique économique du FMI, « Évolutions et perspectives macroéconomiques dans les PDRF » (2018).

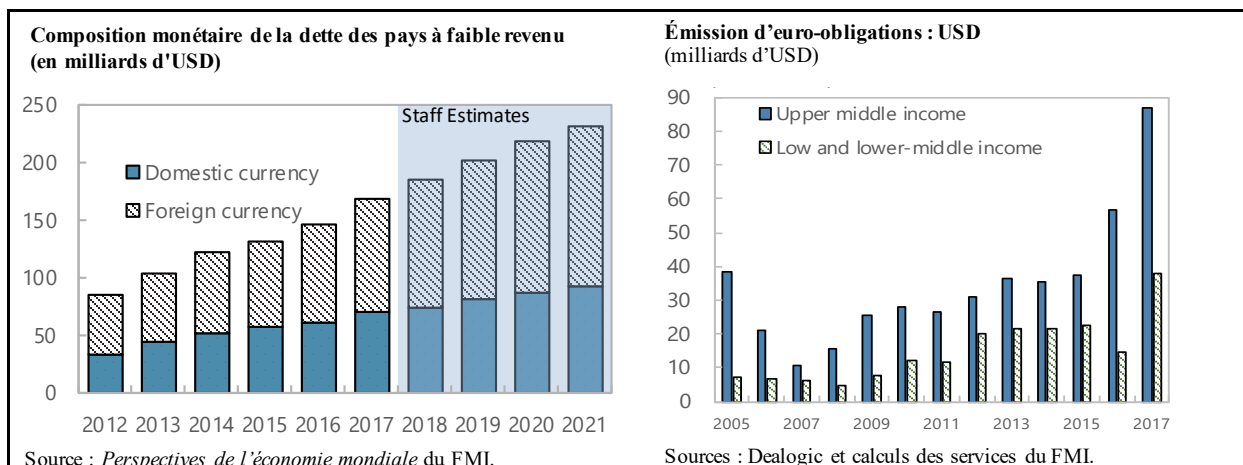
*La dépendance accrue à la dette en devises accentue les vulnérabilités externes.*

*La dégradation des termes de l'échange – surtout due aux chocs sur les prix des produits de base et de l'énergie – a contribué aux risques liés à l'endettement.*

**Indice des prix des produits de base**  
(Indice, Janvier 2007 = 100)



*Il est impératif de programmer les lourds remboursements in fine d'obligations internationales.*



4. Le cadre SDMT offre une démarche cohérente pour évaluer les coûts et les risques résultant des options de financement de l'État et de la composition de la dette publique<sup>4</sup>. Il permet de répondre à des questions telles que : quel est la répartition appropriée de dette concessionnelle et quasi-concessionnelle ? Un pays doit-il emprunter sur les marchés de capitaux internationaux ? Quelles sont les conséquences en matière de coût et de risque d'un allongement de l'échéance de la dette interne ?

5. Cette Note d'orientation établit une distinction entre le cadre SDMT et la stratégie de gestion de la dette (SGD). Le cadre SDMT vise à aider un pays à concevoir une SGD qui reconnaisse explicitement les coûts et les risques relatifs encourus, tiennent compte des liens avec les autres grandes orientations macroéconomiques, soit compatible avec le maintien de la viabilité de la dette et puisse faciliter le développement du marché interne de la dette. En général, un pays actualise périodiquement sa SGD en fonction de l'évolution de sa situation en se servant, le cas échéant, du cadre SDMT.

### A. Qu'est-ce qu'une SGD ?

6. En évaluant au mieux le besoin de financement de l'État, le gestionnaire de la dette (GD) fait face à de nombreux arbitrages possibles entre les coûts et les risques de différents instruments ainsi qu'à la concomitance de leurs interactions<sup>5</sup>. Si, par exemple, les taux d'intérêt à l'étranger sont inférieurs aux taux d'intérêt nationaux, la dette en devises peut sembler attrayante. Toutefois, l'avantage devient moins évident quand on prend en compte le risque de change qui déterminera le coût a posteriori de la dette en devises. Emprunter en devises pourrait

<sup>4</sup> Bien que ce cadre ait été élaboré en tenant compte du contexte propre aux PDFR, il est d'application plus générale et pourrait être tout aussi utile dans les autres pays en développement et émergents.

<sup>5</sup> On utilise ici le terme « gestionnaire de la dette » pour décrire de façon générique les autorités responsables de la formulation d'une SDMT. Alors que la responsabilité première ainsi que la prise de décision relèvent du ministre des finances, ce terme englobe l'unité ou le service responsable de la gestion de la dette, qui dirige habituellement la préparation d'une proposition de stratégie ; toutefois, il peut aussi se référer à une unité macroéconomique du ministère des finances si elle participe à l'élaboration de mesures influant sur la composition de la dette.

aussi compromettre les objectifs des pouvoirs publics en matière de développement du marché intérieur de la dette. La SGD doit mettre en évidence et expliquer ces arbitrages.

7. Une SGD est un plan que le gouvernement a l'intention de mettre en œuvre à moyen terme pour parvenir à une composition souhaitée du portefeuille de dette publique, qui reflète ses préférences en matière de coût et de risque<sup>6</sup>. Ces préférences correspondent aux objectifs de la gestion de la dette publique – par exemple, s'assurer que les besoins de financement de l'État soient couverts et ses obligations de service de la dette honorées au coût le plus bas possible compatible avec un degré prudent de risque. Une SGD efficace s'attache à gérer les *expositions aux coûts et aux risques* d'un portefeuille de dette – en particulier, les éventuelles variations du coût total du service de la dette et son incidence sur le budget.

8. L'analyse sur laquelle repose la SGD montre comment le coût et le risque varient en fonction de la composition de la dette. Il est possible de formuler une SGD sans se servir d'un outil quantitatif analytique, en particulier lorsque les choix sont très contraints, mais l'utilisation d'une analyse par scénarios peut permettre au GD de chiffrer les risques et effets potentiels sur le budget de différentes stratégies de gestion de la dette.

9. Une SGD s'applique en principe à l'ensemble de la dette du secteur public non financier. Cela comprend la dette de l'État central (budgétaire, extra-budgétaire et sécurité sociale), des états et des collectivités locales ainsi que celle des entreprises publiques non financières. En pratique, toutefois, il est souvent préférable de s'intéresser en premier lieu à la dette de l'État central : les données sont en général plus facilement disponibles et il existe une autorité bien définie pour l'élaboration et l'exécution de la stratégie. On peut étendre le champ d'application de la SGD au fur et à mesure que les informations deviennent disponibles et lorsque les dispositions institutionnelles permettent l'application d'une stratégie plus large et plus exhaustive. Par exemple, pour étendre effectivement la SGD à la totalité de la dette du secteur public non financier, il faudrait un certain degré de contrôle du gouvernement central sur les décisions d'emprunt des états, des collectivités locales et des entreprises publiques non financières.

10. La SGD se concentre habituellement sur les engagements directs effectifs de l'État, mais peut être étendue aux engagements conditionnels<sup>7</sup>. Ces derniers pourraient influencer beaucoup sur la viabilité de la dette et la cohérence de la SGD. Il serait donc prudent d'anticiper

---

<sup>6</sup> On entend généralement par moyen terme une période de trois à cinq ans. Si l'horizon temporel est trop court, le risque existe que l'urgence domine et que l'on s'intéresse surtout aux coûts à court terme en négligeant les risques qui pourraient se concrétiser ultérieurement. L'objectif de l'évaluation des coûts et des risques de la stratégie devrait être d'appréhender l'ensemble du cycle économique, permettant ainsi d'intégrer l'éventualité d'une hausse des taux d'intérêt à court terme et de variations substantielles du taux de change qui pourraient toutes deux augmenter sensiblement le coût de la dette.

<sup>7</sup> Certains pays pourraient inclure dans leur définition de la dette toutes les expositions explicites directes de l'État central, y compris les garanties.



leur concrétisation dans le cadre de scénarios spécifiques ; c'est pourquoi le GD doit être bien informé de la nature de ces engagements<sup>8</sup>.

## B. Avantages d'une SGD

11. Une SGD offre une démarche au sein de laquelle les autorités peuvent faire des choix concernant les modalités de couverture des besoins de financement de l'État, tout en tenant dûment compte des contraintes et des risques potentiels. Cette approche systématique de la prise de décision peut renforcer la fonction de gestion de la dette, améliorer la capacité d'analyse et réduire le risque opérationnel, même s'il existe des contraintes de capacité.

12. L'adoption d'une SGD explicite et officielle permet aux autorités :

- **D'évaluer les arbitrages coûts-risques** : elle rend possible de prendre des décisions informées, garantissant ainsi que les coûts et les risques associés à différentes stratégies soient bien reconnus et cernés. La fixation d'objectifs stratégiques clairs à moyen terme permet au GD d'éviter de prendre de mauvaises décisions, fondées uniquement sur le coût ou la pertinence à court terme.
- **De définir et de gérer les risques** : même quand les choix de financement sont réduits, l'analyse effectuée pour la formulation d'une SGD permet de déterminer et de suivre les principaux risques financiers ainsi que d'établir des stratégies garantissant que les pays soient bien placés pour tirer parti de nouvelles possibilités d'emprunt de manière réfléchie et en ayant conscience des risques. La formulation d'une SGD facilite aussi la gestion des risques en permettant d'envisager des solutions pour les atténuer. Elles pourraient comprendre le soutien du développement du marché interne de la dette, le maintien de réserves de trésorerie ou la mise en place de crédit confirmées.

13. En outre, le processus de formulation d'une SGD apporte des avantages en matière :

- **De coordination**: une SGD facilite la coordination entre la gestion de la dette, d'une part, et la gestion budgétaire et monétaire, d'autre part, ce qui aide à concilier les différents objectifs et contraintes, notamment relatifs au développement du marché interne de la dette et à la balance des paiements. Tout en améliorant la coordination, la SGD permet à chaque agence de bien se concentrer sur la réalisation de ses objectifs principaux, d'où une plus grande clarté et responsabilité dans la séparation entre la gestion de la dette et les politiques budgétaire et monétaire.
- **De mise en évidence des contraintes** : la SGD permet de faire apparaître les contraintes qui pèsent sur les choix du GD et, lorsque c'est possible, des mesures destinées à atténuer ces contraintes
- **De coût** : une SGD peut éventuellement réduire le coût du service de la dette car, si elle est efficace et transparente, elle favorise le développement d'un marché intérieur de la dette et facilite les rapports avec les investisseurs, les créanciers et les agences de notation.
- **De transparence et de responsabilisation** : la formulation d'une SGD nécessite de recueillir des données détaillées, éventuellement auprès de plusieurs agences administratives, ce qui pourrait en soi faciliter la responsabilisation. Une SGD doit normalement figurer dans un document régulièrement actualisé et diffusé aux organes gouvernementaux compétents, et peut-être présenté au parlement et publié. Une SGD officielle et explicite, entérinée expressément par des autorités

---

<sup>8</sup> On peut élargir la SGD aux actifs de l'État. Au sens le plus large, ils sont étendus mais difficiles à évaluer ou ajuster. Les actifs financiers négociables détenus par l'État se prêtent mieux au cadre SGD.

de haut niveau, peut concourir à susciter un large soutien en faveur d'une gestion financière responsable. Tous ces éléments servent aussi à améliorer la gouvernance et la responsabilisation.

### C. Comment la SGD s'intègre-t-elle au cadre économique général?

14. La SGD a des liens avec la politique macroéconomique, les politiques structurelles et les opérations à court terme (encadré 1 et graphique 2). Le GD la détermine en tenant compte des contraintes découlant surtout du cadre macroéconomique et du niveau de développement du marché interne de la dette. L'analyse présentée dans la SGD peut ensuite nourrir celle de la politique macroéconomique. Compte tenu de sa perspective à moyen terme, la SGD peut soutenir les efforts de développement du marché interne de la dette en facilitant une stratégie transparente et prévisible d'endettement interne, notamment par l'introduction systématique de nouveaux instruments, et en mettant en lumière d'éventuels obstacles, en particulier dans les infrastructures et les institutions de marché<sup>9</sup>.

#### Encadré 1. Principales interconnexions

Le graphique 2 illustre les principales interconnexions entre la SGD et d'autres grands domaines de politique économique ; il indique également comment l'analyse coût-risque est utilisée pour assembler ces informations et éclairer le choix de la SGD :

- *SGD, programmation budgétaire et viabilité de la dette*

Au départ, le niveau d'endettement est surtout déterminé par la politique budgétaire, bien qu'a posteriori sa composition puisse jouer un rôle important. Compte tenu de sa perspective temporelle, la SGD doit, pour être la plus efficace, s'inscrire dans un cadre budgétaire à moyen terme (CBMT) pleinement opérationnel. L'analyse de viabilité de la dette (AVD) évalue si la politique budgétaire résultant du CBMT et le niveau d'endettement correspondant sont viables à long terme. Le cadre de viabilité de la dette (CVD) BM-FMI, instrument essentiel pour effectuer cette analyse, comprend différents scénarios permettant d'apprécier le réalisme des perspectives. Cela se fait en montrant l'évolution des ratios de la dette (a) si le solde primaire ne change pas (ne s'améliore pas) et (b) si les prévisions de croissance du PIB sont plus proches du résultat historique que les perspectives hypothétiques dans le cadre des « tests de bornes » qui examinent l'incidence sur l'endettement de chocs sur des variables macroéconomiques essentielles. En revanche, la SGD fournit une analyse détaillée des caractéristiques de coût et de risque de différentes stratégies de gestion de la dette. Elle peut aussi encourager les autorités d'un pays à fixer des priorités de dépenses indépendantes des sources de financement en déterminant des stratégies qui génèrent un profil de coût des intérêts compatible avec la viabilité de la dette, mais qui ne dépendent pas de la disponibilité de financements propres à des projets. Plus généralement, la SGD peut renforcer la programmation budgétaire en contribuant à l'analyse des conséquences budgétaires de sa mise en œuvre.

- *SGD et politique monétaire*

Le régime de politique monétaire – les instruments utilisés pour les opérations de politique monétaire, le cadre institutionnel et la crédibilité de cette politique – a des conséquences importantes pour la SGD. Ainsi, le manque de crédibilité d'une politique monétaire peut provoquer une forte hausse de la prime de risque et rendre la dette interne à long terme excessivement onéreuse. Il y a aussi l'exemple des opérations de stérilisation destinées à éponger la liquidité résultant d'entrées de capitaux qui entraînent l'émission massive de titres par la banque centrale agissant de son propre chef. La hausse consécutive des déficits quasi-budgétaires et l'éventuel remplacement de

<sup>9</sup> Ainsi, le GD peut introduire un nouveau point sur la courbe des rendements avec la conviction qu'il pourra être maintenu par des émissions continues à moyen terme ; cet engagement à perpétuer l'émission de nouveaux instruments peut ensuite être communiqué aux participants du marché. Pour une discussion plus large des avantages de la régularité et de la prévisibilité des émissions, voir les documents des Conseils d'administration de la BM et du FMI : *Directives pour la gestion de la dette publique* (révisé, 2014) et *Developing Government Bond Markets : A Handbook*.

titres de dette de la banque centrale par la dette de l'État sont aussi à prendre en considération lors de la formulation d'une SGD.

- *SGD, politique de change et balance des paiements*

La politique de change, l'évolution attendue de la balance des paiements et l'évolution consécutive du taux de change réel, pourraient avoir des conséquences sur la SGD. Si, par exemple, on anticipe, une tendance à la baisse du taux de change (c'est-à-dire une dépréciation), il en résultera une hausse du coût de la dette externe. De même, le coût du service de la dette peut augmenter brutalement en cas de volatilité du taux de change. En général, emprunter en devises nécessite une bonne compréhension des tendances de la balance des paiements et une coordination avec la politique de change. En outre, le régime de change et celui des mouvements de capitaux comptent pour l'analyse sous-tendant une SGD. Ainsi, dans le cadre d'un régime de change fixe et en l'absence de contrôle des mouvements de capitaux, des fuites de capitaux peuvent causer des problèmes de refinancement de la dette interne et réduire les réserves de change. Dans ces circonstances, il faut peut-être se demander si des réserves de change supplémentaires sont nécessaires pour couvrir la dette interne à court terme ou s'il faut allonger les échéances.

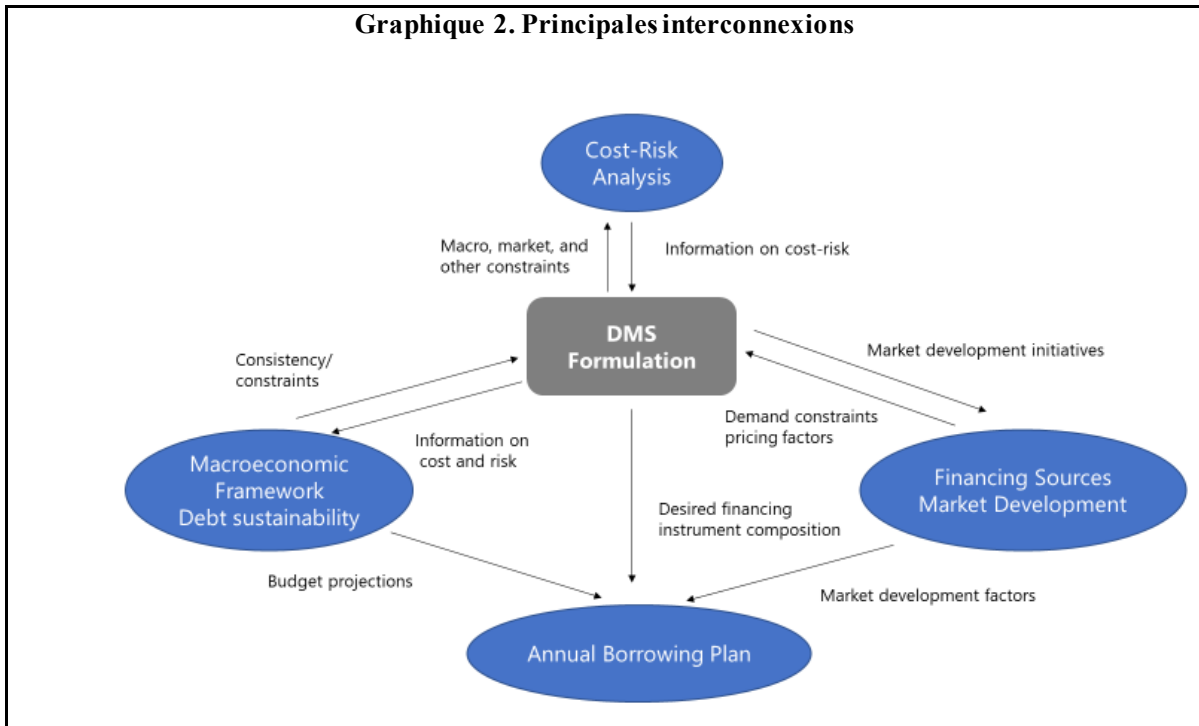
**Encadré 1. Principales interconnexions (conclusion)**

- *SGD et développement du marché interne de la dette*

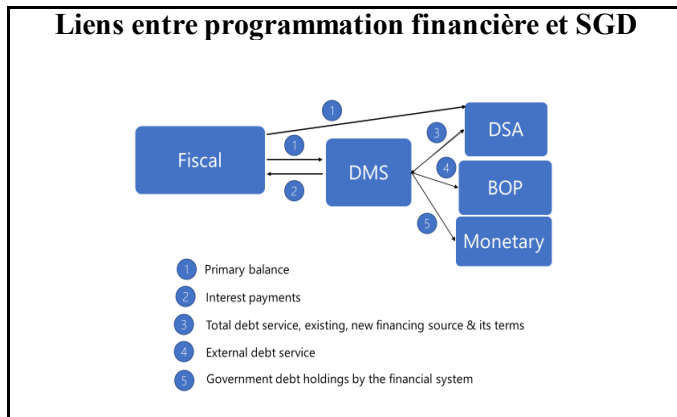
Les arbitrages entre endettement interne et externe sont souvent définis et restreints par le degré de développement du marché interne de la dette et/ou par des considérations sur l'éviction du secteur privé. L'analyse sous-tendant la SGD peut contribuer à distinguer les principales difficultés en ce domaine et, dans certains cas, la stratégie choisie peut aider à les résoudre.

- *SGD et plan d'emprunt annuel*

Il faut établir un plan d'emprunt annuel compatible avec la SGD et tenant compte de l'instabilité tendancielle de la trésorerie de l'État. Il contribue à rendre la SGD opérationnelle. Le montant et la durée des nouveaux emprunts sont déterminés conjointement à la prévision des flux de trésorerie de l'État, en tenant compte de l'exécution prévue du budget, d'éventuelles caractéristiques spécifiques du marché ou du comportement des créanciers et de l'objectif de procéder à des émissions régulières et stables sur le marché interne. La qualité et la solidité de la gestion de la trésorerie de l'État et des prévisions sur ce point constituent un facteur important d'efficacité du plan d'emprunt. Il convient de communiquer ce plan à la banque centrale car il a des conséquences importantes sur l'évaluation qu'elle fait de la liquidité.



15. Afin d'assurer la cohérence entre la SGD et le cadre macroéconomique d'ensemble, il est important que les interconnexions et les effets de rétroaction soient bien compris et que des mécanismes de coordination soient en place. L'architecture générale destinée à intégrer le fichier financements à la programmation financière traditionnelle est illustrée dans le



graphique du texte ; Le fichier financements de la SGD reçoit du fichier budgétaire des informations sur le solde primaire et en génère sur les paiements d'intérêts et les amortissements internes et externes. Ces informations sont saisies dans d'autres parties du cadre. On introduit également des mécanismes pour représenter les données de rétroaction et veiller à la cohérence. En effet, pour les PDFR, ces interconnexions sont probablement plus significatives du fait du sous-développement des marchés interne de la dette, ainsi que des contraintes de capacités et de la faiblesse relative des cadres institutionnels<sup>10</sup>. Une coordination étroite est donc indispensable pour garantir la viabilité du dosage de politique économique.

<sup>10</sup> Dans de nombreux pays en développement, concevoir et appliquer une SGD efficace peut exiger de renforcer sensiblement les capacités : l'annexe I évoque le caractère porteur du cadre institutionnel. En outre, il est parfois nécessaire de renforcer les

## D. Formulation d'une SGD

### Contexte

16. La mise en œuvre d'une SGD est d'autant plus efficace quand il existe déjà un contexte porteur, notamment un cadre macroéconomique à moyen terme bien conçu fixant des objectifs clairs et cohérents avec les politiques budgétaire et monétaire<sup>11</sup>. Les principaux éléments de ce contexte sont (annexe A) : (1) un cadre juridique approprié ; (2) des dispositifs institutionnels efficaces et (3) un enregistrement complet et efficient de la dette. Bien que les pays aient des approches différentes sur tous ces points, certains principes essentiels se vérifient en général<sup>12</sup>.

- **Le cadre juridique.** Il doit établir clairement l'autorité d'emprunter et d'émettre de nouvelles dettes, d'investir et d'effectuer des opérations pour le compte. Souvent, il fixe également les objectifs de haut niveau en matière de gestion de la dette, clarifie les responsabilités et indique les grandes lignes de la communication souhaitée et des obligations d'audit.
- **Le dispositif institutionnel.** La structure de gouvernance doit indiquer avec précision les rôles et les responsabilités de toutes les institutions qui participent aux activités de gestion de la dette. Il faut en particulier qu'elle désigne le responsable des décisions en la matière.
- **L'enregistrement de la dette.** Le GD doit disposer d'informations suffisantes sur le portefeuille de dette à partir duquel il effectue l'analyse. Souvent, la création d'une base de données, couvrant toutes les catégories de dette et les autres instruments concernés (dont, éventuellement, la dette des administrations hors budget, les engagements conditionnels et les actifs financiers), constitue un sérieux défi. L'enregistrement efficace et en temps réel des dettes est une condition préalable de la bonne qualité et de l'exhaustivité des données d'endettement.

17. En outre, sachant que l'objectif principal de la SGD est d'éclairer les futurs choix en matière de financement, il faut absolument un engagement politique en faveur du processus et de ses résultats ainsi qu'une forte appropriation.

### Étapes

18. Le cadre SDMT définit les étapes de l'élaboration d'une SGD. Bien qu'elles soient présentées ici dans un certain ordre, plusieurs d'entre elles peuvent en pratique avoir lieu simultanément et/ou dans un ordre différent. Les huit étapes sont :

---

capacités dans d'autres domaines complémentaires – comme la gestion et la prévision de la trésorerie de l'État, les cadres budgétaires et de dépenses à moyen terme ainsi que la mise en œuvre de la politique monétaire – pour maximiser les avantages d'une SGD.

<sup>11</sup> La Note d'orientation reconnaît que nombre de ces éléments ne sont peut-être pas encore complètement en place dans de nombreux pays en développement ; néanmoins, une SGD efficace pourrait contribuer à mettre en évidence les réformes nécessaires.

<sup>12</sup> Voir le document révisé de la BM et du FMI intitulé « *Directives pour la gestion de la dette publique : une discussion approfondie* » (2014) <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2014/040114.pdf>.

1. *Définir les objectifs de la gestion de la dette publique et le champ de la SGD.*
  2. *Identifier la SGD en cours et analyser le coût et le risque de la dette existante.*
  3. *Recenser et analyser les sources de financement possibles, notamment leurs caractéristiques sur le plan du coût et du risque.*
  4. *Recenser les prévisions de référence et les risques dans les principaux domaines de la politique économique – budget, monnaie, extérieur et marchés.*
  5. *Examiner les facteurs structurels à long terme.*
  6. *Évaluer et classer différentes stratégies de gestion de la dette en fonction de l'arbitrage entre coût et risque.*
  7. *Examiner les conséquences des stratégies sélectionnées de gestion de la dette avec les autorités budgétaires et monétaires ainsi que les effets éventuels des différentes stratégies sur les conditions de marché.*
  8. *Soumettre la stratégie de gestion de la dette à des responsables de haut niveau et la faire approuver.*
19. Quand la stratégie a été acceptée, il faut la diffuser en publiant un document ad hoc. Le GD doit ensuite mettre au point un plan d'emprunt annuel correspondant à cette stratégie.
20. Au fur et à mesure de l'exécution des plans d'emprunt, il faut suivre et évaluer régulièrement leur incidence sur la réalisation progressive de la stratégie. En outre, elle doit être réexaminée périodiquement, par exemple chaque année ou plus fréquemment si les conditions macroéconomiques ou de marché changent sensiblement. Ce processus de suivi et de réexamen constitue un élément important d'une gestion efficace du risque.

## LES HUIT ÉTAPES DE LA FORMULATION D'UNE STRATÉGIE DE GESTION DE LA DETTE À MOYEN TERME

### *Étape 1. Définir les objectifs de la gestion de la dette publique et le champ de la SGD.*

*Objectif:* Définir les principaux objectifs de la gestion de la dette publique et délimiter le champ de la SGD.

21. Pour renforcer la responsabilisation, il faut définir expressément les objectifs et le champ de la gestion de la dette publique qui déterminent les fonctions et les responsabilités du GD ainsi que le champ de l'analyse SGD. Dans les pays où les objectifs en question ne sont pas clairement exposés (par exemple dans un document ayant force de loi), le GD doit convenir des objectifs primordiaux avec l'autorité compétente la plus élevée (en général le ministre des finances) et veiller à ce qu'ils soient clairement consignés.

22. Les objectifs appropriés de gestion de la dette consistent souvent à garantir que les besoins de financement et les obligations de paiement de l'État seront satisfaits dans les délais et au coût le plus bas possible en prenant peu de risques. Un objectif secondaire peut être de soutenir le développement du marché interne de la dette. Le GD doit en trouver d'autres qui pourraient avoir des conséquences sur la formulation de la stratégie, par exemple appuyer la mise en œuvre de la politique monétaire ou de change.

23. Une condition préalable à l'élaboration et à l'exécution d'une bonne stratégie est d'en définir clairement le champ<sup>13</sup>. Elle doit s'appliquer au minimum à la dette directe totale (interne et externe) de l'État central. La définition exacte du champ d'application dépend du degré auquel le GD peut influencer sur l'exposition au risque de portefeuilles spécifiques<sup>14</sup>. Il pourra être élargi progressivement au fur et à mesure que des informations deviendront disponibles et que le dispositif institutionnel permettra la mise en œuvre d'une stratégie plus étendue et exhaustive.

24. Même si la portée est définie assez étroitement, le GD doit essayer de recueillir des informations sur le bilan de l'État au sens large, c'est-à-dire son actif et son passif financiers ainsi que ses principaux engagements conditionnels. Ces renseignements peuvent éclairer

---

<sup>13</sup> Alors qu'il serait prudent d'inclure les emprunts de l'État auprès de la banque centrale, c'est-à-dire les avances, le recours aux facilités de prêt et la détention par la banque de titres d'État acquis directement, la SDMT les exclut dans certains cas. La justification de cette exclusion est que les versements anticipés des bénéfices de la banque centrale sont habituellement intégrés aux prévisions budgétaires (annexe IV). Toutefois, il faudrait vérifier que ces projections sont vraiment compatibles avec le coût supposé de mise en œuvre de la politique monétaire. Les conséquences de la composition monétaire de la dette externe de l'État et des actifs en devises de la banque centrale peuvent être examinées distinctement pour faire correspondre l'exposition et réduire le risque pesant sur le bilan total du secteur public, en se servant de la gestion actif-passif (GAP).

<sup>14</sup> Par exemple, si le champ d'application comprend les garanties de l'État, le GD doit participer au processus de prise de décision régissant l'émission de ces garanties.

l'évaluation de la vulnérabilité générale sur le plan de la dette et étayer l'analyse de la stratégie adéquate en tenant compte des expositions financières nettes de l'État <sup>15</sup>

*Résultats:*

- Description des objectifs généraux en matière de gestion de la dette.
- Description du champ de la SGD.

**Étape 2 : Identifier la SGD en cours et analyser le coût et le risque de la dette existante.**

*Objectif:* Identifier la SGD actuelle ainsi que l'encours de la dette et sa composition ; calculer des indicateurs de base des risques, de coût, et de marché.

25. Déterminer la SGD actuelle fournit une base sur laquelle il est possible de tester d'autres stratégies. Souvent, la SGD n'est pas officielle ou ne s'applique qu'à une partie du portefeuille de dette. Il s'agit alors de décrire les pratiques d'endettement en vigueur.

26. Lors de la formulation d'une SGD, il est fondamental de bien comprendre la structure de la dette existante et les risques qu'elle présente. Il faut que le GD recueille les données sur le portefeuille d'endettement défini à l'étape 1. Ces données doivent comprendre le montant total de la dette et sa décomposition par monnaie, type de créancier et catégorie d'instrument – fixe, variable ou indexé, à remboursement in fine ou amortissable (encadré 7). Le GD doit traiter les données de sorte que le profil du service de la dette et des échéances se dégage rapidement et que l'on puisse évaluer l'incidence de changements d'hypothèses évaluées<sup>16</sup>. Dans l'idéal, ces informations seront facilement obtenues avec le (les) système (s) d'enregistrement de la dette.

27. Le GD doit analyser l'encours de la dette au regard des principaux indicateurs de coût et de risque, ce qui l'oblige à définir clairement le coût et le risque. Même si le problème peut paraître anodin, il est en pratique difficile à résoudre. Il est important que le GD soit précis sur les objectifs de la gestion de la dette et l'horizon auquel ils s'appliquent. Les indicateurs de coût et de risque qu'il emploie habituellement sont évoqués dans l'annexe III et dans le manuel consacré à l'outil analytique. À partir d'une évaluation de ces indicateurs, le GD doit recenser les sources de vulnérabilité de la dette existante<sup>17</sup>. Le degré de risque dépend de facteurs comme la variabilité et l'évolution des taux d'intérêt et de change, ainsi que de l'exposition au

---

<sup>15</sup> La prise en considération des expositions nettes peut permettre de formuler une méthode plus exhaustive de gestion actif-passif.

<sup>16</sup> S'agissant de la dette à taux variable et de la dette libellée en devises, les taux d'intérêt et de change du moment sont généralement appliqués pour le calcul initial du service de la dette et du profil d'échéance de la dette existante. Toutefois, on les recalculera en se servant des prévisions sous-tendant toute analyse quantitative prospective (étape 6).

<sup>17</sup> L'évaluation des vulnérabilités pourrait aussi concerner la concentration des créanciers qui constitue un élément du risque de refinancement.



risque, mesurée par exemple par la part de la dette interne, de la dette à court terme et de la dette à taux variable<sup>18</sup>.

*Résultats:*

- Informations détaillées sur l'encours de la dette.
- Profil du service de la dette existante.
- Description des principaux risques du portefeuille.

***Étape 3. Recenser et analyser les sources de financement possibles, notamment leurs caractéristiques sur le plan du coût et du risque.***

*Objectif:* recenser les sources de financement possibles, leurs caractéristiques financières, les montants disponibles et apprécier l'intérêt de leur utilisation.

28. Le GD doit prendre connaissance des caractéristiques de tous les instruments de financement existants et évaluer leurs coûts et risques relatifs<sup>19</sup>.

29. Outre les caractéristiques habituelles de la dette existante qui influent sur le coût et le risque analysées à l'étape 2, d'autres ont un effet sur l'intérêt de tel ou tel type d'instrument d'endettement :

- Le fait que son utilisation soit réservée à certaines finalités, par exemple le financement de grands projets ou le soutien budgétaire ;
- Le fait qu'il soit assorti de certaines conditions, par exemple la nécessité d'un cofinancement ;
- Certaines modalités particulières des contrats de dette, telles que des dispositions sur les garanties, des options intégrées ainsi que des clauses de force majeure, d'accélération, de défaut croisé et d'actions de groupe ;
- D'éventuelles incertitudes en matière de décaissement.

30. Le GD doit également se demander si l'emploi de certains instruments (comme le financement sur les marchés de capitaux internationaux) entraînerait d'autres coûts, dont les services de conseil juridique ou financier nécessaires au succès d'une émission. En outre, il

---

<sup>18</sup> Il convient d'évaluer la variabilité à un horizon temporel approprié. Ainsi, l'utilisation d'une mesure annuelle de la volatilité pourrait occulter la tendance d'une variable essentielle. On fait souvent apparaître les tendances en représentant dans un graphique des données continues ou comparatives ; dans ce cas, la volatilité doit être appréciée sur des périodes longues. En outre, il faut examiner les changements de ces variables exprimées en termes réels (c'est-à-dire en tenant compte de l'inflation). Par exemple, le ratio dette à long terme/PIB – comme les autres ratios indiquant le coût de la dette – dépend de l'évolution des taux d'intérêt et de change réels.

<sup>19</sup> L'annexe IV évoque les sources de financement possibles et leurs caractéristiques en matière de coût et de risque. On remarquera que le cadre SDMT porte sur les options de financement créatrices de dette ; il ne tient donc pas compte des dons. Toutefois, la disponibilité prévue de dons est un facteur important pour déterminer le besoin net de financement créateur de dette et doit être intégrée à toute analyse quantitative, car ils réduisent effectivement le besoin de financement.

doit déterminer s'il y a des instruments assortis d'avantages, tels que des services de conseil ou une aide à la gestion de projets, qui pourraient compenser certains facteurs de coût. Le recensement précis de ces éléments concourt à déterminer l'équilibre approprié entre, par exemple, le financement auprès de sources bilatérales et multilatérales. Le GD doit évaluer les éventuelles limites aux montants empruntables auprès des sources de financement possibles et les conditions dans lesquelles ces montants pourraient changer<sup>20</sup>.

31. Le GD doit se demander quels nouveaux instruments de financement pourraient devenir disponibles à l'horizon de la SGD (par exemple l'accès aux marchés internationaux, la dette « au détail » et des échéances plus longues). Les problèmes de choix du moment peuvent être essentiels pour déterminer la faisabilité de certains instruments<sup>21</sup>. Le GD doit également s'interroger sur la possibilité d'utiliser des produits dérivés financiers et rechercher comment ils pourraient influencer sur la mise en œuvre de la SGD. Toutefois, bien que le recours aux contrats d'échange (« swaps ») pour modifier la composition monétaire de la dette puisse s'avérer utile et adéquat pour les PDFR, il nécessite la mise en place de capacités, de systèmes et d'un cadre institutionnel. Lorsque les mesures à prendre ne sont pas de son ressort, le GD doit envisager d'évoquer le sujet avec l'autorité appropriée et, plus généralement, œuvrer avec d'autres responsables à améliorer l'accès du pays aux financements<sup>22</sup>.

*Résultats :*

- Une évaluation des caractéristiques, notamment sur le plan du coût et du risque, de tous les instruments financiers disponibles et éventuels et de la façon dont ils pourraient atténuer les risques du portefeuille distingués auparavant.
- Un recensement des contraintes, en particulier pour le montant des émissions, pesant sur la formulation de la SGD.
- Une mise en évidence des mesures nécessaires pour améliorer l'accès à ces instruments ou leurs modalités.

***Étape 4 : Recenser les prévisions de référence des variables budgétaires et mettre en évidence les***

---

<sup>20</sup> Si, par exemple, un pays décide de se financer sur les marchés de capitaux internationaux, son accès aux financements concessionnels peut s'en trouver modifier. Voir « IDA Countries and Non-Concessional Debt: Dealing with the “Free Rider” Problem in IDA14 Grant Recipient and Post-MDRI Countries », IDA/R2006-0137, Juillet 2006. Ou bien, supposons qu'au moment présent on ne puisse se financer sur le marché intérieur qu'à des taux variables ou à des échéances relativement courtes alors que, s'il était davantage développé, il serait possible d'émettre de la dette à taux fixe et à plus long terme. Dans ce cas, le GD doit se demander quelles actions de politique économique de son ressort seraient efficaces pour développer le marché intérieur.

<sup>21</sup> Si, par exemple, la politique monétaire n'était pas encore totalement crédible, le GD pourrait souhaiter reporter l'émission d'instruments à taux fixe à plus long terme pour des raisons de coût.

<sup>22</sup> Cela pourrait impliquer, par exemple, de soutenir la mise en œuvre d'un programme de formation des investisseurs par le régulateur financier ou d'encourager l'administration fiscale à revoir le régime fiscal des placements en titres d'État de façon à favoriser le développement du marché intérieur.

*risques dans les grands domaines de la politique économique – budget, monnaie, extérieur et marchés.*

*Objectif*: recenser les projections de référence pour les principales variables budgétaires, monétaires et externes ainsi que pour les taux de marché, les principaux risques pesant sur ces projections, les contraintes et les conséquences qui en résultent pour la formulation de la SGD.

32. Le GD doit bien comprendre le cadre macroéconomique dans lequel la SGD va être conçue et comment il influe sur les décisions de gestion de la dette. Cette étape nécessite en particulier une interaction avec les autorités budgétaires et monétaires. Les projections de référence concernant les variables macro sont en général les mêmes que celles utilisées dans l'AVD (encadré 2).

33. S'agissant de la politique budgétaire, le GD doit obtenir des informations claires sur la trajectoire prévue du solde primaire et les principaux déterminants de cette projection, notamment les dépenses et recettes anticipées ainsi que la croissance économique. Le traitement adéquat des emprunts contractés pour le financement de grands projets et des dépenses liées à eux est un problème qui intéresse particulièrement les PDFR. Les prévisions de dépenses, telles qu'elles figurent dans le cadre budgétaire, dépendent en général de la concrétisation d'emprunts destinés à des projets spécifiques. Il peut donc être judicieux que le GD considère comme acquise la trajectoire des décaissements attendus, car ils seront compensés par des variations des dépenses<sup>23</sup>.

34. S'agissant de la politique monétaire et des facteurs externes, le GD doit s'enquérir de l'opinion des autorités monétaires sur l'orientation future de leur politique et de la politique de taux de change, l'évolution anticipée de la balance des paiements et la stratégie d'endettement intégrée implicitement à l'AVD externe. En fonction de leur appréciation des perspectives, les autorités monétaires peuvent demander un objectif spécifique d'accumulation des réserves de change ; c'est sans doute particulièrement pertinent quand un pays est membre d'une union monétaire ou applique un régime de change fixe. En outre, il faut tenir compte de la crédibilité de la politique monétaire, car elle peut influencer sur le coût relatif de la dette interne à court et long terme et sur le choix de la stratégie préférée. Dans ce cas, la SGD pourrait contribuer à coordonner les actions destinées à améliorer la crédibilité et à réduire la prime de risque au

---

<sup>23</sup> Néanmoins, il faudra évaluer de temps à autre les choix stratégiques de manière plus libre, ce qui permettra aux autorités de déterminer les coûts et les avantages relatifs des financements basés sur des projets et des financements par le budget général.

titre de l'inflation<sup>24</sup>. Plus généralement, le rôle de la SGD pour renforcer ou freiner ces actions doit être bien compris et peut exiger une coordination (encadré 1 et annexe V)<sup>25</sup>.

#### **Encadré 2. Les liens entre SDMT, AVD et CVD**

La SDMT et le CVD sont tous deux des cadres destinés à traiter les problèmes d'endettement mais, parce qu'ils portent sur des aspects différents, ils se complètent plutôt qu'ils ne se substituent l'un à l'autre.

Le CVD est l'outil analytique qui sert à effectuer une AVD. Son objectif premier est d'apprécier si le montant et les modalités de la dette actuelle et anticipée pourraient rendre difficile d'assurer le service de la dette dans le long terme. Pour évaluer la viabilité de la dette, l'AVD emploie un cadre économique de référence qui prévoit l'orientation du budget et celle de la balance des paiements en fonction de certaines hypothèses et conditions, puis examine la solidité des principaux indicateurs du poids de l'endettement – en général le rapport entre sa valeur actuelle nette (VAN) et le PIB, les exportations ou les recettes fiscales – en fonction de différents chocs macroéconomiques, par exemple sur le PIB, le taux de change, les recettes, etc. On formule habituellement certaines hypothèses simplificatrices de sorte qu'il n'est, par exemple, pas nécessaire de modéliser la structure par échéances de l'endettement sur le marché. L'AVD n'utilise donc pas souvent les informations détaillées dont se sert le GD dans son analyse plus granulaire.

La SDMT est un cadre de gestion de la dette plus ciblé qui porte sur la façon précise de gérer à moyen terme la composition de la dette. Pour concevoir une SGD efficace, il faut évaluer la performance de différentes stratégies de financement dans le cadre d'une trajectoire donnée de variables macroéconomiques essentielles qui doit être cohérente avec celle utilisée dans l'AVD. Il faut en outre apprécier la solidité de chaque stratégie face à différents chocs. L'AVD doit aussi guider l'application des tests de résistance. Ici, les variables qui appréhendent le risque de marché, telles que la sensibilité des flux de trésorerie au taux d'intérêt, les autres déterminants de la structure des échéances et le taux de change pourraient être explicitement modélisées. Cela signifie que l'on peut évaluer plus facilement les informations détaillées sur les particularités du portefeuille de dette.

Le GD doit reconnaître que la SGD peut avoir des conséquences importantes sur l'AVD. Lorsque l'examen des stratégies d'endettement dans le cadre des divers tests de résistance laisse penser que des risques pèsent sur les principaux indicateurs de viabilité de la dette, il faut en discuter avec l'autorité budgétaire. La stratégie préférée et ses conséquences en matière de coût et de risque pourraient être intégrées à une AVD actualisée et les arbitrages de politique économique être réexaminés.

35. En outre, le GD doit établir une projection de référence pour les courbes des rendements et pour tous les autres facteurs de marché pertinents qui domineront à l'horizon de la programmation, ce qui permet de déterminer le coût supposé de la contraction d'une nouvelle dette ou du refinancement de la dette existante. Il faut faire appel au jugement pour choisir la méthode de projection la plus adaptée et estimer les éventuelles primes de risque nécessaires. Pour éclairer ces projections, le GD doit utiliser ses contacts sur les marchés et les analyses

---

<sup>24</sup> Ainsi, l'introduction d'instruments indexés sur l'inflation peut signaler un plus grand engagement des autorités en faveur du maintien de la stabilité des prix.

<sup>25</sup> Dans des marchés relativement sous-développés, par exemple, toute volatilité implicite de l'offre de titres de dette internes et de leurs échéances pourrait influencer négativement sur la transmission de la politique monétaire et l'efficacité des signaux qu'elle émet.

réalisées par les spécialistes de ceux-ci<sup>26</sup>. Au fur et à mesure du développement des marchés internes de la dette, la qualité de ces estimations peut s'améliorer et des techniques sophistiquées pourraient devenir applicables.

36. Le GD doit également s'appuyer sur les responsables d'autres domaines, en particulier la supervision des banques et celle des marchés de titres, pour obtenir des clarifications concernant :

- les facteurs réglementaires ou les faiblesses éventuelles des banques susceptibles d'influer sur leur demande de dette publique ;
- les facteurs réglementaires et autres de nature à influer sur la demande de dette publique des non banques ;
- l'organisation du marché secondaire des titres ;
- le fonctionnement des systèmes de compensation et de règlement des titres ;

37. De manière générale, une bonne connaissance de la politique à l'égard du secteur financier, de la réglementation, du contrôle des mouvements de capitaux et de la politique fiscale peut être utile pour évaluer les évolutions éventuelles qui pourraient avoir une incidence sur le contexte des émissions de dette publique. Le GD doit examiner les conseils et les analyses à caractère financier émanant d'autres sources, comme les banques d'investissement, susceptibles d'apporter un éclairage utile sur la manière dont les conditions de marché pourraient évoluer.

38. Une fois qu'une référence a été déterminée, le GD doit recenser, en consultant d'autres responsables, les scénarios de risques pertinents qui pourraient avoir une incidence sur le montant et le coût des financements. Ainsi, lorsqu'un pays recourt de plus en plus à des sources de financement externes, le GD doit envisager le risque d'un « arrêt soudain » de liquidité de nature à entraîner des difficultés de refinancement. Cette évaluation peut orienter la stratégie préférée vers l'allongement de l'échéance moyenne de la dette externe ou la constitution de réserves de précaution<sup>27</sup>. Au minimum, ces scénarios de risques doivent correspondre à ceux mis en lumière par l'AVD<sup>28</sup>.

39. On remarquera que, même en l'absence d'une modification substantielle du cadre macroéconomique, la SGD peut avoir des conséquences importantes sur l'AVD. Lorsque les

---

<sup>26</sup> Il y a généralement deux possibilités pour calculer une courbe des rendements : déduire la courbe à terme de la courbe actuelle observée ou faire l'hypothèse d'une courbe des rendements internes basée sur une courbe externe de référence (par exemple en dollars US ou en euros), puis l'ajuster en fonction des différentiels d'inflation anticipés, de la prime de risque au titre de l'inflation et de la prime de risque de crédit. Cette méthodologie est expliquée dans le manuel consacré à l'outil analytique (annexes L et M).

<sup>27</sup> Lorsque cette vulnérabilité externe est forte et accentuée par l'application d'un régime de taux de change fixe ou semi-fixe, il est indispensable de coordonner l'action d'atténuation du risque avec les autorités monétaires.

<sup>28</sup> Ainsi, l'expérience montre que les autorités doivent faire preuve de prudence dans leur évaluation du rendement attendu de l'investissement public ou de l'aide ; il faut donc envisager un scénario de croissance plus pessimiste. L'AVD doit mettre en évidence les principaux tests de résistance.

tests sur les différentes stratégies de gestion de la dette examinées (étape 6 et encadré 2) laissent penser qu'il pourrait y avoir un risque pour les principaux indicateurs de sa viabilité, le GD doit collaborer étroitement avec les agences officielles participant à l'AVD pour concevoir des stratégies réduisant le risque de défaut ou, s'il n'y en a pas, souligner ce fait afin que d'autres mesures puissent être prises.

*Résultats :*

- Projections de référence pour les principales variables budgétaires, monétaires, externes et de marché.
- Une série claire et exhaustive de scénarios de risques spécifiquement nationaux à tester.

**Étape 5: Examiner les facteurs structurels à long terme**

*Objectif:* Examiner les facteurs structurels qui influenceront éventuellement à plus longue échéance sur la tendance souhaitée de la composition de la dette.

40. Le GD doit examiner, en liaison avec les principaux responsables de la politique économique, les caractéristiques structurelles à long terme de l'économie susceptibles d'influer sur la composition souhaitée de la dette. Ces facteurs doivent aussi figurer dans l'AVD effectuée par les autorités. Ce pourraient être les suivants :

- les évolutions structurelles, par exemple sur le plan démographique ou des régimes de retraite obligatoires, qui influent sur les comportements d'épargne ;
- la dépendance de l'économie à l'égard de produits de base et la vulnérabilité liée à l'évolution de leurs prix ;
- les perspectives à long terme d'accès aux financements concessionnels ;
- les possibles tendances à long terme du taux de change effectif réel ;
- les tendances à long terme de l'inflation.

41. Ces facteurs peuvent avoir une influence significative sur la composition recherchée de la dette à longue échéance. Par exemple, la composition souhaitable doit tenir compte des perspectives à long terme du taux de change effectif réel et de l'inflation interne ainsi que de leurs conséquences pour l'évolution de l'écart entre les taux d'intérêt nationaux et étrangers. De même, la composition par échéance du portefeuille doit prendre en considération le régime de politique macroéconomique dans son ensemble et son éventuelle modification<sup>29</sup>.

---

<sup>29</sup> Si, par exemple, il est envisagé qu'à terme le régime de change puisse devenir plus flexible, cela pourrait avoir des effets sur la composition monétaire et par échéances, à plus long terme, du portefeuille. Comme on l'a fait remarquer auparavant, le

42. Une évaluation de la manière dont les responsables de la politique économique prévoient l'évolution de ces facteurs aide à déterminer les stratégies sur lesquelles le GD doit se focaliser (encadré 3). En général, le degré et la rapidité de renforcement possibles de la qualité des institutions ainsi que d'établissement de la crédibilité de la politique macroéconomique influent sur la disponibilité de nouveaux emprunts.

**Encadré 3. Les liens entre la SGD et les facteurs économiques structurels proprement nationaux**

En fonction des facteurs spécifiquement nationaux qui sont analysés, l'objectif de la SGD doit être d'atténuer ou de compenser, autant que possible, les résultats indésirables. Par exemple :

- **L'évolution des termes du commerce extérieur** : lorsque les recettes publiques d'un pays sont très exposées à l'évolution des termes de l'échange, par exemple du fait d'une dépendance à l'égard d'exportations ou d'importations de produits de base, il y a probablement des conséquences sur le taux de change effectif réel. Cela aggrave le coût et le risque éventuels de la dette libellée en devises. En revanche, ils sont sensiblement réduits si le taux de change effectif réel d'un pays a tendance à s'apprécier. Ainsi, lorsque de nombreux PDR ont souffert des conséquences de la tendance durable à la baisse des prix des produits de base dans les années 1980, 1990 et 2000, l'endettement en devises a pu s'avérer relativement bon marché pour les « tigres asiatiques ». Les cycles des prix des produits de base et des termes de l'échange pouvant être très longs, il est nécessaire d'avoir une vision à long terme de ce risque.
- **L'accès aux financements concessionnels** : au fur et à mesure que le niveau de revenu d'un pays augmente, l'accès aux financements conditionnels est susceptible de se réduire. La SGD a alors tendance à faire davantage appel à d'autres catégories de financement avec, par exemple, l'introduction d'une large gamme de titres négociables sur le marché interne ou le lancement d'émissions sur les marchés de capitaux internationaux.

*Résultat :*

- Mise en lumière de facteurs structurels à long terme dont la SGD doit tenir compte.

**Étape 6: Évaluer et classer différentes stratégies de gestion de la dette en fonction de l'arbitrage entre coût et risque.**

*Objectif*: déterminer et analyser des stratégies possibles de gestion de la dette, évaluer leur performance relative et en sélectionner un nombre restreint.

43. Pour déterminer la stratégie préférée, le GD doit évaluer la performance – qualitative ou quantitative – de différentes stratégies sur le plan du coût et du risque. Pour cela, il lui faut concevoir une série de stratégies possibles et les évaluer dans le cadre des contraintes et de scénarios futurs portant sur le solde primaire et les taux de marchés déterminés auparavant.

---

risque de refinancement est plus prononcé dans les pays qui pratiquent un régime de change fixe, alors qu'un régime plus souple peut permettre d'avoir une proportion plus élevée de dette à court terme.

Les stratégies doivent ensuite être évaluées au regard des scénarios de risques/de tension qui ont été retenus.

44. En pratique, le GD doit en général se concentrer sur l'analyse détaillée d'un petit nombre de stratégies. Pour commencer, il lui faut examiner la SGD en vigueur – implicite ou explicite (étape 2). Il peut ensuite déterminer différentes compositions de la dette et stratégies qui pourraient permettre d'atténuer les principales vulnérabilités déjà distinguées en modifiant certaines caractéristiques essentielles (durée, composition monétaire, endettement interne ou externe). Des stratégies favorisant le développement des marchés internes pourraient aussi être envisagées.

45. Le GD doit se demander quelles caractéristiques de la dette ou de sa composition atténueraient les principales sources de volatilité pesant sur le budget ou prévoir une forme d'amortisseur à l'incidence des risques distingués (étape 4) et examiner les coûts éventuels de réalisation de cette composition de la dette. Si, par exemple, le pays est exposé à des chocs externes et si le taux de change est instable ou susceptible de se déprécier, le GD peut vouloir éviter d'aggraver la situation en réduisant le financement externe. Cela lui permet de spécifier la direction souhaitée de certains indicateurs de risque, par exemple en augmentant la part de la dette interne ou en allongeant l'échéance de la dette totale.

46. Si le GD a mis au point ou a accès à des outils adéquats, comme l'OA SDMT d'accompagnement (encadré 4 et illustration à l'annexe VI), il peut procéder à une évaluation chiffrée du coût et du risque de différentes stratégies. Ces outils comparent habituellement le coût de la dette au risque (défini comme le changement du coût) à un horizon temporel spécifique et dans le cadre de divers scénarios. Ils permettent au GD de simuler l'effet de différentes options de financement en suivant l'évolution des principaux indicateurs de coût et de risque pour chaque stratégie.

#### **Encadré 4. L'outil analytique de la SDMT**

L'OA complète l'analyse présentée dans cette Note d'orientation. Le but de cet outil basé sur Microsoft Excel est d'appuyer quantitativement le processus de prise de décision. Les résultats sont destinés à éclairer et à illustrer les conséquences de l'application d'une SGD particulière dans le cadre de divers scénarios ou tests de résistance. On peut utiliser l'outil pour tester les effets de l'exécution d'un plan de financement spécifique ou de la réalisation et du maintien d'une composition particulière de la dette, la série de plans de financement correspondante étant déterminée par l'outil. Dans ce contexte, il peut servir à mettre en évidence la relation entre le coût de divers plans de financement ou compositions de la dette et le risque qui leur est associé. L'outil est flexible et les utilisateurs peuvent, dans certaines limites, spécifier l'horizon temporel des projections, le nombre de monnaies et la gamme d'instruments.

Les divers indicateurs de coût et de risque qui sont produits permettent au GD d'envisager les arbitrages entre coût et risque de chaque stratégie. Ils sont utiles au processus de sélection d'une stratégie, mais on ne doit pas se focaliser exclusivement sur eux. Les résultats étant déterminés par les hypothèses retenues, il faut interpréter avec prudence les résultats.

En 2019, L'OA SDMT a été révisé pour répondre à l'évolution des besoins des pays. Le nombre d'instruments représentatifs a été augmenté et de nouveaux éléments ont été ajoutés, dont<sup>1</sup>



- Des instruments indexés intégrés (comme les obligations indexées sur l'inflation ou le taux de change) ;
- Des solutions pour :
  - Saisir les flux de trésorerie correspondant à la dette libellée en monnaie nationale ou en devises fortes ;
  - Constituer et utiliser des réserves liquides de précaution ;
  - Inclure des composantes non budgétaires (comme les engagements conditionnels et/ou les cessions d'actifs).

Les documents d'accompagnement ont été révisés et réintitulés « Stratégie de gestion de la dette à moyen terme : manuel de l'outil analytique » et « Outil analytique de la stratégie de gestion de la dette à moyen terme : manuel d'établissement des données ».

---

<sup>1/</sup> On notera que l'OA SDMT n'a pas vocation à intégrer aisément des instruments complexes comme les produits dérivés et les emprunts garantis.

47. L'analyse par scénarios permet d'évaluer l'incidence de scénarios spécifiques de chocs ou de risques. Ceux-ci doivent inclure les différents scénarios ou tests de résistance figurant à l'étape 4, notamment tous les chocs combinés considérés dans l'AVD. De même, si cette dernière laisse penser que le scénario macro de référence est optimiste, il est important d'introduire une série d'hypothèses macro plus prudentes<sup>30</sup>. L'évaluation du risque devient essentielle lorsque le niveau d'endettement est déjà élevé par rapport à la capacité de remboursement de l'État.

48. Le choix de l'horizon temporel d'évaluation du coût et du risque doit tenir compte des perspectives en matière de stabilité macroéconomique. Si, par exemple, l'économie est relativement stable, une évaluation du coût et du risque sur une courte période peut être tout à fait représentative mais, si elle ne l'est pas, il peut s'avérer nécessaire de considérer une période plus longue<sup>31</sup>. De même, les chocs envisagés doivent correspondre à la période évaluée<sup>32</sup>. Plus généralement, quand on compare l'incidence relative de tests de résistance spécifiques, il faut tenir compte de la probabilité déterminée subjectivement qui est assignée à la réalisation de chaque choc particulier.

49. Les stratégies envisagées doivent être examinées au regard de l'évaluation effectuée à l'étape 3 afin de s'assurer qu'il est possible de les mettre en œuvre. Cet examen pourrait mettre en évidence des problèmes plus larges de politique économique exerçant effectivement une contrainte sur l'éventail de stratégies faisables de gestion de la dette. Même lorsqu'il y a peu

---

<sup>30</sup> Cela pourrait fausser la SDMT en faveur d'une stratégie présentant un moindre risque, mais peut-être plus coûteuse.

<sup>31</sup> Si, par exemple, les prix des exportations de produits de base sont dans une phase baissière, il faut peut-être choisir une période plus longue de façon à appréhender également la phase ascendante suivante.

<sup>32</sup> On pourrait par exemple représenter un choc caractéristique par l'écart type annuel de la variable en question ou par l'écart type sur une période de cinq ans mesurée en glissement, par exemple à un horizon de 20 ans. Idéalement, on le calculerait pour une période égale au cycle ou plus longue. Voir aussi la discussion à l'étape 2.

de stratégies réalistes, comme c'est le cas dans de nombreux PDFR, cette évaluation explicite des coûts et des risques est un élément important de la gestion du risque.

50. Une fois que le GD a évalué la performance prévue des possibles stratégies pertinentes, il faut résumer les principaux résultats (par exemple sous forme de tableaux ou de graphiques) et un petit nombre d'entre elles doit être sélectionné, présenté et discuté avec d'autres responsables de la politique économique.

*Résultat :*

- Un classement relatif en termes de coût et de risque d'un petit nombre de stratégies sélectionnées.

***Étape 7 : Examiner les résultats simulés des stratégies sélectionnées de gestion de la dette avec les autorités budgétaires et monétaires ainsi que les effets éventuels des différentes stratégies sur les conditions de marché***

*Objectif:* Veiller à ce que le retour d'informations sur ces stratégies soit communiqué aux autorités chargées des politiques budgétaire et monétaire. Examiner leurs conséquences éventuelles sur les marchés.

51. Il convient d'examiner avec les autorités responsables de la politique budgétaire les stratégies sélectionnées et leurs conséquences en matière de coût et de risque ainsi que d'évaluer leur incidence sur la viabilité de la dette. Si cet examen des stratégies définies à l'étape 6 laisse penser qu'il pourrait y avoir des risques pour le budget, la viabilité de la dette ou l'équilibre externe, il faut peut-être les ajuster. Sinon, un réexamen des projections budgétaires de référence pourrait être nécessaire pour dégager davantage d'« espace » budgétaire.

52. De même, les éventuelles conséquences des stratégies sélectionnées sur les conditions monétaires, y compris leur capacité à appuyer les objectifs de politique monétaire, doivent être examinées avec la banque centrale. Le montant anticipé des financements en devises et d'autres financements provenant de non-résidents ainsi que les échéances probables pourraient avoir des conséquences pour les interventions sur le marché des changes, le taux de change et l'éviction du secteur privé. Les effets des stratégies sur la balance des paiements et le degré de risque de refinancement par rapport au montant anticipé des réserves de change doivent également faire l'objet de discussions. Si un risque pèse sur la viabilité de la dette externe ou si les stratégies de financement créent un risque d'excès de liquidité ou y contribuent, il faut discuter des conséquences sur le régime de change. Les conclusions de ces discussions pourraient aussi influencer sur le choix de la stratégie ou obliger le GD à en déterminer une autre.

53. Il faut examiner avec les autorités responsables de la politique monétaire et des marchés financiers les conséquences de la stratégie choisie par le GD, notamment les financements prévus sur les marchés internes et internationaux, afin d'évaluer les effets des placements

effectués par les principaux groupes d'investisseurs. L'éventuelle incidence sur le développement des marchés de capitaux et la stabilité financière – et les retours d'informations à ce propos – doit aussi être évalués<sup>33</sup>. Cette incidence pourrait être positive – par exemple, une stratégie envisagée contribuerait à donner un repère effectif au secteur privé – ou négative – par exemple, le montant de financement proposé au moyen d'un seul instrument pourrait absorber toutes les capacités disponibles et évincer le secteur privé. On pourrait aussi tenir compte des préoccupations réglementaires à propos, par exemple, de l'exposition du système bancaire.

54. En général, si la SGD a des conséquences significatives sur les hypothèses macroéconomiques sous-jacentes, il peut être nécessaire d'adopter une méthode interactive dans laquelle la stratégie d'endettement et la stratégie macroéconomique sont discutées et révisées conjointement en procédant par itération. Une révision significative des projections de référence (étape 4) obligera le GD à effectuer une nouvelle analyse des stratégies (étape 6).

*Résultat :*

- Une appréciation claire selon laquelle les stratégies sélectionnées sont compatibles avec les politiques budgétaire et monétaire, ainsi qu'avec le maintien de la viabilité de la dette, et conformes aux plans de développement du marché.

***Étape 8 : Soumettre la stratégie de gestion de la dette à des responsables de haut niveau et la faire approuver***

*Objectif:* choisir la stratégie préférée et la proposer, en même temps que les autres stratégies sélectionnées par ordre de classement, à la plus haute autorité responsable de la gestion de la dette pour qu'elle l'approuve.

55. Sur la base des étapes 1 à 7, le GD doit soumettre la stratégie préférée à l'approbation de la plus haute autorité responsable de la gestion de la dette. D'autres stratégies doivent figurer dans la présentation.

56. La SGD doit être approuvée par la plus haute autorité (habituellement le ministère des finances), car elle représente directement le degré de tolérance au risque ayant la préférence du gouvernement, ce qui implique de formuler un jugement politique sur l'arbitrage entre coût et risque. Dans certains pays, le cabinet doit d'abord donner son accord et/ou la stratégie doit

---

<sup>33</sup> Une interaction avec les préoccupations de stabilité financière pourrait résulter de la concentration de la base d'investisseurs dans le secteur bancaire ; une crise de celui-ci pourrait faire augmenter la dette de l'État, tandis que toute perturbation du marché des titres d'État risquerait d'affecter négativement la solvabilité et la liquidité des banques.

être présentée au parlement. Une fois qu'elle a été entérinée, la SGD doit être officialisée et le GD doit être investi explicitement de la mission de l'appliquer.

*Résultat :*

- Approbation d'une SGD.

## **DIFFUSION**

57. Quand la stratégie a fait l'objet d'un accord et a été officialisée, il est recommandé de la diffuser sous forme d'un document public<sup>34</sup>. Ce mode de diffusion aide le GD à :

- obtenir un soutien en faveur de la stratégie choisie et l'engagement de l'appliquer ;
- réduire l'incertitude des investisseurs ;
- renforcer les relations avec les créanciers, les investisseurs et les autres parties prenantes essentielles (par exemple les agences de notation financière) ainsi qu'à faciliter un dialogue franc sur les principaux facteurs influençant le choix et l'application de la stratégie ;
- améliorer la transparence ex ante et a posteriori ainsi que la responsabilisation en matière de gestion de la dette.

58. Le document publié décrivant la stratégie privilégie habituellement les aspects suivants : son objectif et sa portée ; une description du contexte macroéconomique actuel et anticipé ; une évaluation de l'encours de la dette existante ; un résumé de la stratégie approuvée, avec une présentation des facteurs qui ont influé sur son choix, notamment les principaux risques que la SGD a pour but de gérer<sup>35</sup>.

59. La SGD peut être exprimée sous forme d'objectifs correspondant à une composition particulière des instruments ou d'indicateurs spécifiques de coût ou de risque. Dans les étapes initiales, les indicateurs peuvent être plus descriptifs ; par exemple, la stratégie souhaitée est celle qui augmente la part de la dette libellée en monnaie nationale ou allonge progressivement les échéances. Au fil du temps, il est possible que les objectifs deviennent plus spécifiques et précis, par exemple 60 % de dette en monnaie nationale dans le portefeuille.

60. Lors de la première formulation d'une SGD à moyen terme, il pourrait être particulièrement utile de s'adresser à une large audience – comprenant des parlementaires, des investisseurs nationaux et étrangers, des intermédiaires et des agences de notation – en organisant des ateliers et des séminaires. De manière plus générale, la SGD peut constituer une bonne base pour bâtir un programme efficace de relations avec les investisseurs susceptible de

---

<sup>34</sup> Le GD doit utiliser toutes les modalités de publication disponibles, notamment les sites Internet.

<sup>35</sup> Voir l'annexe VII « Modèle de document exposant une stratégie de gestion de la dette ». Il n'est en général pas nécessaire de divulguer l'intégralité de l'analyse effectuée ; certains scénarios de tension peuvent en particulier être considérés comme sensibles.

faciliter le développement du marché interne de la dette et d'influer sur le coût de l'endettement futur sur ce marché<sup>36</sup>.

## MISE EN OEUVRE ET SUIVI

61. Une fois que la stratégie a été décidée, il incombe au GD de mettre au point un plan annuel d'emprunts expliquant comment elle sera appliquée pendant les exercices budgétaires à venir. L'élaboration du plan d'emprunt annuel commence en général par une analyse des flux budgétaires anticipés, y compris ceux attendus au titre du service de la dette. Le montant total des fonds à lever au moyen de chacun des instruments disponibles peut être déterminé par référence à la stratégie. Le plan doit ensuite être décomposé en une série d'objectifs plus précis basés sur la connaissance qu'a le GD des sources de financement. On formule habituellement des plans distincts pour les emprunts sur le marché national et sur les marchés extérieurs.

62. Quand les objectifs agrégés ont été définis, il faut programmer et vérifier l'échelonnement probable des flux de façon à s'assurer que le plan génère des financements suffisants pour couvrir les flux intra-annuels anticipés. En général, le rapport coût-efficacité de l'application d'un plan de financement reflète la capacité des autorités à effectuer de bonnes prévisions de la trésorerie de l'État<sup>37</sup>.

63. Tenir compte du solde de départ du compte unique du Trésor (CUT) ou des soldes nets de tous les comptes des administrations (et du profil programmé de financement des réserves pour la banque centrale) permet au GD d'établir le profil des besoins de financement de l'année entière. En y ajoutant les encaissements anticipés des emprunts officiels, on calcule ce que sera le solde du CUT comparativement à l'objectif retenu pour ce solde et on en déduit le montant et le moment préférables des opérations de financement<sup>38</sup>. Sur le plan interne, cette analyse permet au GD de fixer un calendrier des émissions de titres d'état conforme aux objectifs stratégiques, par exemple la régularité des émissions pour appuyer le développement du marché (on trouvera une illustration à l'annexe VIII). Sur le plan externe, le GD est peut-être moins libre de choisir le calendrier précis des opérations, mais l'analyse révèle le dernier moment auquel il faudra s'être assuré de pouvoir emprunter, par exemple sur les marchés internationaux ou auprès de prêteurs étrangers du secteur privé<sup>39</sup>.

<sup>36</sup> Voir FMI (2004) pour une présentation des problèmes de conception d'un programme efficace de relations avec les investisseurs.

<sup>37</sup> Une gestion efficiente et effective de la trésorerie de l'État appuie la mise au point d'un plan de financement engagé et transparent et contribue à réduire le coût de la dette. Lorsque la gestion de la trésorerie est déficiente, le choix du moment des opérations de financement peut être plus ponctuel ; il est donc moins propice au développement du marché et plus coûteux.

<sup>38</sup> Conserver un solde positif sur le CUT pour faire face à l'instabilité des entrées de fonds importantes peut être un objectif convenu de politique économique. Afin de réduire l'éventuel coût de portage, le gestionnaire de la dette essaie en général de choisir le moment des opérations de financement de façon à ce que le solde reste aussi proche que possible de l'objectif ; mais cela doit être mis en balance avec l'intérêt de la régularité des émissions pour soutenir le développement du marché.

<sup>39</sup> Quand un pays n'est pas encore présent sur les marchés de capitaux internationaux ou n'a pas encore établi de relations avec des créanciers spécifiques, ces plans doivent tenir compte de délais éventuellement significatifs.

64. La coordination avec la banque centrale est nécessaire pour éviter des interactions indésirables avec l'application de la politique monétaire et tenir compte de la saisonnalité. Un État établit souvent vise des plans d'emprunt intra-annuels pour atteindre ses objectifs (par exemple gérer les fluctuations saisonnières ou irrégulières de ses entrées nettes de fonds ou assurer au marché une offre régulière de certains titres) ; en revanche, la banque centrale emploie ses instruments avec souplesse pour atteindre ses propres objectifs (par exemple maintenir un certain taux d'intérêt directeur ou une certaine ancre de taux de change). La coordination peut être utile à l'un comme à l'autre.

65. On communique souvent au marché un plan d'emprunt annuel ou au moins sa composante nationale (par exemple un calendrier des émissions de titres)<sup>40</sup>. Au fur et à mesure que l'année s'écoule et que le budget est exécuté, il faut actualiser les plans de financement en fonction des flux effectifs.

66. Il convient de réexaminer périodiquement la SGD, idéalement chaque année, et de confirmer sa pertinence. Si la situation macroéconomique ou les conditions de marché changent fondamentalement, il faut l'actualiser. On doit procéder à une nouvelle analyse et soumettre une nouvelle proposition, en expliquant clairement pourquoi il est recommandé de réviser et de mettre à jour la stratégie.

67. Il est également nécessaire d'informer régulièrement le ministre des finances ou toute autre instance compétente des progrès dans l'application de la SGD au moyen de rapports de gestion périodiques. Ces rapports doivent donner des informations sur l'évolution du portefeuille ainsi que sur les principaux facteurs de coût et de risque. Ils jouent un rôle essentiel dans un cadre efficace de gestion des risques.

---

<sup>40</sup> Cette communication peut faciliter l'approfondissement du marché des obligations d'État ainsi que contribuer à réduire les coûts et les risques en permettant d'émettre des montants supérieurs et une plus large gamme d'instruments, mais aussi en réduisant la prime de risque due à l'incertitude du marché. En outre, plus le calendrier des adjudications est régulier et crédible, plus les opérations ont de chances d'être bien reçues par le marché, ce qui atténue le risque de sous-souscription.

## Références utiles

- Adawzi, Elsie A., 2015, "Designing Legal Frameworks for Public Debt Management," IMF Working Paper No. 15/147, Washington, July.
- Arnone, Marco, and George Iden, 2003, "Primary Dealers in Government Securities: Policy Issues and Selected Countries Experience," IMF Working Paper No. 03/45, Washington, March.
- Árvai, Zsóvia, and Geoffery Heenan, 2008, "A Framework for Developing Secondary Markets for Government Securities," IMF Working Paper No. 08/174, Washington, July.
- Currie, Elizabeth, Jean-Jacques Dethier, and Eriko Togo, 2003, "Institutional Arrangements for Public Debt Management," World Bank Policy Research Working Paper No. 3021, Washington, April.
- Institute of International Finance, 2014, *Sovereign Investor Relations, Evaluation on Investor Relations and Dissemination Practices by Key Emerging Market Borrowing Countries*, Washington, October.
- International Monetary Fund, 2004, "Investor Relations Programs—Recent Developments and Issues," Washington, October.
- Jonasson, Thordur, and Michael Papaioannou, 2018, "A Primer on Managing Sovereign Debt-Portfolio Risks," IMF Working Paper No. 18/74, Washington, April.
- Organisation for Economic Co-operation and Development, 2002, "Debt Management and Government Securities Markets in the 21st Century," Paris, September.
- Wheeler, Graeme, 2004, "Sound Practice in Government Debt Management," Washington: World Bank.
- World Bank, 2007a, *Managing Public Debt: From Diagnostics to Reform Implementation*, Washington.
- \_\_\_\_\_, 2007b, *Developing the Domestic Government Debt Market: From Diagnostics to Reform Implementation*, Washington.
- \_\_\_\_\_, 2008, *Guide to the Debt Management Performance Assessment Tool (DEMPA)*, Washington.
- \_\_\_\_\_, 2015a, *Debt Management Performance Assessment (DEMPA) Methodology*, Washington.
- \_\_\_\_\_, 2015b, "Issuance Plan for Government Securities: Guidance Note," Washington.
- World Bank and International Monetary Fund, 2001, "Developing Government Bond Markets: A Handbook," Washington.
- \_\_\_\_\_, 2003a, *Guidelines for Public Debt Management*, revised edition, Washington.
- \_\_\_\_\_, 2003b, *Guidelines for Public Debt Management: Accompanying Document*, Washington, August.

\_\_\_\_\_, 2007, “Strengthening Debt Management Practices: Lessons from Country Experience and Issues Going Forward,” Executive Board Document, Washington, May.

\_\_\_\_\_, 2009, “Managing Public Debt: Formulating Strategies and Strengthening Institutional Capacity,” Executive Board Document, Washington,

\_\_\_\_\_, 2014, *Revised Guidelines for Public Debt Management*, revised edition, Washington.

\_\_\_\_\_, 2017, “Medium-Term Debt Management Strategies: Recent Capacity Building Efforts,” Staff Note for the G20, Washington, April.

\_\_\_\_\_, 2017, “The Medium-Term Debt Management Strategy: An Assessment of Recent Capacity Building,” Washington, July.



## Annexe I. Le cadre institutionnel

68. Un cadre institutionnel clair facilite une gestion effective de la dette. Ses principaux éléments sont : (1) un cadre juridique adéquat ; (2) des dispositifs institutionnels efficaces, notamment l'organisation de la fonction de GD et (3) l'enregistrement complet et efficient de la dette. Certains pays adoptent des approches différentes sur chacun de ces points, mais certains principes essentiels se vérifient en général<sup>41</sup>. Le cadre juridique doit en particulier bien définir qui a l'autorité d'emprunter et d'émettre de nouvelles dettes, d'investir et d'effectuer des opérations pour le compte de l'État (encadré 5). Il fixe souvent les objectifs généraux de la gestion de la dette, précise les responsabilités et mentionne les exigences souhaitées en matière de communication et de contrôle. Il peut aussi préciser les modalités de la coordination entre les agents qui participent à la gestion de la dette avec, par exemple, un rôle de mandataire budgétaire pour la banque centrale.

69. Une bonne structure de gouvernance doit décrire précisément les rôles et responsabilités de toutes les institutions qui participent aux activités de gestion de la dette. Il faut, en particulier, bien indiquer qui est responsable des décisions en la matière. Il s'agit en général du ministre des finances, éventuellement appuyé par un comité consultatif. Quelle que soit l'organisation retenue, les mécanismes doivent être structurés, et l'attribution des fonctions et des responsabilités établies de façon claire et cohérente.

70. Le responsable de la politique de gestion de la dette et de son application doit s'assurer qu'il existe assez d'informations pour que cette responsabilité soit exercée efficacement. Habituellement, il les obtient sous la forme de rapports périodiques du GD sur les progrès de la mise en œuvre de la SGD et du plan d'emprunt correspondant. Ces rapports doivent renseigner sur l'évolution du portefeuille et des principaux indicateurs de coût et de risque, afin que les personnes comptables des décisions soient en mesure de comparer la tendance de ces indicateurs à ce qui était prévu.

71. Lorsque différentes entités participent à la contraction d'engagements directs de l'État central, des dispositifs institutionnels efficaces doivent être en place pour assurer la coordination et la mise en œuvre effective de la SGD. Il faut en particulier qu'il existe des mécanismes pour partager les informations sur l'évolution des sous-portefeuilles et coordonner les actions. Pour résoudre ce problème de coordination, les pays adoptent des approches différentes, qui vont de la centralisation de toutes les fonctions de gestion de la dette au sein d'une seule unité à la création d'une unité centrale chargée de la formulation et du suivi de la stratégie, alors que d'autres entités ont la responsabilité de l'appliquer. En outre, compte tenu de l'importance des liens entre la mise en œuvre effective de la SGD, la gestion de la trésorerie de l'État et la politique monétaire, les dispositifs institutionnels doivent prendre en compte la nécessité d'établir des mécanismes efficaces de coordination de ces fonctions.

---

<sup>41</sup> Pour une discussion approfondie, voir Banque mondiale et FMI, 2003, *Directives pour la gestion de la dette publique*.

### **Encadré 5. Éléments d'un cadre juridique sain de gestion de la dette publique**

Idéalement, le cadre juridique de gestion de la dette publique comprend les éléments essentiels suivants :

- La faculté donnée clairement par Parlement/le Congrès à l'exécutif d'autoriser l'émission d'emprunts et de garanties d'emprunts au nom de l'État.
- L'autorisation donnée clairement par l'exécutif aux entités chargées de la gestion de la dette de contracter des emprunts, d'effectuer des opérations liées à la dette et de garantir des emprunts.
- Des objectifs précis de gestion de la dette. Dans la législation moderne, ce sont habituellement : la couverture systématique des besoins de financement de l'État central ; la minimisation du coût de la dette dans une perspective à moyen et long terme ; le maintien à des niveaux acceptables des risques du portefeuille de la dette ; le développement du marché interne de la dette.
- L'obligation de formuler une SGD. Une fois que les objectifs de gestion de la dette sont fixés, ils doivent être convertis en une stratégie opérationnelle qui fournit au gouvernement un cadre permettant de les atteindre.
- L'obligation d'établir un rapport annuel comprenant l'évaluation des résultats par rapport aux objectifs déclarés et à la stratégie déterminée. Cette responsabilisation est la contrepartie de la délégation à l'exécutif par le Parlement/le Congrès du pouvoir d'emprunter.
- L'obligation d'un audit externe. Elle figure normalement dans la loi générale relative aux audits publics plutôt que dans une législation particulière portant sur la gestion de la dette.

### **Encadré 6. Organisation**

Une saine gestion de la dette publique nécessite une structure institutionnelle qui délimite clairement les rôles ainsi que les responsabilités et définit les canaux de communication pour les instances compétentes. La concentration des fonctions dans un seul ministère ou une seule direction peut éviter les doublons, renforcer la responsabilisation et réduire les obligations de coordination et de partage des informations. Elle facilite aussi l'analyse et la mise au point d'une stratégie applicable à l'ensemble du portefeuille de dette, car une entité unique est clairement chargée de remplir ce rôle et de gérer toutes les informations nécessaires pour l'exercer.

Il ressort de l'expérience des pays en développement que les dispositifs institutionnels régissant la gestion de la dette publique restent dispersés dans un certain nombre d'agences administratives, surtout parce que la gestion de grands projets tend à exiger une forte implication des ministères de la planification ou de l'économie. Il faut alors une coordination poussée entre les diverses agences pour que les fonctions de GD soient exercées efficacement. À ce propos, on reconnaît en général que la concentration des fonctions de gestion de la dette n'est pas une condition préalable à sa qualité.

Quand les responsabilités de gestion de la dette sont regroupées au sein d'une entité unique, il faut les diviser clairement en interne pour réduire le risque opérationnel. La séparation entre les fonctions de « front office » et de « back office » est en particulier indispensable pour atténuer le risque de fraude dans toute organisation effectuant des transactions financières. Par la suite, à un stade plus avancé des opérations, la séparation des activités « front office » et de « middle office » garantit l'indépendance des personnes qui fixent et suivent le cadre de gestion des risques à l'égard de celles qui sont responsables de l'exécution des opérations sur les marchés. En outre, les personnels doivent être soumis à un code de conduite précis et à des règles en matière de conflit d'intérêts afin d'assurer l'intégrité des opérations de gestion de la dette.

---

Basé sur Banque mondiale (2007a), chapitre 5, et Banque mondiale (2015a).

72. La création d'une base de données efficace, couvrant toutes les catégories de dette et apportant les éléments nécessaires à la mise au point de la SG, constitue souvent un sérieux défi pratique. L'enregistrement efficace des dettes est une condition préalable à la qualité et à l'exhaustivité des données. Bien qu'un bon système de TI contribue à la fiabilité de

l'enregistrement, l'expérience montre qu'il est indispensable d'établir des processus et des procédures claires dans ce domaine. En ce qui concerne les systèmes de TI, les pays adoptent diverses méthodes, dont la mise au point en interne, l'appel à des tiers ou une combinaison des deux. Pour assurer l'intégrité des données saisies, il faut mettre en place des procédures opérationnelles adéquates qui garantissent la fiabilité et l'exactitude<sup>42</sup>.

73. Les expériences nationales en matière de création d'un cadre porteur sont évoquées de façon plus approfondie dans Banque mondiale et FMI (2007) et dans Banque mondiale (2007a).

#### **Encadré 7. Éléments souhaitables d'un système d'enregistrement des dettes**

Un solide système d'enregistrement des dettes doit permettre d'établir une base de données exacte, cohérente et exhaustive sur la dette interne, externe et garantie par l'État. Avec un bon mécanisme d'enregistrement des dettes, on obtiendrait facilement :

- Une décomposition exacte de l'encours de la dette selon diverses caractéristiques, dont la composition monétaire, la composition par créancier, la concessionnalité et la composition par instrument (notamment par type de taux d'intérêt).
- Des calendriers agrégés du service de toutes les catégories de dette.
- Certains indicateurs de portefeuille fondamentaux, comme l'échéance moyenne, la proportion de dette en devises, etc.
- Des calendriers du paiement des intérêts et de l'amortissement pour chaque emprunt et titre ainsi que les notifications de paiement en rapport. Ils peuvent être décentralisés si la gestion est répartie entre plusieurs entités contractantes.

Dans l'idéal, le système ferait aussi interface avec d'autres mécanismes essentiels : (1) le système de paiement utilisé pour le service de la dette ; (2) le système de gestion des opérations (quand il y a lieu)<sup>1</sup> ; (3) le système d'adjudication (s'il est distinct du système de gestion des opérations) et (4) le (les) système(s) officiel(s) d'information sur la gestion financière et de comptabilité.

En outre, il devrait être possible d'assurer l'intégrité du système en imposant des contrôles de sécurité appropriés. Les processus d'enregistrement et de validation des dettes doivent s'appuyer sur des procédures documentées applicables à l'enregistrement des données de dette et à toutes les opérations en rapport avec la dette. Il faut que les sauvegardes du système d'enregistrement des dettes soient effectuées fréquemment et stockées dans un lieu séparé et sûr. Il doit aussi y avoir des procédures de stockage sécurisé des contrats décrivant les obligations de dette et des registres d'administration de la dette. Enfin, un plan de gestion du risque opérationnel, prévoyant des dispositions pour assurer la continuité des opérations et une récupération des informations en cas de catastrophe, est nécessaire pour atténuer les risques et assurer la continuité opérationnelle.

<sup>1</sup> Si, par exemple, l'unité de gestion de la dette réalise directement des opérations sur le marché financier.

<sup>42</sup> En général, un pays doit s'efforcer d'appliquer le principe des « quatre yeux », les données étant saisies et vérifiées par des personnes différentes.

## **Annexe II. Formuler une SGD : liste de contrôle pour les gestionnaires de la dette**

*Les étapes du cadre SDMT sont résumées ci-dessous :*

### ***Étape 1. Définir les objectifs de la gestion de la dette publique et la portée de la SGD.***

Le but est de préciser les objectifs que la stratégie doit chercher à atteindre. Cela contribue aussi à clarifier les fonctions et responsabilités du GD.

- Définir les principaux objectifs de la gestion de la dette publique. Par exemple :
  - Couvrir le besoin de financement.
  - Minimiser le coût.
  - Maintenir le risque à un niveau prudent.
  - Développer le marché interne de la dette.
  - Établir une référence ou un repère pour les émissions auprès du secteur privé.
- Veiller à ce que les objectifs (lorsqu'ils ne sont pas fixés par une loi) soient bien documentés.
- Définir la portée de la stratégie :
  - L'État central, l'ensemble des administrations publiques ou le secteur public au sens le plus large.
  - Les engagements conditionnels.
  - L'interaction avec la dette externe du secteur privé.

### ***Étape 2 : Déterminer la SGD en cours et analyser le coût et le risque de la dette existante.***

Le but est de déterminer clairement le point de départ de l'analyse ; cela permet de décider si la SGD doit chercher à modifier les caractéristiques du portefeuille de dette existant de quelque manière que ce soit, par exemple pour réduire un risque spécifique.

- Bien distinguer la stratégie actuelle :
  - Établir une référence par rapport à laquelle il sera possible d'évaluer différentes possibilités.
- Prendre connaissance de l'encours de la dette et de sa composition :
  - Déterminer le profil du service de la dette.

- Calculer des indicateurs basiques de coût et de risque pour le portefeuille :
  - Recenser les sources de vulnérabilité de la dette existante.

***Étape 3. Recenser et analyser les sources de financement possibles, notamment leurs caractéristiques sur le plan du coût et du risque.***

Le but est de définir l'éventail de stratégies qui pourraient être applicables et souhaitables, tout en mettant en évidence d'éventuelles contraintes susceptibles d'empêcher la mise en œuvre de la stratégie choisie. Cela pourrait exiger une interaction avec les superviseurs des marchés financiers ou d'autres agences (par exemple le ministère de la planification).

- Recenser les sources de financement possibles, leurs caractéristiques financières, notamment les paramètres de coût et de risque, ainsi que les montants éventuellement mobilisables :
  - Répertorier les instruments existants et potentiels, internes et externes, et décrire leurs caractéristiques financières.
  - Évaluer la proportion possible d'emprunts réalisables au moyen de chaque instrument.
  - Recenser les contraintes qui pourraient éventuellement faire obstacle à la disponibilité des financements.
  - Analyser/classer les instruments en fonction de leurs caractéristiques de coût et de risque (et au regard des vulnérabilités du portefeuille de dette distinguées auparavant).

***Étape 4 : Recenser les prévisions de référence et mettre en évidence les risques dans les grands domaines de politique économique – budget, monnaie, extérieur et marchés.***

Le but est de déterminer le scénario de référence permettant d'analyser la performance de différentes stratégies et les scénarios de risques spécifiques à évaluer. Cela nécessite une interaction avec les autorités budgétaires, monétaires et des marchés financiers ainsi qu'avec les acteurs du marché (lorsque c'est approprié).

- Recenser les projections de référence à moyen terme pour les principales variables de politique budgétaire et monétaire :
  - Utiliser les projections du CVD.
- Rechercher s'il y a des contraintes externes sur la formulation de la SGD :
  - Évoquer tout changement anticipé du régime de change ou du régime appliqué au compte de capital.
  - Évoquer tout financement nécessaire en devises.

- Recenser les projections de référence à moyen terme pour les taux de marché.
- Clarifier les hypothèses sur les prix probables des instruments non négociables sur les marchés.
  - En fonction d'informations sur les créanciers et d'autres sources.
- Déterminer des scénarios de risques spécifiques :
  - Ceux figurant dans le CVD.
  - D'autres changements des conditions de marché et de la demande (par exemple un choc sur la liquidité internationale).

***Étape 5: Examiner les facteurs structurels à long terme***

Le but est de se placer dans une perspective plus longue et de distinguer les facteurs qui pourraient influencer sur la composition de la dette afin qu'elle évolue de façon idéale à long terme. Cela exige une interaction avec les autorités budgétaires et monétaires.

- Appréhender les caractéristiques structurelles à long terme de l'économie dont l'analyse SGD devrait essayer de tenir compte, par exemple :
  - La vulnérabilité aux prix des produits de base.
  - L'accès aux financements concessionnels.
  - La tendance du taux de change effectif réel.
  - La tendance de l'inflation.

***Étape 6: Évaluer et classer différentes stratégies de gestion de la dette en fonction de l'arbitrage entre coût et risque.***

Le but est d'analyser un certain nombre de stratégies possibles de gestion de la dette, d'évaluer leur performance et de sélectionner un petit nombre d'entre elles, dont une stratégie préférée.

- Pour un éventail de stratégies différentes :
  - Évaluer comment les coûts pourraient changer dans le cadre des différents scénarios de risques.
  - Évaluer comment chaque stratégie permet d'atténuer les vulnérabilités du portefeuille mises en évidence.
  - Évaluer comment chaque stratégie permet d'atteindre les objectifs primordiaux et secondaires de la gestion de la dette.

- Évaluer s'il serait possible d'appliquer chaque stratégie compte tenu des hypothèses formulées à propos des sources possibles de financement.

***Étape 7 : Examiner les conséquences des stratégies de gestion de la dette sélectionnées avec les autorités budgétaires et monétaires ainsi que les effets éventuels des différentes stratégies sur les conditions de marché***

Le but est de déterminer clairement si la stratégie préférée et les autres stratégies sélectionnées sont compatibles avec les politiques budgétaire et monétaire ainsi qu'avec le maintien de la viabilité budgétaire, et correspondent aux plans de développement du marché.

- Présenter aux autorités budgétaires et monétaires la stratégie préférée et les autres stratégies sélectionnées :
  - Évoquer tous les points d'interaction éventuels.
  - Confirmer que les indicateurs de viabilité de la dette sont conformes à l'AVD.
- Examiner les conséquences éventuelles sur le marché de la dette des stratégies sélectionnées, notamment, lorsque c'est pertinent, avec les autorités des marchés financiers.

***Étape 8 : Soumettre la stratégie de gestion de la dette et la faire accepter.***

Le but est de proposer la stratégie préférée au décideur et d'obtenir son accord.

- Documenter la stratégie préférée et un petit nombre d'autres (par exemple une ou deux) :
  - Expliquer pourquoi la stratégie préférée est supérieure aux autres.
  - Décrire avec précision les principaux coûts et risques de cette stratégie et sa relation avec les objectifs généraux.
- Présenter la proposition à l'autorité responsable au plus haut niveau.
- Convenir de la stratégie.

Une fois déterminée, la stratégie convenue doit être diffusée.

### **ANNEXE III. COUT, RISQUE ET INDICATEURS D'ENDETTEMENT**

*Cette annexe traite de diverses mesures du coût et du risque ainsi que d'autres indicateurs d'endettement utiles dont le gestionnaire de la dette peut également avoir besoin pour exercer sa fonction. L'annexe VI explique brièvement comment certains d'entre eux pourraient servir dans des applications du cadre à un pays fictif. On peut trouver dans le manuel OA SDMT les formules correspondantes pour les indicateurs de coût et de risque.*

74. Une définition claire du coût et du risque est une condition préalable à la formulation d'une SGD. Bien que ce problème puisse paraître anodin, les gestionnaires de la dette peinent à le résoudre. Ils doivent bien comprendre ce qu'appréhendent exactement les mesures spécifiques du coût et du risque afin que les plus appropriées soient sélectionnées pour un objectif donné.

75. Pour des raisons budgétaires immédiates, on se concentre généralement sur des données nominales en valeur absolue, à savoir les charges d'intérêts nominales calculées aux taux de change courants. Les mesures nominales sont utiles dans une optique budgétaire, mais n'informent pas les décideurs du coût réel de la dette car elles ignorent les effets de l'inflation sur sa valeur réelle ainsi que les gains ou les pertes sur la dette indexée ou libellée en devises. Elles ne montrent pas non plus comment la croissance du PIB ou des recettes fiscales influence sur la capacité de remboursement. Il pourrait donc être judicieux de s'intéresser au ratio paiements d'intérêts/PIB nominal ou paiements d'intérêts/recettes fiscales nominales – il s'agit dans les deux cas de mesures réelles qui appréhendent mieux la véritable charge de la dette. Une autre mesure importante du coût réel est commentée ci-après : le ratio VAN de la dette/PIB qui indique le niveau de concessionnalité de la dette.

76. Dans le contexte de ce qui suit et dans l'outil analytique SDMT qui accompagne cette Note d'orientation, le risque est défini comme la variation de l'une de ces mesures de coût après l'application d'un choc. Toutefois, cette annexe présente aussi certaines autres statistiques utiles qui décrivent directement l'exposition intrinsèque du portefeuille de dette à des risques comme les variations du taux d'intérêt et du taux de change.

77. Les formules pour les indicateurs de coût et de risque figurent dans le manuel OA SDMT. Nous donnons ci-après une description générale des mesures de coût et de risque.

#### **Mesures de coût**

78. On peut citer les exemples suivants d'indicateurs de coût communément utilisés pour un portefeuille de dette :



## ***Coût des intérêts***

- Le coût des intérêts correspond aux paiements de coupons ou d'intérêts sur la dette obligataire et les autres emprunts.
- Les mesures habituelles du coût des intérêts sont :
  - Paiements d'intérêts/PIB nominal.
  - Paiements d'intérêts/recettes publiques nominales.

## **Taux d'intérêt moyens non pondérés et pondérés**

- Les taux d'intérêt moyens non pondérés et pondérés indiquent le coût des emprunts, que l'on peut comparer au taux d'intérêt moyen correspondant de la dette existante pour avoir une indication du degré de hausse/de baisse attendu du coût de l'endettement.

## **Mesures du risque**

79. Le risque dépend en général de l'exposition du portefeuille de dette de l'État et du facteur de risque spécifique. Alors que l'exposition tend à être endogène par rapport aux décisions de gestion, le facteur de risque est exogène puisqu'il résulte de forces que le gestionnaire de la dette ne contrôle pas, notamment l'évolution macroéconomique au sein d'un pays et dans le monde en général, les changements d'opinion des marchés et d'autres éléments qui entraînent des variations non anticipées des prix de marché.

80. Le gestionnaire de la dette peut réduire la vulnérabilité du portefeuille de dette publique aux variations des prix de marché en diminuant l'exposition de ce portefeuille. À cette fin, des indicateurs appropriés, montrant le degré d'exposition du portefeuille de dette et du coût de la dette à divers types de risques, peuvent être calculés et suivis au fil du temps.

81. Les mesures du risque estiment l'éventuelle hausse inattendue du service de la dette résultant d'une modification non anticipée de variables de marché telles que le taux d'intérêt ou le taux de change.

82. Comme on l'a noté plus haut, dans un cadre déterministe – comme celui utilisé avec l'outil analytique SDMT, le risque est mesuré par la différence entre le coût de la dette, au cours d'une période donnée, dans un scénario intégrant un choc spécifique et ce coût dans un scénario de référence prédéterminé<sup>43</sup>.

83. Outre les risques de taux d'intérêt et de change, le gestionnaire de la dette est exposé au risque de refinancement (ou de renouvellement) – c'est-à-dire au risque de devoir renouveler la dette à un coût inhabituellement élevé ou, dans les cas extrêmes, de ne pas pouvoir la renouveler. Le risque de refinancement pourrait être considéré comme une catégorie

---

<sup>43</sup> Dans une approche stochastique, le risque est habituellement quantifié soit par une mesure de dispersion (par exemple l'écart type), soit par la partie extrême ou la queue d'une distribution donnée (par exemple, le 95<sup>ème</sup> percentile de la distribution empirique des coûts ou la partie haute de la queue de cette distribution au-delà du 95<sup>ème</sup> percentile).

de risque de taux d'intérêt, mais sa concrétisation peut faire augmenter de façon exceptionnelle les coûts de financement de l'État ou empêcher de refinancer les emprunts d'État arrivant à échéance. Sachant que cela peut mener à une crise de la dette ou l'aggraver, et donc entraîner de lourdes pertes économiques s'ajoutant aux effets purement financiers de taux d'intérêt supérieurs, il faut traiter distinctement le risque de refinancement. Nous allons évoquer ci-après les vulnérabilités aux risques de taux d'intérêt, de refinancement et de change ainsi que présenter certaines statistiques qui peuvent servir à mesurer leur gravité.

## **Indicateurs de l'exposition aux facteurs de risque de marché**

### ***Risque de taux d'intérêt***

84. Le risque de taux d'intérêt se réfère à la vulnérabilité du portefeuille de dette et du coût de la dette publique à des taux de marché supérieurs quand le taux de la dette à taux variable et de la dette à taux fixe qui arrivent à échéance est modifié. Les indicateurs suivants mesurent l'exposition à ce risque :

- Montant de la dette faisant l'objet d'une nouvelle fixation du taux d'intérêt pendant une période donnée.
- Part du portefeuille de dette faisant l'objet d'une nouvelle fixation du taux d'intérêt pendant une période donnée.
- Durée moyenne jusqu'à la nouvelle fixation du taux d'intérêt du portefeuille de dette. Cet indicateur est une mesure de la durée moyenne pondérée au terme de laquelle tous les remboursements du capital se feront à un nouveau taux d'intérêt.

### ***Risque de refinancement***

85. Le risque de refinancement représente l'exposition du portefeuille de dette à une hausse inhabituelle des taux d'intérêt au moment du refinancement ; au pire, lorsque ce risque est trop élevé, le gestionnaire de la dette est incapable de renouveler les emprunts arrivant à échéance. Les indicateurs suivants mesurent l'exposition à ce risque<sup>44</sup>:

---

<sup>44</sup> On notera que les indicateurs présentés ici peuvent aussi servir à évaluer l'exposition au risque de taux d'intérêt qui résulte seulement de la dette arrivant à échéance.

- Le profil de remboursement de la dette. C'est l'échelonnement des remboursements du capital ou des amortissements.
- La proportion de l'encours arrivant à échéance pendant une période donnée, c'est-à-dire le rapport entre la dette échue et la dette totale.
- La durée moyenne jusqu'à l'échéance. Cet indicateur mesure la durée moyenne pondérée jusqu'à la date de tous les remboursements du capital au titre du portefeuille de dette.

### ***Risque de change***

86. Le risque de change concerne la vulnérabilité du portefeuille de dette et du coût de la dette publique à une dépréciation/dévaluation de la monnaie nationale. Les indicateurs suivants mesurent l'exposition à ce risque :

- Rapport entre la dette en devises et la dette totale (ci-possible par devise).
- Rapport entre l'échéance et le service de la dette en devises pendant une année et les réserves en devises.

### **Autres indicateurs de dette**

- Ratios dette/PIB et dette/recettes publiques.
- VAN de la dette totale : la valeur actuelle de la dette est le montant actualisé de tous les flux de fonds futurs en rapport avec elle.

Les PDFR ont accès à des sources de financement à caractère concessionnel, ce qui réduit beaucoup le coût de l'endettement. Cela n'est pas appréhendé par une mesure normale de stock mais peut l'être en examinant la VAN, qui actualise au moment présent les futurs paiements au titre du service de la dette. L'inconvénient de cette mesure est qu'elle ne fait pas l'hypothèse de refinancement d'un emprunt concessionnel. Par conséquent, si un emprunt concessionnel arrive à échéance le jour suivant, la VAN est essentiellement identique à la valeur faciale. En réalité, un pays remplace souvent les emprunts concessionnels par d'autres emprunts. Dans le cadre de l'évaluation complète d'une stratégie (voir l'outil analytique SDMT), on résout ce problème en supposant que les stratégies de refinancement de ces emprunts s'inscrivent dans un horizon très lointain. Le futur éloigné étant fortement déprécié, le problème est moindre.

## **Annexe IV. Sources possibles de financement**

*Cette annexe donne un bref aperçu des principales catégories de sources de financement dont dispose l'État. Lors de leur évaluation, il convient de tenir compte du coût total de l'emprunt car des frais et coûts cachés peuvent y être associés.*

### **Sources externes**

87. Il existe deux sources principales de dette externe – officielles et privées. La dette officielle est généralement contractée sous la forme d'emprunts non négociables sur les marchés. La dette auprès du secteur privé peut être constituée de prêts non négociables ou de titres négociables.

### **Sources officielles**

88. Les sources officielles comprennent les institutions multilatérales et les prêts bilatéraux des États.

89. En général, les prêts concessionnels ont de longues échéances (par exemple 30 à 40 ans) et périodes de grâce (par exemple 7 à 10 ans). Dans le cas de l'Association internationale de développement (AID), les prêts aux PDR sont à taux fixe et libellés en DTS (droits de tirage spéciaux, un ensemble composite incluant le dollar des États-Unis, l'euro, le yen japonais, le renminbi chinois et la livre sterling). S'agissant de la Banque internationale pour la reconstruction et le développement (BIRD) (pays à revenu intermédiaire), ils peuvent être à taux fixe ou variable et la monnaie peut être choisie par l'emprunteur. En général, les taux d'intérêt sont très proches du Libor ou inférieurs. Les conditions des prêts bilatéraux varient et peuvent être meilleures que celles du marché, mais leur trait distinctif est qu'ils sont en général libellés dans la monnaie du pays prêteur.

90. Ces créanciers fixent souvent des conditions préalables au décaissement des prêts. Il arrive que les créanciers multilatéraux exigent l'utilisation des fonds à des fins spécifiques ou imposent d'autres conditions relatives aux politiques publiques. S'agissant des prêts bilatéraux, leurs conditions peuvent contraindre les bénéficiaires à utiliser ou à acquérir des biens et services exportés par le pays créancier. Dans le cas particulier des prêts au titre de grands projets, il existe en général un élément de cofinancement, les bénéficiaires devant mobiliser un montant correspondant à une partie des fonds apportés par le créancier. Tous ces facteurs, et les retards de décaissement des emprunts qui en résultent, peuvent augmenter indirectement leur coût.

91. Dans de nombreux pays, les autorités organisent une conférence des donateurs afin de coordonner l'engagement financier de chacun d'entre eux. Cela leur permet d'évaluer le montant des financements concessionnels disponibles, de déterminer le profil de tout financement pré-engagé qu'elles pourraient vouloir imposer (en supposant qu'il soit fixé) dans l'analyse SGD et de calculer le besoin de financement à couvrir par des emprunts non concessionnels.

### *Sources privées*

92. Les sources privées comprennent les emprunts sur les marchés de capitaux internationaux ou auprès des banques commerciales.

93. Du fait de l'Initiative d'allègement de la dette multilatérale (IADM), les pays empruntent de plus en plus sur les marchés internationaux. Toutefois, l'accès peut être incertain et sujet à des changements soudains de l'opinion et de l'appétence des marchés. Il faut donc, pour affiner l'analyse, recueillir constamment des renseignements de marché et suivre les émissions des États ayant des notations de crédit analogues. Demander conseil à une banque d'investissement pourrait être un moyen de mieux s'informer. Les pays peuvent aussi atténuer ce risque en ayant des antécédents solides en matière de respect de leurs obligations au titre de la dette et en établissant un programme efficace de relations avec les investisseurs. En outre, ils doivent être conscients de toutes les contraintes probables d'une émission, comme un montant minimum ou le choix de la monnaie. Enfin, la nature de l'opération – c'est-à-dire remboursement in fine ou amortissement – est importante. Ces facteurs influent sur l'analyse du coût et du risque de cette option de financement ainsi que sur son attrait relatif.

94. Il peut aussi être possible de négocier des emprunts auprès de banques commerciales. La réputation du pays et l'opinion du marché sont susceptibles d'influer sur les montants ainsi obtenus. Ces emprunts sont généralement à taux flottant et à échéance plus courte que ceux contractés sur les marchés de capitaux.

### **Sources internes**

95. Les sources de financement internes prennent la forme d'instruments non négociables sur les marchés ou de titres de dette négociables.

96. Les sources de financement internes hors marché comprennent les prêts bancaires, les fournisseurs et souvent la banque centrale. Le recours à celle-ci, qui exige sa participation directe au marché primaire ou sous forme d'avances, n'est pas souhaitable car il peut aller à l'encontre des objectifs des autorités monétaires et fausser le marché<sup>45</sup>. Ce mode de financement est inflationniste et entraîne habituellement une hausse du niveau général des taux d'intérêt. Par ailleurs, en fonction des conditions convenues, le financement par la banque centrale peut gêner le processus de découverte des prix et nuire au développement d'un marché efficient des obligations d'État. Des investisseurs captifs, par exemple les institutions du secteur public, peuvent aussi être une source importante de financement, mais faire appel à eux s'oppose au développement d'un marché obligataire efficient<sup>46</sup>. Comme les prêts bancaires externes, les prêts

---

<sup>45</sup> Dans la plupart des pays, le financement monétaire de l'État est expressément interdit par la loi.

<sup>46</sup> Bien que leur présence puisse sembler avantageuse et contribuer à contenir les charges d'intérêts, elle gêne à long terme le développement du marché et, finalement, limite le montant et la qualité des financements disponibles sur le marché interne. Dans le cadre des normes prudentielles et de conduite applicables, le GD doit chercher à minimiser le rôle des investisseurs captifs sur le marché (par exemple en leur permettant de participer aux adjudications de façon non concurrentielle pour satisfaire aux obligations réglementaires, tout en veillant à ce que les titres leur sont alloués aux conditions du marché).

bancaires internes sont fréquemment à court terme et à taux d'intérêt variables. En outre, on peut parfois obtenir du crédit à court terme des fournisseurs sous la forme de comptes fournisseurs.

97. S'agissant des instruments négociables, l'éventail de titres de dette disponibles est limité par le niveau de développement des marchés. Au fur et à mesure qu'il s'élève, le choix des instruments de financement (échéance, catégorie, etc) s'élargit pour inclure ceux dont les caractéristiques de risque peuvent être le plus souhaitables. Il incombe donc au GD d'encourager le développement des marchés internes de la dette. Dans l'intérêt de ce processus, il doit passer d'un régime de taux administrés à des taux intégralement déterminés par le marché, avant que celui-ci se développe effectivement, et il pourrait devoir s'engager sur un programme d'émissions de référence afin d'établir une véritable courbe des rendements.

98. La nature de la base d'investisseurs, composée d'une conjonction de banques, de fonds de pension, de compagnies d'assurance, d'autres investisseurs institutionnels nationaux, d'investisseurs étrangers et d'investisseurs « de détail », détermine la capacité du marché interne à absorber le montant et la gamme souhaitée d'instruments d'endettement. Les participants au marché tendent à avoir des préférences distinctes pour différents instruments, notamment en ce qui concerne l'échéance, en fonction des besoins liés à leurs bilans<sup>47</sup>. La composition de la base d'investisseurs est donc un facteur essentiel pour déterminer le coût relatif de l'allongement de la courbe des rendements ou de l'introduction de diverses catégories d'instruments. Le développement de ces sources d'épargne nécessite un effort durable dans plusieurs domaines, dont la réglementation, la fiscalité, le droit, l'infrastructure des marchés et l'éducation financière. La constitution d'une base d'investisseurs étrangers, qui a des conséquences sur le compte de capital et le fonctionnement du marché des changes, exige une réflexion prudente et une coordination avec les autorités monétaires. Comme pour les marchés externes, il faut recueillir régulièrement des informations sur leur intérêt pour certaines échéances et catégories d'instruments (taux fixe, variable ou autre indexation). Nouer des relations avec la base d'investisseurs aide à obtenir ces informations.

### *Caractéristiques de coût et de risque*

99. Les caractéristiques de coût et de risque des différents instruments sont à peu près les suivantes (tableau IV.1):

---

<sup>47</sup> Les fonds de pension, par exemple, tendent à rechercher des actifs à long terme protégés de l'inflation alors que les banques préfèrent en général des actifs à court terme pour équilibrer les dépôts à court terme.

**Tableau IV.1. Caractéristiques de coût et de risque des différents instruments de financement**

Catégorie d'instrument	Caractéristiques de coût	Caractéristiques de risque	Autres commentaires
<b>Instruments externes</b>			
Prêt concessionnel multilatéral (par exemple AID ; Fonds africain de développement (FAD), Banque africaine de développement (BAD))	Très concessionnel	Taux fixe ; libellé en devises ; échéance très lointaine ; remboursement par amortissement ; longue période de grâce.	L'accès diminue et les conditions se durcissent parallèlement à la hausse du niveau de revenu. Flexibilité réduite pour négocier les conditions. Exige en général une commission d'engagement. Le décaissement peut dépendre du respect de certaines conditions.
Prêt non concessionnel multilatéral (par exemple BIRD, FAD, BAD)	Un certain degré de concessionnalité	Taux fixe et taux variable ; prêt libellé en devise.	Flexibilité pour adapter les conditions (par exemple choix de la monnaie et structure de taux d'intérêt) aux préférences du bénéficiaire en matière de risque. L'échéance et la période de grâce sont liées à la catégorie de pays. Exige une commission d'engagement. N'est pas réservé aux pays relevant de l'AID.
Prêt bilatéral (notamment au titre de grands projets)	Généralement un certain degré de concessionnalité	Taux fixe et taux variable ; prêt libellé en devise.	Flexibilité réduite pour le choix des conditions ; exige diverses commissions. Un prêt pour le financement d'un projet est réservé à celui-ci ; le décaissement dépend donc beaucoup de son avancement.
Crédit commercial de banque (y compris les crédits consortiaux)	Taux de marché	Peut être à taux fixe ou variable ; peut être à court, moyen ou long terme ; généralement libellé en devise.	La flexibilité pour adapter les conditions dépend du pouvoir relatif de négociation. Peut exiger des commissions significatives.
Obligations souveraines	Taux de marché (en fonction de la liquidité et de la notation de crédit du pays)	Peut être à taux fixe ou variable ; généralement libellées en devises ; habituellement remboursement in fine.	Les autorités choisissent les principales caractéristiques (par exemple structure de taux d'intérêt, monnaie et échéance). Exigent des commissions significatives. Leur émission absorbe beaucoup de ressources.

Catégorie d'instrument	Caractéristiques de coût	Caractéristiques de risque	Autres commentaires
<b>Instruments internes</b>			
Bons du Trésor	Taux de marché	À court terme ; libellés en monnaie nationale	Il s'agit en général du premier instrument introduit sur le marché national.
Obligations du Trésor	Taux de marché	Moyen ou long terme ; généralement libellées en monnaie nationale. Peuvent être à taux fixe ou variable. Peuvent être indexées.	La composition de la base d'investisseurs détermine le coût relatif des différentes catégories et les échéances.
Instruments « de détail »	Taux administratifs ou taux de marché	Peuvent être à taux fixe ou variable ; libellés en monnaie nationale ; peuvent être indexés. Généralement à court ou à moyen terme.	L'établissement d'une base d'investisseurs de détail peut contribuer à faire face au risque de refinancement. Ces instruments peuvent être relativement onéreux en fonction des mécanismes de distribution.
Crédit commercial de banque	Taux de marché	Peut être à taux fixe ou variable ; généralement à court terme. Habituellement libellé en monnaie nationale.	La flexibilité pour adapter les conditions dépend du pouvoir de négociation relatif. Exige des commissions.
Sukuk	Reflète les conditions du marché	Moyen à long terme ; peuvent être libellés en monnaie nationale ou en devise. Peuvent être à taux fixe ou indexés.	La structure est basée sur (ou adossée à) un actif sous-jacent. Nécessite beaucoup de ressources lors du lancement (susceptible d'exiger des amendements du cadre juridique, du système fiscal et de la réglementation des marchés de capitaux). Peut contribuer à la diversification des investisseurs. Nécessite des actifs spécifiques.
Obligations « vertes/bleues »	Taux de marché (mais pourraient aussi être un peu plus favorables)	Moyen à long terme ; peuvent être libellées en monnaie nationale ou en devises. Peuvent être à taux fixe ou indexées.	Créées pour financer des projets bénéfiques pour l'environnement et/ou le climat. Nécessitent beaucoup de ressources lors de la première émission. Peuvent contribuer à la diversification pour les investisseurs.
Instruments conditionnels de l'État	Taux de marché (pourraient inclure une prime de liquidité)	Moyen à long terme ; liés à des variables du monde réel (comme le PIB, les prix de produits de base, la survenue de catastrophes naturelles).	Ne sont pas des instruments habituels (à l'exception de ceux liés à des catastrophes naturelles ; pourraient constituer une couverture naturelle pour la gestion de la dette). Absence d'une base spontanée d'investisseurs.



## Annexe V. Formulation d'une SGD : prise en considération des coûts d'application de la politique monétaire

100. Cette annexe explique comment tenir compte des coûts d'application de la politique monétaire quand on effectue l'analyse destinée à la SGD. Ces problèmes seraient automatiquement résolus si on formulait la SGD à l'échelle du secteur public consolidé, comprenant la banque centrale, mais cela n'est pas habituel.

101. Pour réaliser ses objectifs de politique monétaire, il est possible que la banque centrale doive éliminer la liquidité excessive dans le système au moyen de divers instruments, dont (1) les réserves obligatoires ; (2) les adjudications de dépôts ; (3) des bons émis par elle-même ; (4) de ses titres d'État et (5) la libéralisation des sorties de capitaux. Le recours à ceux qui génèrent des coûts directement supportés par la banque centrale doit se refléter dans les prévisions de distribution de ses bénéfices à l'État. L'émission de titres d'État sur le marché primaire dans le but d'éponger la liquidité excédentaire a des conséquences directes sur le budget : en effet, les intérêts sont directement à la charge de l'État et les fonds obtenus ne peuvent servir à le financer puisqu'ils sont placés sur un compte bloqué à la banque centrale. Ces coûts étant normalement déjà intégrés aux projections macroéconomiques de référence, on peut les ignorer.

102. Toutefois, il arrive que le choix de la SGD influe sensiblement sur eux ; la différence relative de coûts doit donc être reconnue et prise en considération lors de l'arbitrage entre différentes stratégies de gestion de la dette. Si, par exemple, le taux de change est fixe ou géré et si le compte de capital est de facto peu ouvert, emprunter à l'extérieur pour financer le budget au-delà de ce qui est nécessaire du point de vue de la balance des paiements entraîne une importante accumulation de réserves en devises. Cela peut en particulier poser problème dans les pays très dépendants d'emprunts en devises à caractère concessionnel pour financer le budget, ce qui est le cas de nombreux PDFR. Il faut peut-être alors stériliser temporairement tout supplément de liquidité interne injecté en conséquence jusqu'à ce qu'il puisse être absorbé. Quand un pays n'est pas en mesure d'absorber toute cette liquidité, parce qu'il est par exemple difficile d'augmenter le crédit au secteur privé, la stérilisation peut prendre beaucoup de temps. Son coût net doit en principe être intégré au coût des financements externes lorsque ceux-ci dépassent les besoins anticipés de la balance des paiements.

103. Le choix de la SGD tient parfois compte de la nécessité pour une banque centrale d'accroître les réserves en devises pour des raisons liées à la balance des paiements. Dans une telle situation, la formulation de la stratégie, y compris l'analyse des arbitrages coût-risque de différentes stratégies, doit être appréhendée au regard de l'objectif de balance des paiements.

104. Dans l'analyse par scénario, le gestionnaire de la dette doit intégrer le surcoût découlant des emprunts à l'étranger aux distributions nettes de bénéfices de la banque centrale et à ses paiements d'intérêts, car il ne figure pas dans le cadre macroéconomique de référence. En

revanche, si le gouvernement compte sur des financements directs de la banque centrale dans le cadre de sa stratégie, une stérilisation sera probablement nécessaire pour éviter des tensions inflationnistes. Le GD peut habituellement formuler l'hypothèse simplificatrice selon laquelle toute la stérilisation opérée par la banque centrale se fait avec des taux d'intérêt à court terme. Une autre opération pertinente peut être que l'État décide, lorsqu'il encaisse un excédent de ressources externes, de l'utiliser pour rembourser des dettes par anticipation. Quand ces dettes sont détenues par des investisseurs nationaux, la banque centrale risque d'être dans l'obligation de stériliser la liquidité injectée sur le marché jusqu'à ce qu'elle puisse être absorbée ailleurs. Le coût direct ou indirect de cette stérilisation serait toujours supporté par les finances publiques.

## Annexe VI. Exemple pratique de formulation d'une SGD

*Cette annexe illustre l'application du cadre SDMT à deux pays différents.*

### *Pays A*

#### **Stratégie de gestion de la dette existante (étape 1)**

105. Jusqu'au début de 2008, la SGD implicite du pays A visait presque exclusivement une réduction des coûts. Toutefois, en avril 2008, les autorités ayant obtenu un allègement de la dette externe et reconnu l'importance du développement du marché interne de la dette, ont publié pour la première fois un document public exposant la SGD. Ce document traçait une nouvelle trajectoire d'expansion du marché interne de la dette et cherchait à institutionnaliser à l'avenir une prise en compte plus fine des arbitrages coût-risque des nouvelles options d'emprunt, tout en préservant la viabilité à long terme de la dette. L'application du cadre SDMT, incluant l'utilisation de l'OA, allait offrir une structure permettant d'évaluer quantitativement ces options en indiquant les arbitrages coût-risque associés à différentes stratégies de gestion de la dette.

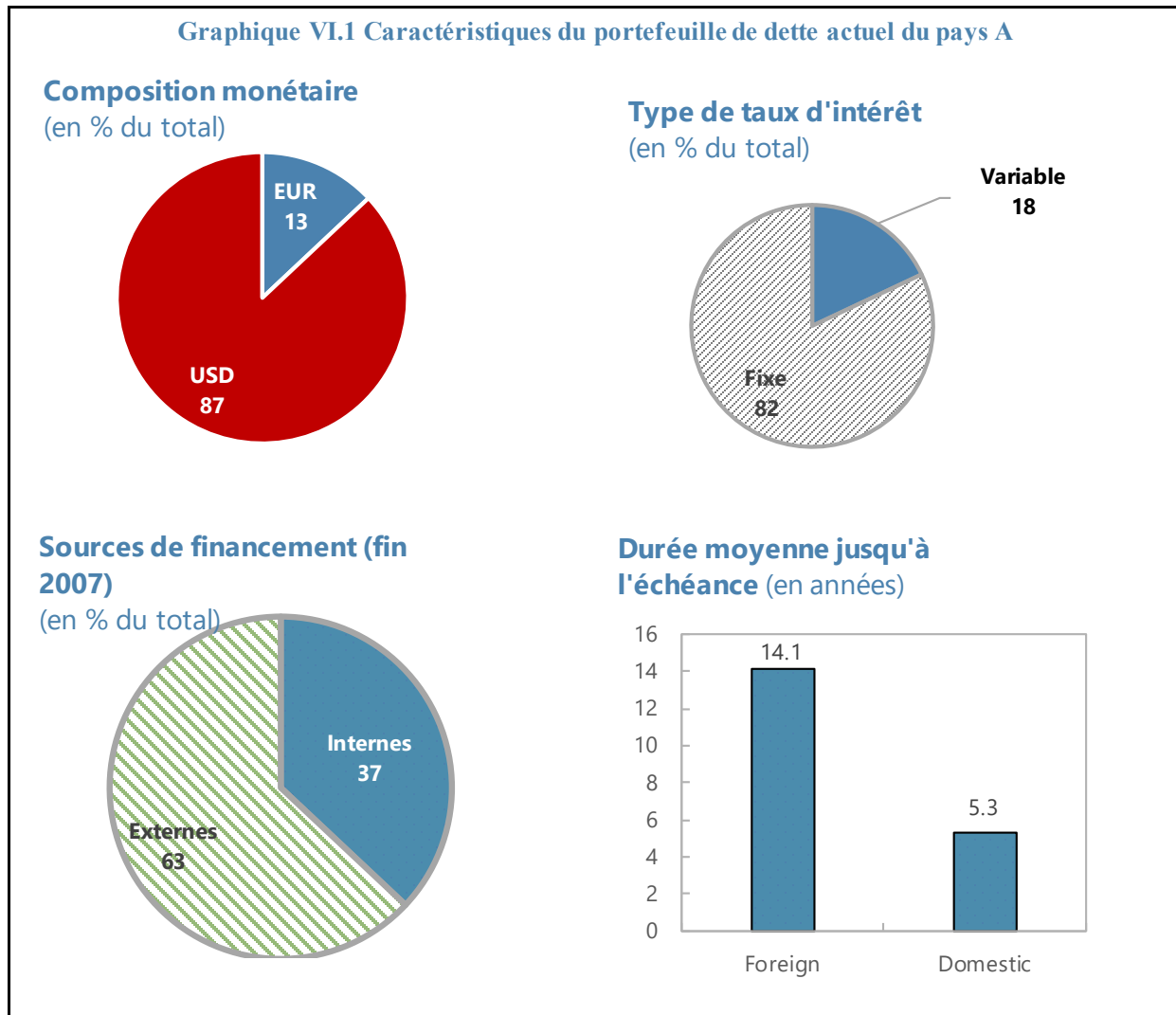
#### **Caractéristiques du portefeuille de dette existant (étape 2)**

106. Le portefeuille actuel se compose de 63 % de dette externe et de 37 % de dette interne, mais la totalité de cette dernière est libellée en devises. L'ensemble du portefeuille a un coût relativement bas. La quasi-totalité de la dette externe est contractée à des taux concessionnels, tandis que la présence d'investisseurs captifs et la pratique des placements forcés a maintenu le coût de la dette interne en deçà des conditions réelles du marché. S'agissant des principales vulnérabilités, le risque de change domine puisqu'il n'y a pas de dette en monnaie nationale. Les risques de refinancement et de taux d'intérêt sont modérés, 6 % seulement de la dette venant à échéance au cours des cinq prochaines années et plus de 80 % du portefeuille étant à taux fixe. Il serait souhaitable de réduire le risque de change, mais cela nécessiterait d'introduire des instruments de dette libellés en monnaie nationale. À l'avenir, la stratégie explicite des autorités consistant à développer le marché interne de la dette et leur conviction que l'accès aux financements concessionnels diminuera modifieront probablement de façon significative le profil de coût et de risque du portefeuille.

#### **Sources possibles de financement (étape 3)**

107. En tant que pays relevant seulement de l'AID, A recourt fortement aux dons et aux financements conditionnels. Néanmoins, au fur et à mesure qu'il s'élèvera dans le classement, on s'attend à ce que les conditions d'octroi de ces fonds deviennent moins concessionnelles. Sur le marché interne, plus de 70 % des dépôts dans les institutions financières et plus de 95 % des placements sont en devises, ce qui limite la demande d'actifs en monnaie nationale. L'organisme

qui gère les retraites publiques est l'investisseur institutionnel le plus important en obligations d'État ; il absorbe 60 à 65 % de toutes les nouvelles émissions.



#### Défis macroéconomiques actuels et aspects structurels (étapes 4 et 5)

108. Malgré un allègement substantiel de la dette et un récent assainissement budgétaire, le pays court encore un risque modéré de surendettement, d'où l'importance de continuer à contenir les charges d'intérêts. Le facteur déterminant du risque de surendettement est la vulnérabilité du pays aux variations du taux de change, du fait en particulier de sa dépendance aux exportations de produits de base et du poids de ses importations de pétrole. Compte tenu de la persistance d'un déficit courant élevé, de la disponibilité réduite de prêts concessionnels ainsi que de l'instabilité et de l'incertitude de l'aide, les autorités ont parfois éprouvé le besoin, pour couvrir les besoins de dépenses publiques, de solliciter le marché interne ou d'emprunter à l'extérieur auprès de sources non traditionnelles. Les aléas climatiques qui pénalisent périodiquement le budget et la balance des paiements peuvent aussi entraîner des besoins de financement imprévus. Toutefois,

le marché financier interne est très dollarisé et peu profond, le petit nombre d'investisseurs institutionnels restreignant sa capacité à lisser l'effet de ces chocs budgétaires temporaires. En outre, la hausse des prix de l'alimentation et de l'énergie se répercute sur le taux de change réel et rend difficile de contenir les coûts de financement internes. Tout ceci laisse penser qu'il faut recourir davantage à des sources de financement diverses pour faire face à l'instabilité éventuelle des dépenses publiques.

### **Évaluation de différentes stratégies d'endettement (étape 6)**

109. En tenant compte de ces facteurs, on a examiné la performance relative à moyen terme de quatre stratégies de gestion de la dette. Les stratégies testées étaient basées sur des discussions avec les autorités à propos de leur objectif de développement du marché interne de la dette et de leurs options pour obtenir des financements concessionnels à l'avenir. L'analyse s'est appuyée sur une série spécifiée de projections macroéconomiques et sur certaines hypothèses de prix. Plusieurs scénarios à risques, reflétant certaines des vulnérabilités mentionnées plus haut, ont aussi été définis. Les quatre stratégies envisagées étaient les suivantes :

- S1: une stratégie de statu quo qui couvre (largement) le besoin de financement par des emprunts concessionnels externes, tout en continuant à refinancer une petite partie de la dette interne non standardisée au moyen d'instruments standardisés ;
- S2: une stratégie plus agressive de développement du marché interne qui refinance une plus grande proportion de dette non standardisée au moyen de dette standardisée, d'où un moindre recours à la dette externe concessionnelle ;
- S3: une stratégie qui cherche à éliminer le risque de change du portefeuille en envisageant d'introduire une dette standardisée libellée en monnaie nationale au même rythme que l'émission de dette interne dans le cadre de S2 ;
- S4: une stratégie qui cherche à modifier la composition de la dette externe en réduisant le degré de concessionnalité des financements externes.

110. Le graphique VI.2 illustre la performance relative de ces stratégies au regard de deux indicateurs essentiels – les ratios paiements d'intérêts/PIB et dette/PIB en fin de période. Le risque est défini comme la hausse maximum de ces indicateurs dans le cadre de scénarios de tension<sup>48</sup>.

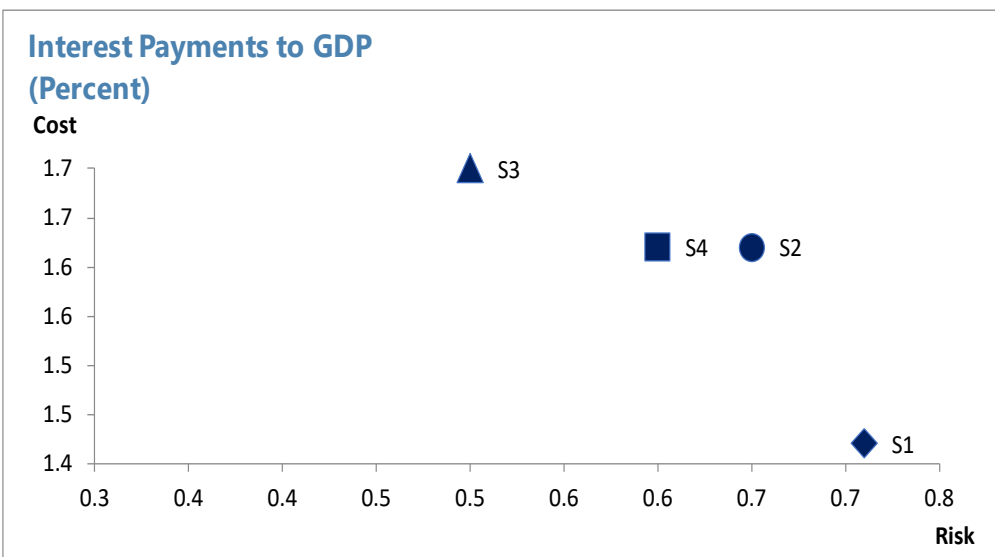
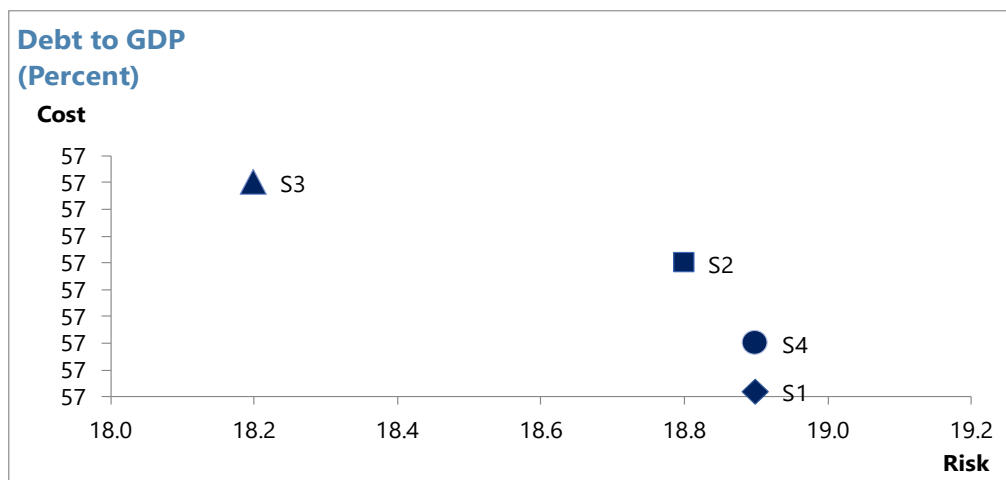
111. Pour un niveau de risque similaire, la Stratégie 1 est moins coûteuse que les Stratégies 2 et 4. Elle maximise implicitement les emprunts concessionnels pour maintenir la viabilité de la dette. Les Stratégies 2 et 3 sont des scénarios d'illustration qui montrent la hausse éventuelle des coûts liée à l'objectif déclaré des autorités de renforcer le marché interne de la dette. Elles montrent également les conséquences d'un recours aux sources internes de financement si le montant prévu des financements concessionnels n'est pas obtenu et si les sources non

---

<sup>48</sup> Calculés en utilisant l'outil analytique qui accompagne la Note d'orientation.

concessionnelles externes sont limitées. En outre, la Stratégie 3 met en évidence le coût potentiel d'une réduction de l'exposition du portefeuille au taux de change. L'avantage principal d'une présentation du coût et du risque de chaque stratégie dans ce contexte est de faire apparaître le coût budgétaire estimé d'une stratégie de développement du marché interne de la dette. Pour contenir ces coûts et pour que les risques de surendettement ne soient pas trop aggravés, cette stratégie devrait s'appuyer sur une politique macroéconomique prudente qui en allégerait le coût – en faisant baisser les primes de risque de crédit et d'inflation, tout en dégagant une marge budgétaire suffisante pour faire face à ces coûts. La stratégie devrait aussi s'accompagner d'un programme de développement des infrastructures de marché, assorti d'un plan de communication efficace de façon à en assurer le succès.

Graphique VI.2 Arbitrages entre stratégies : pays A



## *Pays B*

### **Stratégie de gestion de la dette existante (étape 1)**

112. Le pays B avait une stratégie officielle de maximisation de la dette concessionnelle et un objectif secondaire de développement du marché interne de la dette. Néanmoins, après avoir obtenu un allègement de la dette et au vu de l'importance de ses besoins d'investissement en infrastructures, il développait activement d'autres sources de financement quasi-concessionnelles et aux conditions du marché. Il avait récemment sollicité avec succès les marchés de capitaux internationaux.

### **Caractéristiques du portefeuille de dette existant et des sources actuelles de financement (étape 2 et 3)**

113. Le portefeuille de dette existant se compose d'une gamme relativement large d'instruments : financements concessionnels auprès de créanciers multilatéraux, financements quasi-concessionnels auprès de créanciers bilatéraux, prêts commerciaux externes, euro-obligations libellées en USD, bons du Trésor, titres du Trésor à moyen terme à taux flottant (émis à échéances de deux et trois ans) et obligations du Trésor à taux fixe (émises à échéances de deux et trois ans).

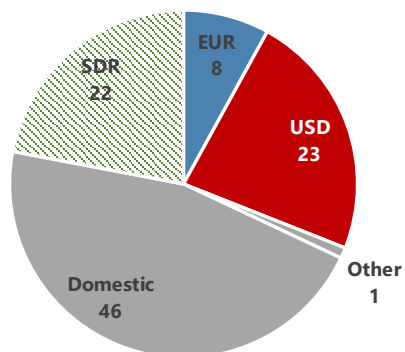
114. Le portefeuille comprend 46 % de dette interne et 54 % de dette externe (graphique VI.3), d'où une exposition assez significative aux variations du taux de change. La majorité de la dette est à taux fixe, mais la courte échéance moyenne de la dette interne – la plus grande partie du portefeuille vient à échéance dans les deux prochaines années et l'échéance moyenne est de 1,6 an – signifie que le risque de taux d'intérêt n'est pas négligeable. L'importance du risque de refinancement du portefeuille de dette interne est encore accrue par le sous-développement relatif du marché – selon l'appréciation des autorités – qui n'est à aucun moment en mesure d'absorber des emprunts de montant significatif.

115. En résumé, il serait souhaitable d'adopter des stratégies menant à une réduction des risques de change et de refinancement. Néanmoins, il sera impératif de contenir les coûts, sachant que la marge d'action budgétaire est très restreinte du fait d'un déficit budgétaire sous-jacent (à l'exclusion des dons) de 7 % du PIB.

Graphique VI.3 Caractéristiques du portefeuille de dette existant : pays B

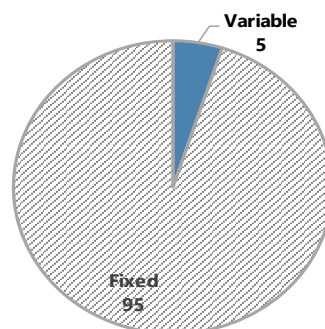
**Currency Composition**

(Percent of total)

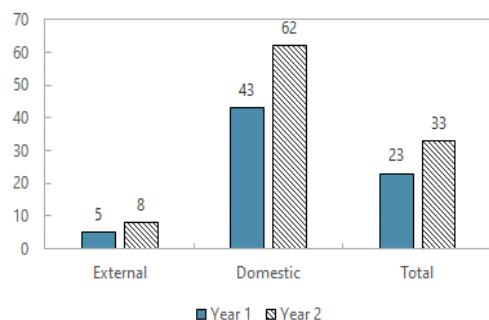


**Interest Rate Type**

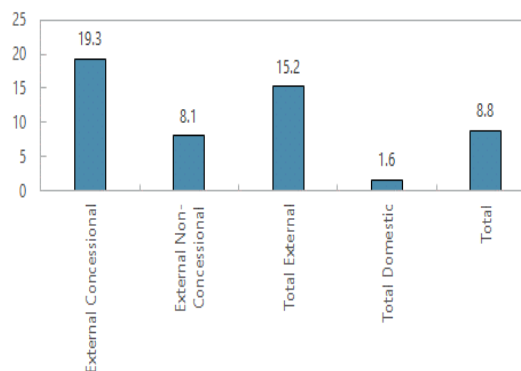
(Percent of total)



**Percentage of portfolio maturing in Years 1 and 2 (cumulative)**



**Average Time to Maturity (Years)**



**Facteurs macroéconomiques influant sur le choix de la stratégie (étapes 4 et 5)**

116. Le gestionnaire de la dette a pris connaissance de l'AVD et évoqué les défis de la politique macroéconomique avec des responsables des questions budgétaires, monétaires et de change.

117. Au total, la situation budgétaire est relativement médiocre et, dans le passé, les anticipations se sont souvent avérées trop optimistes. Le pays est relativement dépendant de l'aide extérieure, les dons représentant habituellement 3 à 4 % du PIB ; c'est une source d'instabilité des recettes publiques qui a des conséquences sur l'exécution des projets de dépenses budgétés. En outre, le pays est exposé à des chocs éventuellement significatifs sur les échanges et a un déficit courant élevé, surtout financé par des flux officiels. Néanmoins, le niveau de revenu s'est beaucoup élevé ces dernières années et on prévoit une poursuite de cette tendance ; les possibilités d'obtention de dons et de financements concessionnels pourraient donc diminuer dans le futur. Sur le plan monétaire, le pays a récemment adopté un régime de ciblage de l'inflation avec taux de change flottant, de sorte que ni une cible précise de taux de change, ni les besoins correspondants sur le plan de la balance des paiements n'interviennent dans le choix entre



emprunts internes et externes. Le marché des changes et les marchés monétaires sont peu profonds. Le taux d'inflation dépasse de plusieurs points l'objectif de la banque centrale et a récemment connu une poussée due à une hausse significative des prix des produits de base importés (par exemple le pétrole). De plus, le compte de capital est relativement libéralisé et les investisseurs non résidents peuvent participer aux marchés des actions et des titres à revenu fixe, ce qui pourrait rendre le compte de capital encore plus instable.

En résumé, les principaux facteurs économiques structurels de nature à influencer l'orientation de la SGD sont présentés au tableau VI.1.

<b>Nature de l'exposition</b>	<b>Variables macroéconomiques concernées</b>	<b>Conséquence sur le choix de la SGD</b>
Instabilité de l'aide	Dépenses de l'État, montant des réserves de change	Constituer des réserves de trésorerie/de change ; diversifier les sources de financement.
Termes de l'échange	Balance des paiements, taux de change	Biais en faveur des instruments monétaires internes afin de réduire l'exposition aux variations du taux de change.
Crédibilité de la politique monétaire	Taux d'intérêt	Envisager des instruments monétaires internes protégés des chocs sur les anticipations d'inflation (par exemple indexés sur l'inflation, à taux variable, à court terme) ; biais en faveur d'instruments libellés en devises.
Compte de capital	Montant des réserves en devises	S'assurer que les réserves soient suffisantes pour couvrir le montant des sorties éventuelles de capitaux de non résidents ; limiter le risque de refinancement ; diversifier les sources de financement.
Budgétaire (par exemple insuffisance des recettes)	Déficit budgétaire, dépenses de l'État, croissance, taux de change	Constituer des réserves suffisantes ; diversifier les sources de financement ; réduire le risque de refinancement ; limiter l'exposition aux devises.
Hausse du niveau de revenu	Taux de change, prime de crédit	Diversifier les sources de financement ; l'accès aux sources de financement concessionnelles pourrait diminuer.
Marchés peu profonds	Taux de change, taux d'intérêt	Limiter le risque de refinancement ; diversifier les sources de financement.

118. Au total, les risques macroéconomiques mis en lumière ainsi que ceux distingués dans le portefeuille de dette existant montrent la nécessité d'atténuer les risques de change et de refinancement, tout en disposant d'amortisseurs suffisants ou d'autres moyens (comme la diversification des sources de financement) pour atténuer le risque d'insuffisance ou d'instabilité des rentrées de fonds.

### **Évaluation de différentes stratégies d'endettement (étape 6)**

119. En tenant compte de ces facteurs, le GD examine la performance relative de quatre stratégies de gestion de la dette<sup>49</sup>. Plusieurs scénarios de risques sont aussi spécifiés.

120. Les quatre stratégies considérées sont les suivantes :

- S1 : conserver la composition actuelle du portefeuille.
- S2 : augmenter la proportion de la dette en monnaie nationale, mais maintenir la structure d'échéances existante.
- S3 : augmenter la proportion de la dette en monnaie nationale, mais en allonger l'échéance.
- S4 : augmenter la proportion de la dette en devises ; faire de même pour la dette commerciale en devises ; allonger l'échéance de la dette en monnaie nationale.

121. S3 et S4 impliquant une diversification des sources de financement, elles contribuent à atténuer le risque de refinancement ; elles réduiraient aussi en partie l'instabilité de l'exécution du budget due à l'incertitude sur la date de décaissement des prêts concessionnels. S2 et S3 vont dans le sens de l'objectif général de réduction de l'exposition de la dette aux devises, mais le risque de refinancement pourrait être préoccupant en raison du raccourcissement concomitant de l'échéance du portefeuille.

122. Le graphique VI.4 illustre la performance de ces stratégies au regard de deux indicateurs de coût essentiels et dans le cadre des hypothèses macroéconomiques et de prix utilisées dans l'exercice.

123. Au vu du graphique VI.4, S1 est la moins coûteuse des quatre stratégies et présente un risque relativement faible. Cela semble en faire une candidate pour le choix de la SGD préférée. Pourtant, si le niveau de revenu s'élève comme on le prévoit, la proportion de financements concessionnels qu'elle implique pourrait être irréalisable. S2 et S3 sont toutes deux plus coûteuses, car la faible crédibilité de la politique monétaire et la prime de risque d'inflation qui en résulte maintiennent les taux d'intérêt internes à un niveau élevé ; c'est un facteur significatif compte tenu d'une situation budgétaire assez médiocre. En outre, la participation accrue d'investisseurs non-résidents au marché interne pourrait indiquer la nécessité d'augmenter les réserves de précaution pour atténuer le risque de refinancement consécutif. Par ailleurs, si S3 oblige les banques à détenir une proportion sensiblement supérieure de dette à plus long terme, il faut se demander si le décalage d'échéances en résultant pourrait aggraver de façon significative les risques dans le secteur bancaire. Enfin, S4 est relativement peu coûteuse, surtout sur le plan des charges d'intérêts, mais elle aggrave l'exposition en devises du portefeuille et présente donc le plus de risques.

124. En définitive, il apparaît que S1, qui maximise le recours à la dette concessionnelle, devrait être la stratégie préférée tant qu'elle sera réalisable. Au fur et à mesure que l'accès aux emprunts

---

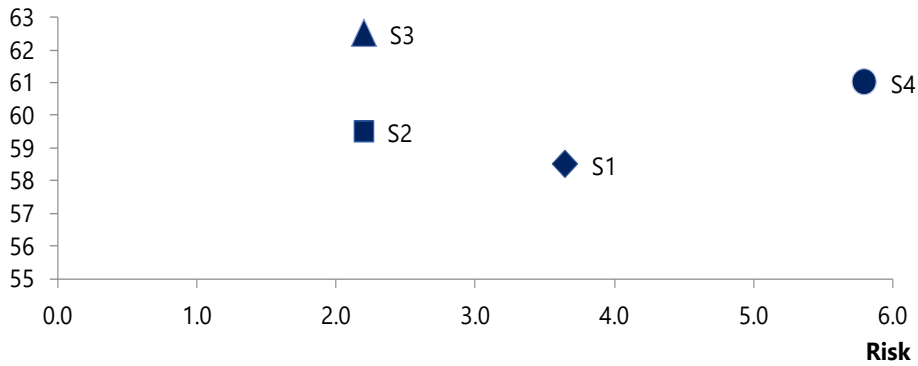
<sup>49</sup> En utilisant dans ce cas l'outil analytique qui accompagne la Note d'orientation.

concessionnels externes se réduira et que la politique monétaire deviendra plus crédible, on pourrait réévaluer S2 et S3, en particulier si la situation budgétaire s'améliorait, ce qui donnerait une certaine marge pour absorber l'alourdissement du coût.

Graphique VI.4. Arbitrages entre stratégies : pays B

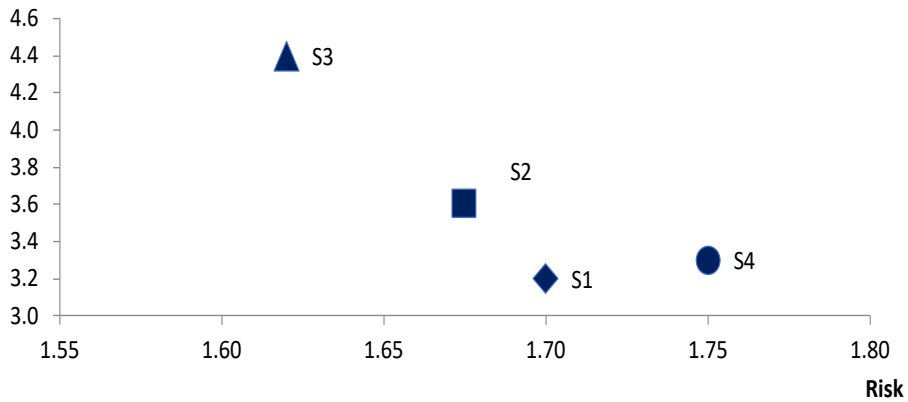
**Debt to GDP  
(Percent)**

**Cost**



**Interest Payments to GDP  
(Percent)**

**Cost**



## Annexe VII. Modèle de document de SGD

125. Cette annexe présente les composantes caractéristiques d'un document de SGD pour donner un exemple du contenu minimum d'un document de cette nature. Il comprendrait en général des sections portant sur les points suivants :

### Les objectifs et le champ

- Décrit les objectifs de la gestion de la dette, le champ d'application de la SGD et les catégories de risques gérés dans ce cadre.

### Le portefeuille de dette existant

- Présente le contexte historique du portefeuille de dette en indiquant les changements de son montant (notamment par rapport au PIB) et de sa composition au fil du temps. L'évolution des variables de marché concernées doit y figurer ainsi que le commentaire des faits marquants dans l'évolution de la dette.

### Le contexte futur de la gestion de la dette

- Décrit le contexte futur de la gestion de la dette, c'est-à-dire les projections budgétaires et d'endettement, les hypothèses de taux de change et de taux d'intérêt ainsi que les contraintes sur les choix de portefeuille, notamment celles en rapport avec le développement des marchés et la mise en œuvre de la politique monétaire.

### La SGD

- Décrit l'analyse qui a été effectuée à l'appui de la SGD recommandée. Les hypothèses utilisées et les limites de l'analyse doivent être exposées clairement.
- Présente la stratégie recommandée et ses justifications. Expose la composition souhaitée de la dette et les arguments fondamentaux en sa faveur. Cette section doit comprendre une discussion sur les principaux facteurs de risque qui ont influencé le choix de la stratégie.
- Décrit les progrès à faire vers la composition souhaitée à l'horizon programmé (trois à cinq ans). Présente les principaux indicateurs de risque du portefeuille et le programme de financement.
- Le document de stratégie doit aussi indiquer les mesures ou projets spécifiques éventuellement prévus pour gérer les risques non quantifiables et/ou pour favoriser le développement du marché de la dette, par exemple des plans d'introduction de nouveaux systèmes d'enregistrement de la dette ou d'un cadre régissant les spécialistes en valeurs du Trésor.
- Le document doit aussi exposer les grandes lignes du processus de réexamen périodique qui s'appliquera pour vérifier si les principales hypothèses restent valables et si la SGD demeure appropriée. Il doit enfin

expliquer la marche à suivre si la situation change beaucoup dans l'intervalle de ces réexamens périodiques.

## Annexe VIII. Exemple de formulation d'un plan d'emprunt à court

### terme

126. Dans ce qui suit, on montre comment il serait possible d'établir un plan d'emprunt à court terme compte tenu d'une SGD convenue.

127. Supposons que la SGD convenue consiste à financer 60 % du besoin de financement de l'État par de la dette concessionnelle, 20 % par des financements officiels quasi-concessionnels et 20 % par des obligations internes à moyen terme.

128. Supposons que, pendant l'année en question, le besoin de financement total soit égal à 100. Sur les 20 de financements quasi-concessionnels nécessaires dans le cadre de la stratégie, une banque de développement s'est déjà engagée à en apporter 5 pour un projet spécifique et la BIRD en prête 10 ; le GD doit donc trouver qui pourrait fournir les 5 restants. De même, puisque l'objectif est de lever 20 au moyen d'obligations à moyen terme, le GD estime peut-être que le marché n'absorbera qu'un montant de 5 en obligations à 5 ans, de sorte que les 15 restants devront provenir d'obligations à trois ans (voir tableau VIII.1).

129. Pour convertir ces objectifs en un plan réel d'émissions et en supposant que le montant habituel d'une adjudication d'obligations à trois ans soit de 2, le GD doit en programmer sept ou huit pendant l'année pour réaliser l'objectif de financement total. De même, si le montant maximum attendu d'une adjudication à cinq ans est de 1,5, le GD doit sans doute en programmer trois ou quatre, ce qui donne un objectif total de 10 à 12 adjudications. Il doit aussi s'interroger sur l'existence éventuelle de facteurs saisonniers – comme les périodes habituelles de vacances – pendant lesquelles il pourrait être plus difficile de solliciter le marché<sup>50</sup>. Il faut, si possible, éviter ces périodes. Si août et décembre sont normalement des périodes d'activité ralentie du marché interne, le SGD pourrait souhaiter éviter ces deux mois, ce qui en laisserait 10 pour établir le calendrier des adjudications. Enfin, le GD doit tenir compte des besoins du marché et de l'avantage éventuel d'une régularité des adjudications. Ainsi, celles d'obligations à trois ans pourraient en général avoir lieu au cours de la première semaine du mois, alors que celles d'obligations à cinq ans auraient peut-être le plus de succès en début de trimestre. On notera que là où les marchés sont relativement sous-développés et l'accès aux financements à très court terme limité – ou bien si cette pratique risque de s'opposer à la réalisation de l'objectif de politique monétaire – il pourrait être souhaitable de concentrer les financements en début de période pour couvrir précocement les besoins et se prémunir contre un rationnement de la liquidité.

---

<sup>50</sup> Quand on choisit le rythme des nouvelles émissions d'emprunts, il faut aussi tenir compte de la saisonnalité des flux de trésorerie de l'État.

**Table VIII.1 Échantillon d'un plan d'emprunt**

Besoin de financement total			<b>100</b>
<b>Stratégie</b>			
<i>Financement externe</i>			
	Officiel concessionnel	AID	60
	<b><i>Sous-total officiel concessionnel</i></b>		<b>60</b>
	Officiel non concessionnel	Banque africaine de développement	5
		BIRD	10
		Créancier bilatéral	5
	<b><i>Sous-total officiel non concessionnel</i></b>		<b>20</b>
<i>Financement interne</i>			
	Marché	Obligations à 3 ans	15
		Obligations à 5 ans	5
	<b><i>Sous-total interne basé sur le marché</i></b>		<b>20</b>
<b>Calendrier provisoire des adjudications</b>			
<b>Mois</b>	<b>Instrument</b>	<b>Montant ciblé</b>	<b>Financement cumulé</b>
Janvier	À 5 ans	1,5	3,5
Février	À 3 ans	2	5,5
Mars	À 3 ans	2	7,5
Avril	À 5 ans	1,5	9
Mai	À 3 ans	2	11
Juin	À 3 ans	2	13
Juillet	À 5 ans	2	15
Août	<i>Seulement si nécessaire</i>		15
Septembre	À 3 ans	2	17
	À 3 ans		
Octobre	À 5 ans seulement si nécessaire pour réaliser l'objectif de financement	1,5	18,5
Novembre	À 3 ans	1,5	20
Décembre	<i>Seulement si nécessaire</i>		20