

BANQUE MONDIALE
FONDS MONÉTAIRE INTERNATIONAL

**Élaboration d'une Stratégie de gestion de la dette à moyen terme (SDMT) —
Note d'information pour les autorités pays**

Préparée par le personnel de la Banque mondiale et du Fonds monétaire international

24 février 2009

Table des matières	Page
I. Introduction	1
II. Élaboration d'une stratégie de gestion de la dette à moyen terme	11
III. Dissemination	23
IV. Mise en oeuvre et Suivi	23
Figures	
1a. Exemples of Impact of Exchange Rate Depreciation on the Ratio of Public Debt to GDP	3
1b. REER and Debt in Sub-Saharan African LICs	3
2. Key Interlinkages	8
3. Characteristics of the Current Debt Portfolio: Country A	54
4. Strategy Trade-offs: Country A	57
5. Characteristics of the Current Debt Portfolio: Country B	58
6. Strategy Trade-offs: Country B	61
Encadrés	
1. Liens clés	Error! Bookmark not defined.
2. SDMT, AVD et CVD: les liens	15
3. Lien entre SDMT et les Facteurs économiques structurels spécifiques au pays	18
4. L'Outil analytique de risque du coût de la SDMT	20
5. Elements d'un bon cadre juridique pour la gestion de la dette publique.....	28
6. Dispositions organisationnelles	29
7. Eléments souhaitables pour un Système d'archivage de la dette	30
Annexes	
I. Cadre institutionnel d'habilitation.....	27
II. Conception d'une SDMT: Liste de vérification pour les gestionnaires de la dette	31
III. Coût et risque, et indicateurs de la dette	35
IV. Sources potentielles de financement.....	45
V. Formulation de la SDMT: Prise en compte des coûts de la mise en oeuvre de les politiques monétaire.....	51
VI. Expérience d'élaboration d'une Stratégie de gestion de la dette à moyen terme: une illustration	53

VII. Modèle pour la publication d'un document stratégique de gestion de la dette.....	62
VIII. Elaboration d'un plan d'emprunt à court terme: un exemple.....	64
Tableaux annexes	
2. Structural Macroeconomic Factors and Link to Choice of MTDS.....	59
3. Sample Borrowing Plan	65

I. INTRODUCTION

1. Forts de leur expérience passée, la Banque mondiale et le Fonds monétaire international ont élaboré un cadre systématique et complet pour aider les pays à développer une stratégie de gestion de la dette à moyen terme (SDMT) efficace. L'élaboration de ce cadre a bénéficié de la consultation de certains organismes régionaux et internationaux engagés dans le renforcement de capacités en gestion de la dette publique, et de la collaboration et de l'apport des responsables de gestion de la dette dans certains pays en développement. La présente note décrit un cadre pour l'élaboration d'une SDMT complète, et fournit un modèle de document stratégique de gestion de la dette publique.¹ La Note d'information est accompagnée d'un outil analytique qui peut être utilisé pour entreprendre une analyse élémentaire des coûts et risques, et qui fournit un apport clé dans le processus de prise de décision de la stratégie de gestion de la dette.

2. Les crises financières des années 1990 ont montré clairement pourquoi la composition du portefeuille de la dette publique est un facteur important dans la capacité de résistance aux chocs extérieurs. La figure 1a montre comment, dans certains pays (par exemple l'Argentine, le Brésil, l'Indonésie et la Russie), le risque de change fut un déterminant clé dans l'accroissement des niveaux de dette. Dans d'autres cas, la réalisation d'un passif conditionnel implicite lié au secteur bancaire (par exemple, Turquie, Corée ou Thaïlande), ou le coût de la prise d'autres passifs du secteur privé, a aggravé les vulnérabilités existantes dans le portefeuille de la dette avec un impact négatif similaire sur le niveau de la dette globale et le budget du gouvernement. Dans le cas particulier des pays à faible revenu (PFR), les développements des taux de change effectifs réels, souvent provoqués par des tendances défavorables de prix des matières premières, ont contribué de manière significative aux problèmes de vulnérabilité de la dette, tout en soulignant l'importance du suivi d'une bonne stratégie de gestion de la dette (voir Figure 1b). Cette expérience fait ressortir l'importance de l'élaboration de stratégies efficaces de gestion de la dette pour aider à atténuer les risques.

3. La crise financière récente a également permis de mettre l'accent sur les avantages de l'élaboration et de la mise en œuvre d'une bonne stratégie de gestion de la dette ; certains pays à revenus intermédiaires sont mieux placés pour relever les défis financiers et fiscaux s'y rapportant ; ceci est la conséquence d'efforts soutenus pour réduire les vulnérabilités dans leurs portefeuilles de dette.²

¹ Par conséquent, elle complète et augmente la discussion sur l'élaboration de la stratégie de gestion de la dette dans les *Directives pour la gestion de la dette publique* (les *Directives*) de la Banque mondiale-FMI (2003). La note a été préparée sous l'égide d'un groupe de travail conjoint Banque mondiale-FMI comprenant, pour la Banque mondiale, Karina Garcia-Casalderrey, Lars Jessen, Shyamalendu Pal, Angélique de Plaa, Abha Prasad, Francis Rowe, Tihomir Stucka, Mark Thomas, Eriko Togo, et Antonio Velandia-Rubiano, et pour le FMI, Bernardin Akitoby, Myrvin Anthony, Allison Holland, Peter Kunzel, Christian Mumssen, Christian Mulder, Perry Perone, et Abdourahmane Sarr.

² Voir la discussion dans *Managing Public Debt: Formulating Strategies and Strengthening Institutional Capacity* (à paraître), un document de conseil d'administration conjoint Banque mondiale-FMI.

4. L'Initiative d'allègement de la dette multilatérale (IADM) a réduit de manière significative le fardeau de la dette dans la plupart des PFR, libérant des ressources pour aider à financer les programmes de croissance des gouvernements. Elle a également offert de nouvelles opportunités pour l'accès aux sources non-concessionnelles de financement, ainsi que pour l'accès aux marchés de capitaux internationaux. Bien que la crise financière récente ait pu interrompre certaines de ces possibilités de financement de façon temporaire, ces nouvelles sources pourraient pourtant devenir une caractéristique plus générale des options de financements avancées des PFR. Ces opportunités, bien qu'étant les bienvenues, soulèvent de nouveaux risques et défis. Les pays sont fréquemment confrontés à des propositions nouvelles et contradictoires en provenance du marché sur les options de financement possibles, alors que dans la plupart des cas, ils ne disposent pas d'un cadre cohérent pour évaluer complètement les coûts et les risques s'y rapportant. Par exemple, comment doit être déterminé la combinaison appropriée de dette concessionnelle et quasi-concessionnelle? Un pays doit-il exploiter les marchés de capitaux internationaux? Quelles sont les implications concernant les coûts et risques de l'extension de la maturité des emprunts domestiques? Comme de nombreux pays émergents à économie de marché en ont fait l'expérience, de mauvais choix financiers, y compris sur les termes et la structure de la nouvelle dette, peuvent contribuer à la réémergence d'importantes vulnérabilités de dette, mettant en risque la viabilité de la dette, et compromettant l'atteinte des objectifs de politiques macroéconomiques.

5. Le cadre vise à aider les pays à élaborer une SDMT qui reconnait de façon explicite les coûts et risques impliqués, qui prend en compte les liens avec les autres politiques macroéconomiques principales, qui est en conformité avec la maintenance de la viabilité de la dette, et qui peut faciliter le développement du marché de la dette intérieure.³ De cette manière, les risques au bilan national peuvent être contenus, tout en minimisant le fardeau potentiel lié à la dette sur les contribuables et en maximisant les ressources disponibles pour d'autres dépenses.

³ Alors que ce cadre était spécifiquement élaboré en prenant en compte le contexte des PFR, il est plus général dans son application et a pu être également utile dans d'autres économies de marché en développement et émergentes.

Figure 1a. Exemples de l'impact de la dépréciation du taux de change sur le ratio de la dette publique au PIB (points de pourcentage du PIB)

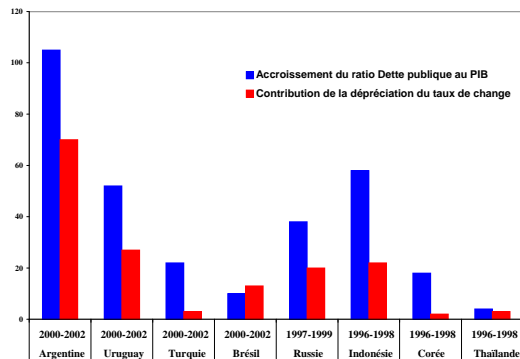
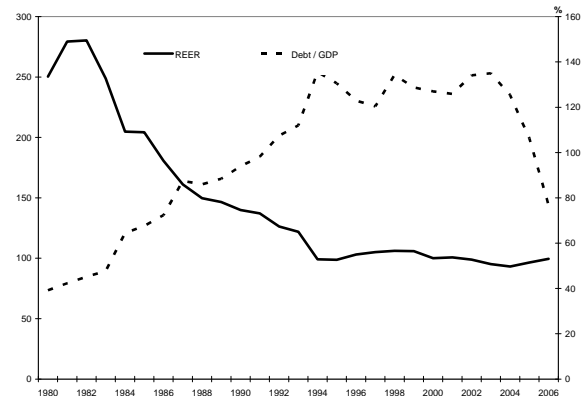


Figure 1b: TCER (taux de change effectif réel) et la dette dans les PFR d'Afrique subsaharienne



Qu'est-ce qu'une SDMT?

6. Au moment de déterminer la meilleure façon de satisfaire les exigences de financement du gouvernement, le gestionnaire de la dette (GD)⁴ est confronté à plusieurs compromis potentiellement difficiles entre les instruments alternatifs. Par exemple, si les taux d'intérêt étrangers sont plus bas que les taux d'intérêt intérieurs, la dette de la devise étrangère pourrait paraître attrayante. Cependant, l'échange devient moins clair dès que le risque de taux de change, qui déterminera le coût *ex-post* de la dette de devise étrangère, et/ou d'autres considérations concernant les objectifs du gouvernement par rapport au développement du marché de la dette intérieure du gouvernement, est pris en compte. La stratégie de gestion de la dette doit identifier et expliquer ces compromis.

7. Une SDMT est un *plan* que le gouvernement tente de mettre en œuvre à moyen terme⁵ afin d'aboutir à une *composition souhaitée du portefeuille de la dette du gouvernement*, qui reflète ses préférences par rapport au *compromis coût-risque*. Elle opérationnalise les objectifs de gestion de la dette des autorités du pays—par exemple, s'assurer que les besoins de financement et les obligations de paiement du gouvernement sont satisfaits au coût le plus faible possible en conformité avec un niveau prudent de risque. Une SDMT met fortement l'accent sur la gestion de l'*exposition au risque* incorporée dans le

⁴ Le terme "gestionnaire de la dette" est utilisé ici pour décrire de manière générique les autorités responsables de l'élaboration de la SDMT. Alors que la responsabilité primaire – ainsi que l'autorité de prise de décision – incombera au ministre des Finances, ce terme inclut l'unité ou le bureau de gestion de la dette qui devrait normalement diriger la préparation de la proposition de stratégie; toutefois, il peut aussi couvrir une unité macroéconomique du ministère des Finances si celle-ci est impliquée dans la détermination des politiques affectant le choix de la composition de la dette.

⁵ Le moyen terme est habituellement défini comme allant de 3 à 5 ans. Si l'une durée est trop court, par exemple le cycle budgétaire, les opportunités à court terme risquent de dominer, attirant l'attention sur les coûts à court terme au détriment des risques qui pourraient se matérialiser plus tard. L'évaluation des coûts et des risques sous-tendant la stratégie doit viser à se faire sur le cycle économique complet, permettant des taux d'intérêt à court terme potentiellement élevés et l'émergence de mouvements substantifs du taux d'intérêt, qui pourraient accroître de façon significative le coût de la dette.

portefeuille de la dette—de façon spécifique, sur les variations potentielles dans les coûts du service de la dette et son impact sur le budget. En particulier, une SDMT identifie la manière dont les coûts et les risques varient avec la composition de la dette. Bien qu'une bonne SDMT puisse être établie sans utiliser un outil quantitatif, en particulier lorsque les pays sont sérieusement contraints dans leurs choix, l'utilisation d'une analyse de scénario fournit des informations utiles, permettant au GD de quantifier les risques potentiels pour le budget des stratégies alternatives de gestion de la dette.

8. En principe, la SDMT couvre la dette non financière totale du secteur public. Ceci comprend la dette du gouvernement central (budgétaire, extrabudgétaire et fonds de sécurité sociale), de l'état et des collectivités locales, et la dette des sociétés publiques non financières. Toutefois, dans la pratique, il est souvent utile de mettre initialement l'accent sur la dette du gouvernement central, dont les données sont en général plus facilement disponibles et où l'autorité existe pour mettre en œuvre la stratégie. La portée de la SDMT peut être étendue à mesure que l'information devient disponible et lorsque les accords institutionnels permettent la mise en œuvre d'une stratégie plus large et plus complète. Par exemple, étendre efficacement la SDMT pour couvrir la totalité de la dette non financière du secteur public nécessiterait un certain contrôle du gouvernement central sur les décisions d'emprunts des gouvernements des états, des gouvernements locaux et des sociétés publiques non financières.

9. La SDMT met habituellement l'accent sur les passifs directs actuels du gouvernement, plutôt que sur les passifs conditionnels.⁶ Néanmoins, les passifs conditionnels pourraient avoir un impact important sur la viabilité de la dette et la solidité de la SDMT. En conséquence, il serait prudent de considérer le risque potentiel selon lequel les passifs conditionnels peuvent se matérialiser dans le cadre de scénarios spécifiques. Il faut noter que cela nécessite que le GD ait de bonnes informations sur la nature de ces passifs.⁷

Avantages

10. Une SDMT fournit un cadre au sein duquel les autorités peuvent effectuer des choix en toute connaissance de cause sur la manière dont les exigences de financement du gouvernement doivent être satisfaites, tout en tenant compte des contraintes et des risques potentiels. Une telle approche systématique à la prise de décision peut contribuer à renforcer la fonction de gestion de la dette, accroître la capacité analytique et aider à réduire le risque opérationnel même lorsque la capacité est limitée.

⁶ Bien que certains pays puissent inclure dans leur définition de la dette toutes les expositions explicites directes du gouvernement central, y compris les garanties.

⁷ Dans certains cas, l'absence de suivi et d'informations adéquats sur les garanties du gouvernement a aggravé de manière significative les vulnérabilités de la dette.

11. L'adoption d'une SDMT explicite et formelle permet aux autorités de:
- **Évaluer les compromis coût-risque:** La SDMT permet de prendre des décisions en toute connaissance de cause, en garantissant une reconnaissance et une identification claires des coûts et risques associés aux stratégies alternatives. La détermination d'objectifs stratégiques à moyen terme clairs aidera les GD à éviter de mauvaises décisions prises uniquement sur la base du coût, ou pour des opportunités à court terme.
 - **Identifier et gérer le risque:** Même lorsque les choix de financement sont limités, la SDMT permet d'identifier et de contrôler les principaux risques financiers, et d'établir des stratégies qui garantissent que les pays soient bien placés pour tirer profit des nouvelles opportunités d'emprunt, d'une façon réfléchie et consciente du risque. La SDMT facilite également la gestion du risque en permettant la considération des options pour l'atténuation du risque. Ceci peut inclure le soutien au développement du marché de la dette intérieure, le maintien de liquidités ou de stabilisations de réserves, ou la création de lignes de crédit engagées.
12. En outre, une SDMT apporte des avantages par rapport à:
- **La coordination:** La SDMT facilitera la coordination avec la gestion fiscale et monétaire, en aidant à concilier les divers objectifs et contraintes, y compris sur le développement du marché de la dette intérieure et sur les questions de balance des paiements. Tout en améliorant la coordination, elle permet à chaque agent de mettre davantage l'accent sur les objectifs centraux, et contribue à atteindre une plus grande clarté et responsabilité pour la gestion de la dette indépendamment des politiques fiscales et monétaires.
 - **L'identification des contraintes:** Elle contribue à identifier les contraintes qui affectent les choix du GD, permettant, lorsque c'est possible, l'identification des étapes pour faciliter ces contraintes.
 - **Le coût:** Une SDMT peut potentiellement baisser le coût du service de la dette, puisqu'une SDMT transparente et efficace soutiendra le développement de marché de dette intérieure, et facilitera les relations avec les investisseurs, les créanciers et les agences d'évaluation du crédit.
 - **La transparence:** Une SDMT officielle et explicite peut contribuer à établir un soutien élargi pour un accompagnement financier responsable, ce qui permet d'améliorer la gouvernance et la responsabilité.

Comment la SDMT s'inscrit-elle dans le cadre macroéconomique?

13. Afin de garantir la conformité entre la SDMT et le cadre macroéconomique global, il est important que les inter-liaisons et les effets de rétroaction soient bien compris et que les mécanismes de coordination soient en place (voir Encadré 1). En effet, ces inter-liaisons sont probablement plus importantes pour les PFR, partiellement en raison des marchés de la dette intérieure sous-développés, et partiellement en raison des contraintes de capacités et des

dispositions institutionnelles relativement faibles.⁸ Dans ce contexte, une coordination minutieuse est vitale pour garantir la viabilité de l'ensemble des politiques.

14. En pratique, le GD détermine la SDMT en prenant en compte les contraintes provenant principalement du cadre macroéconomique et du niveau de développement du marché financier intérieur. À son tour, l'analyse de la SDMT peut fournir des données à l'analyse des politiques macroéconomiques. De même, étant donné sa perspective à moyen terme, la SDMT peut soutenir des efforts pour développer le marché de la dette intérieure en facilitant une stratégie transparente et prévisible pour l'emprunt intérieur. Cette stratégie soutiendra l'introduction systématique de nouveaux instruments, en mettant l'accent sur le fait que le GD et les autres autorités peuvent contribuer à ôter les entraves là où il en existe, en particulier dans les infrastructures de marché et les institutions.⁹

⁸ Le développement et la mise en œuvre d'une SDMT efficace pourraient nécessiter un renforcement important de capacité dans plusieurs pays en développement ; voir l'Annexe I pour une discussion du cadre institutionnel de habilitation. En outre, dans le but de maximiser les avantages d'une SDMT, il serait nécessaire de renforcer les capacités dans d'autres secteurs complémentaires, tels que la gestion et la prévision des liquidités du gouvernement, les cadres fiscaux et de dépenses à moyen terme, la mise en œuvre des politiques monétaires.

⁹ Par exemple, le GD peut introduire un nouveau point sur la courbe de rendement en étant sûr qu'il peut être soutenu avec une émission continue à moyen terme; cet engagement pour une émission continue de ce nouvel instrument peut alors être communiqué aux participants du marché. Voir *Directives pour la gestion de la dette publique* de la Banque mondiale et du Fonds monétaire international (2003a, révisés) et *Developing Government Bond Markets: A Handbook* de la Banque mondiale et du Fonds monétaire international (2001) pour une discussion plus étendue sur les avantages de la régularité et de la prévisibilité dans l'émission.

Encadré 1. Inter liaisons principales

La figure 2 montre les principales inter-liaisons entre la SDMT et les autres principaux secteurs de politiques, tout en indiquant comment l'analyse coût-risque est utilisée pour rassembler les informations et renseigner le choix de la SDMT:

- SDMT, Planification budgétaire et viabilité de la dette*
Ex ante, le niveau de la dette est principalement déterminé par les politiques budgétaires, bien que *ex post* la composition de la dette puisse jouer un rôle important (voir Figure 1a). Étant donné la perspective à moyen terme de la SDMT, pour être plus efficace, la dette doit être formulée au sein d'un cadre budgétaire à moyen terme (CBMT) complètement opérationnel. L'analyse de viabilité de la dette (AVD) évaluera si les politiques budgétaires induites par le MTF, et le niveau de dette associée, est viable à long terme. Le Cadre de viabilité de la dette (CVD) Banque mondiale-FMI, qui est un outil clé pour entreprendre cette analyse, comprend des scénarios alternatifs pour évaluer le réalisme de la perspective. Ceci est entrepris en montrant le développement des ratios de dette si (a) la balance primaire ne change (s'améliore) pas et (b) les prévisions de croissance du PIB sont plus proches du résultat historique que les perspectives supposées; et à travers des tests de limite pour examiner l'impact sur la dette des chocs aux principales variables macro. La SDMT ajoutera à ceci en permettant une analyse détaillée des caractéristiques des coûts et risques des différentes stratégies de gestion de dette. La SDMT pourrait aussi aider les autorités du pays à aller vers l'établissement de priorités de dépense indépendantes des sources financières, en identifiant des stratégies qui génèrent un profil de coûts d'intérêt en conformité avec la viabilité de la dette, mais qui ne reposent pas sur la disponibilité de financement de projet spécifique. D'une manière générale, la SDMT peut renforcer la planification budgétaire en contribuant à une analyse des implications budgétaires, probables et possibles, de la mise en œuvre de la SDMT.
- SDMT et politiques monétaires*
 Le régime des politiques monétaires, les instruments utilisés pour les opérations de politiques monétaire, le cadre institutionnel, ainsi que la crédibilité des politiques monétaires, ont tous des implications importantes pour la SDMT. Par exemple, l'absence de politiques monétaires crédible pourrait causer une forte inflation des primes de risque et rendre excessivement coûteuse la dette intérieure à long terme. Un autre exemple survient lorsque les opérations de stérilisation visant à éponger les liquidités provenant des flux de capitaux ont conduit à une émission de titres de la banque centrale à grande échelle en son nom propre.¹⁰ L'augmentation des déficits quasi-budgétaires qui en résulte, et le remplacement potentiel de la dette de la banque centrale par la dette du gouvernement central, sont également des considérations qui doivent être prises en compte dans l'élaboration de la SDMT.
- SDMT, politiques de taux de change et balance des paiements*
 Les politiques de taux de change, et l'évolution prévue de la balance des paiements et les développements résultants dans le taux de change réel pourraient avoir des conséquences pour la SDMT. Par exemple, s'il est prévu que le taux de change ait une tendance à la baisse, cela pourrait accroître le coût des emprunts extérieurs. De la même façon, le service de la dette pourrait être contrecarré si le taux de change est volatile. En général, les emprunts en devises étrangères nécessitent une bonne compréhension des tendances de la balance des paiements et la coordination avec les politiques de taux de change. En outre, le régime du taux de change et du contrôle des capitaux est pertinent pour la SDMT. Par exemple, dans un régime de taux de change fixe, et en l'absence de contrôles de capitaux, la fuite de capitaux peut conduire à des problèmes de dette intérieure, et éroder les réserves internationales. Dans de telles situations, il serait approprié de déterminer si des

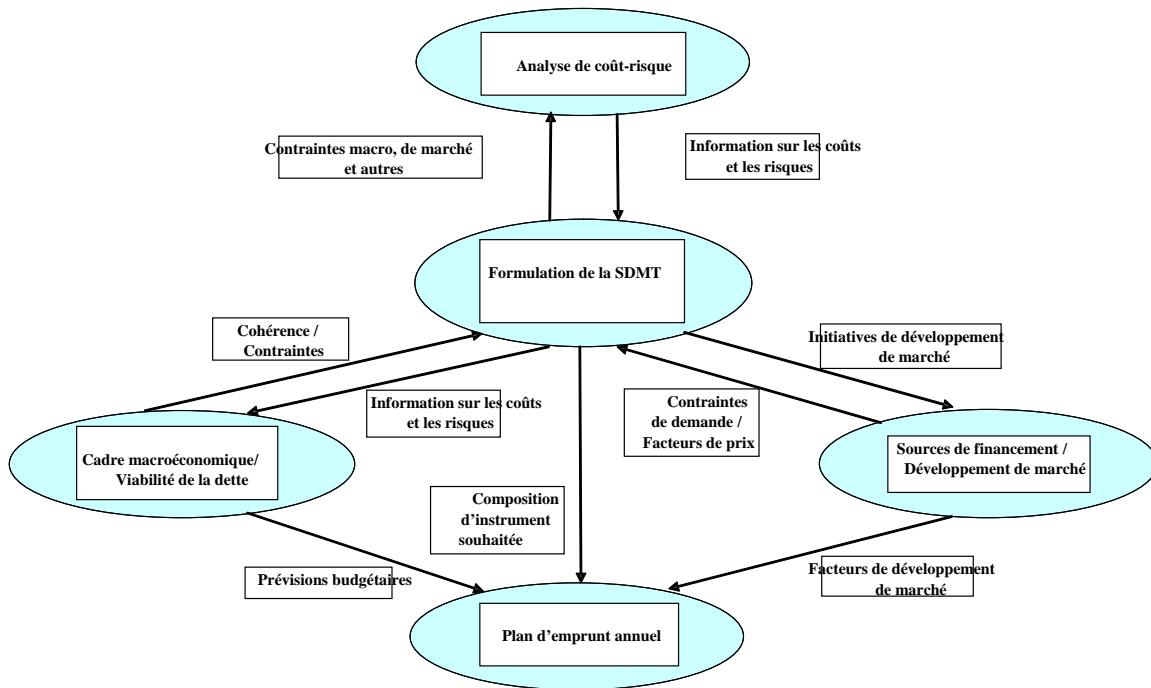
¹⁰ Voir l'Annexe IV pour une discussion plus élargie sur les questions relatives à l'interaction avec les politiques monétaires.

régulations complémentaires de réserve de devises étrangères sont nécessaires pour couvrir la dette intérieure à court terme, ou si les maturités doivent être allongées.

- *La SDMT et le développement des marchés de la dette intérieure*
Parfois, les compromis entre les emprunts intérieurs et extérieurs seront plafonnés par le niveau de développement du marché de la dette intérieure, et/ou par des considérations de l'éviction du secteur privé du marché financier. La SDMT peut aider à identifier les principaux défis dans ce secteur, et dans certaines situations, la stratégie choisie peut aider à relever ces défis.

- *SDMT et plan d'emprunt annuel*
Un plan d'emprunt annuel doit être élaboré, en conformité avec la SDMT et prenant en compte la volatilité sous-jacente dans les flux de trésorerie du gouvernement. Le plan d'emprunt permet d'opérationnaliser la SDMT. Les éléments spécifiques de taille et de calendrier des nouveaux emprunts sont déterminés conjointement avec les prévisions de besoins de liquidités dans la mise en œuvre prévue du budget, et en tenant compte de toute caractéristique spécifique de marché ou de comportement de créancier, et des objectifs d'émissions régulières et stables dans le marché intérieur. Un facteur important dans la détermination de l'efficacité du plan d'emprunt sera la qualité et la solidité de la gestion et de la prévision des liquidités du gouvernement. Le plan a aussi d'importantes conséquences pour l'évaluation des conditions de liquidité de la banque centrale et doit être partagé avec elle.

Figure 2: Inter liaisons principales



Élaboration d'une SDMT

15. La SDMT est plus efficacement élaborée lorsqu'un cadre d'habilitation approprié existe déjà, y compris un cadre macroéconomique à moyen terme bien développé, avec des

objectifs clairs et conformes pour les politiques budgétaires et monétaires.¹¹ Les principaux éléments d'un tel cadre sont (voir Annexe I): (i) un cadre légal adéquat; (ii) des dispositions institutionnelles efficaces; et (iii) un archivage de la dette complet et efficient. Alors que les pays abordent chacun de ces éléments avec des approches différentes, certains principes de base clé sont valables pour tous.¹²

- **Le cadre légal.** Celui-ci doit clarifier l'autorité qui va emprunter, émettre de nouvelles dettes, investir, et entreprendre des transactions au nom du gouvernement. Souvent, le cadre légal détermine les objectifs globaux pour la gestion de la dette, clarifie la responsabilité, et décrit les exigences souhaitées pour les rapports et l'audit.
- **Dispositions institutionnelles.** La structure de gouvernance doit clairement exposer et décrire les rôles et responsabilités de toutes les institutions compétentes impliquées dans les activités de gestion de la dette. Elle doit particulièrement être claire au sujet de l'agent qui est responsable des décisions de gestion de la dette.
- **Archivage de la dette.** Le GD doit avoir à sa disposition suffisamment d'informations sur le portefeuille de la dette sur lesquelles baser l'analyse. Souvent, la création d'une base de données efficace qui couvre tous les types de dette représente un important défi. Une condition préalable pour des données qualitatives et complètes sur la dette consiste en un archivage efficace de la dette.

16. En outre, étant donné que le but de la SDMT est d'éclairer les futurs choix de financement, il est impératif qu'il y ait un engagement politique et une forte appropriation en ce qui concerne le Processus.

17. Les étapes impliquées dans la conception d'une SDMT sont présentées ci-dessous. Bien que ces étapes soient présentées dans un ordre spécifique, ceci est seulement à titre indicatif. En pratique, la distinction entre chaque étape ne sera pas aussi claire, plusieurs étapes pouvant être entreprises simultanément, et/ou dans un ordre différent:

1. *Identifier les objectifs de gestion de la dette publique et la portée de la SDMT.*
2. *Identifier la stratégie actuelle de gestion de la dette et analyser les coûts et risques de la dette existante.*
3. *Identifier et analyser les sources de financement potentielles, y compris leurs caractéristiques de coûts et risques.*
4. *Identifier les prévisions et les risques de base dans les principaux secteurs de politiques—budgétaire, monétaire, extérieure et de marché.*

¹¹ La Note d'information reconnaît que la plupart de ces éléments pourraient ne pas être totalement en place dans beaucoup de pays en développement; néanmoins, une SDMT efficace peut contribuer à identifier les réformes nécessaires.

¹² Voir les *Directives* pour une discussion plus complète.

5. *Examiner les principaux facteurs structurels à long terme.*
 6. *Évaluer et classer les stratégies alternatives sur la base du compromis coût-risque.*
 7. *Examiner, avec les autorités chargées des politiques budgétaire et monétaire, les implications des stratégies alternatives de gestion de la dette et pour les conditions du marché.*
 8. *Soumettre et garantir un accord sur la SDMT.*
18. Dès que la SDMT aura été convenue, elle doit être disséminée par la publication d'un document stratégique. Le GD doit alors élaborer un plan d'emprunt annuel qui soit en conformité avec la SDMT.
19. À mesure que les plans d'emprunt sont mis en œuvre, leur impact sur la progression vers l'accomplissement de la SDMT doit être suivi et évalué régulièrement. Par ailleurs, la SDMT doit être examinée de façon régulière (par exemple annuellement), ou plus souvent en cas de changement significatif des conditions macro ou de marché. Ce processus de suivi et évaluation est un élément important d'une gestion de risque efficace.

II. ÉLABORATION D'UNE STRATEGIE DE GESTION DE LA DETTE A MOYEN TERME

Étape 1. Identifier les objectifs de gestion de la dette publique et la portée de la SDMT

Objectif: Identifier les principaux objectifs de gestion de la dette publique et la portée de la SDMT.

20. Afin d'accroître la responsabilité, les objectifs et la portée pour la gestion de la dette publique – qui déterminent effectivement les tâches et les responsabilités ainsi que la couverture de la SDMT – doivent être identifiés. Dans les pays où les objectifs de la gestion de la dette ne sont pas clairement énoncés, par exemple dans un document juridique, le GD doit s'accorder avec l'autorité suprême (de préférence le Ministre des finances) sur les objectifs primaires et s'assurer que ceux-ci sont clairement consignés dans un document.

21. Les objectifs pertinents pour la gestion de la dette sont souvent précisés en vue de garantir que les besoins de financement et les obligations de paiement du gouvernement sont réalisés dans les délais, et au coût le plus bas possible, en conformité avec un niveau prudent de risque. Souvent, un objectif secondaire soutient le développement du marché de la dette intérieure. Par ailleurs, le GD doit identifier d'autres objectifs de politiques qui pourraient avoir des implications pour la formulation de la SDMT, telles que le soutien à la mise en œuvre d'une politique monétaire ou de taux de change.

22. Une condition préalable pour l'élaboration et la mise en œuvre d'une bonne SDMT est une définition claire de la portée de la stratégie.¹³ Au minimum, la portée doit inclure la dette totale directe (intérieure et extérieure) du gouvernement central. La définition exacte de la portée dépendra du degré selon lequel la GD peut influencer l'exposition au risque des portefeuilles spécifiques.¹⁴ La couverture de la SDMT peut être graduellement étendue à mesure que l'information devient disponible et lorsque les dispositions institutionnelles permettent la mise en œuvre d'une stratégie plus large et plus complète.

23. Même avec une portée définie de façon relativement étroite, le GD doit chercher à rassembler les informations sur le bilan global du gouvernement, c'est à dire les principaux actifs et passifs financiers du gouvernement, et les principaux passifs conditionnels. Cette information peut fournir des renseignements sur l'évaluation de la vulnérabilité globale de la

¹³ La SDMT exclut habituellement la dette de la banque centrale. Ceci parce que les envois de profit anticipés en provenance de la banque centrale sont déjà incorporés dans les prévisions budgétaires (voir Annexe IV), bien qu'il soit important de vérifier que ces prévisions sont bien en conformité avec le coût supposé de mise en œuvre des politiques monétaires. Toutefois, les implications de la composition de devise de la dette extérieure du gouvernement et des actifs extérieurs de la banque centrale peuvent être révisées séparément pour que la portée corresponde à l'exposition et réduise le risque dans le bilan global du secteur public, c'est à dire une approche de gestion actif-passif (GAP).

¹⁴ Par exemple, si la portée comprend le portefeuille des garanties du gouvernement, le GD doit être impliqué dans le processus de prise de décision par rapport à l'émission de garanties.

dette, et renforcer l'analyse de la stratégie appropriée en prenant en compte les expositions financières nettes du gouvernement.¹⁵

Résultat:

- Description des objectifs globaux de la gestion de la dette.
- Description de la portée de la SDMT.

Étape 2: Identifier la stratégie actuelle de gestion de la dette et les coûts et risques de la dette existante

Objectifs: Identifier la stratégie actuelle de gestion de la dette, l'encours de la dette et sa composition ; calculer le coût de base et les indicateurs de risque de marché.

24. L'identification de la stratégie actuelle de gestion de la dette permet de fournir une base sur laquelle des stratégies alternatives peuvent être testées. Souvent, il n'existe pas une stratégie officielle de gestion de la dette, ou alors elle ne couvre qu'une partie du portefeuille de la dette. Dans de tels cas, la stratégie actuelle serait une description des pratiques d'emprunt existantes.

25. Une bonne compréhension de la structure et des risques du stock en circulation de la dette est fondamentale dans l'élaboration d'une SDMT. Le GD doit rassembler les données sur le portefeuille de la dette comme cela est défini dans l'Étape 1. Les données doivent comprendre le volume total de la dette, une répartition par devise, le type de créancier, le type d'instrument, c'est à dire fixe, flottant, indexé, remboursable en une seule fois ou en amortissement (voir aussi Encadré 7). Le GD doit organiser les données de manière à ce que le service de la dette et le profil de maturité de la dette puissent être facilement déterminés et que l'impact des hypothèses changeantes puisse être évalué.¹⁶ En principe, cette information sera facilement disponible dans les systèmes d'archivage de la dette.

26. Le GD doit analyser le volume de dette sur la base des principaux indicateurs de coût et de risque. Cela demande que le GD identifie une définition claire du coût et du risque. Alors que cela pourrait sembler insignifiant, c'est en réalité une question épineuse pour les gestionnaires de la dette. Il importe que le GD soit clair à propos des objectifs de gestion de la dette, et du temps correspondant auquel ils s'appliquent. Les indicateurs habituels de coût et de risque utilisés par les GD sont exposés dans l'Annexe III. Sur la base d'une évaluation de ces indicateurs, le GD doit identifier des sources de vulnérabilité de la dette existante.¹⁷ L'étendue du risque dépendra des *facteurs de risques*, tels que la variabilité et les tendances

¹⁵ Ceci peut conduire à une approche de GAP plus vaste.

¹⁶ Pour la dette à taux variable et la dette libellée en devises étrangères, les taux actuels d'intérêt et de change sont habituellement appliqués pour le calcul initial du service de la dette et le profil de maturité du volume de dette en circulation. Cependant, ils seraient recalculés en utilisant les prévisions qui sous-tendent toute analyse quantitative tournée vers l'avenir (voir Etape 6).

¹⁷ Cette évaluation de vulnérabilités peut aussi inclure l'exposition de créancier, qui reflète un élément de risque reconvertible.

des taux d'intérêt, et des taux de changes,¹⁸ ainsi que de l'exposition *de risque*, comme la part de la dette intérieure, de la dette à court terme et à taux variable.

Résultat:

- Information détaillée sur l'encours de la dette.
- Profil du service de la dette de l'encours de la dette.
- Description des principaux risques de portefeuille.

Étape 3: Identifier et analyser les sources de financement potentielles, y compris leurs caractéristiques de coûts et risques.

Objectif: Identifier les sources potentielles de financement, leurs caractéristiques financières, les montants disponibles, et la désirabilité d'utilisation.

27. Le GD doit identifier les caractéristiques de tous les instruments de financement existants, et évaluer leurs coûts et risques relatifs.¹⁹

28. En plus des caractéristiques normales de l'encours de la dette qui affectent les coûts et les risques analysés dans l'étape 2, d'autres caractéristiques affectent également la désirabilité de types spécifiques d'instruments de dette. Ces caractéristiques comprennent :

- Utilisation restreinte à certains usages, le financement de projet ou le soutien budgétaire par exemple ;
- Autres conditions sont attachées, l'exigence de cofinancement par exemple ; et
- Des incertitudes liées au décaissement.

29. Le GD doit aussi examiner si l'utilisation de certains instruments (tels que le financement par l'intermédiaire du marché de capitaux internationaux) entraînerait d'autres coûts indirects comme les services de conseil juridique ou financier nécessaire pour réussir une émission. En outre, le GD doit déterminer si les instruments viennent avec des avantages additionnels, tels que les services de conseil ou le soutien à la gestion de projet, qui peuvent compenser certains facteurs de coût. Une identification claire de ces facteurs contribuera à donner des informations pour l'équilibre approprié, par exemple entre les sources bilatérales

¹⁸ Il est important que la variabilité soit évaluée sur une durée appropriée. Par exemple, l'utilisation d'une mesure annuelle de volatilité pourrait masquer une tendance dans la variable principale, souvent apparente quand les données sont reproduites dans un graphique; dans ces cas, les volatilités doivent être évaluées sur de longues périodes. Par ailleurs, il est important d'évaluer les changements réels dans ces variables. Par exemple, la dette à long terme au ratio du PIB— et d'autres ratios indicatifs du coût de la dette—dépend des développements dans le taux réel d'intérêt et de change. Dans un pays auquel la SDMT a été appliquée, l'écart type annuel du taux de change réel était de 2%, masquant le fait que le taux de change réel ait déprécié de 20% au cours des 10 dernières années, ajoutant 2% au coût réel de la dette extérieure par an.

¹⁹ L'annexe III décrit les sources possibles et leurs caractéristiques de coût et de risque. Il faut remarquer que la SDMT est centrée sur la dette créant des options de financement; ceci signifie que les subventions ne sont pas couvertes par la SDMT. Toutefois, la prévision de disponibilité de subventions est un facteur important dans la détermination de la dette nette créant des besoins de financement, et doit être incorporée dans toute analyse quantitative, puisqu'elles réduiront efficacement les besoins de financement

et multilatérales. Le GD doit évaluer - au cas où il y a des informations sur les sources potentielles de financement - s'il y a des limitations au montant qui peut être empruntée de ces sources dans le future, ou les conditions dans lesquelles la disponibilité des ressources pourrait changer.²⁰

30. Le GD doit examiner les nouveaux instruments potentiels de financement qui pourraient être disponibles au cours de la durée de vie de la SDMT (par exemple, l'accès aux marchés de capitaux internationaux, la dette auprès des particuliers, et des durées plus longues). Les questions de temps peuvent aussi être essentielles dans la détermination de la faisabilité des instruments spécifiques.²¹ Le GD doit aussi déterminer si les dérivatifs financiers devraient être accessibles et clarifier la manière dont ceux-ci pourraient affecter la mise en œuvre de la SDMT. Cependant, bien que l'utilisation de swaps pour modifier la composition de la devise de la dette puisse être appropriée pour les PFR, ceci exige que la capacité nécessaire, les systèmes et les organisations institutionnelles soient en place. Lorsque les actions sont en dehors de ses compétences, le GD doit songer à améliorer cela avec le décideur politique compétent, et d'une manière générale à travailler avec les autres responsables pour accroître l'accès du pays au financement.²²

Résultat:

- Une évaluation des caractéristiques, dont les coûts et risques, de tous les instruments de financement disponibles et potentiels, et de la manière dont ils doivent atténuer les risques de portefeuille identifiés précédemment.
- Une identification des contraintes, en particulier sur le volume de l'émission, pertinentes pour la détermination de la SDMT.
- Une identification des étapes nécessaires pour améliorer l'accès à ces instruments ou les termes de ces instruments.

Étape 4: Identifier les prévisions de base et les risques dans les principaux secteurs de politiques—budgétaire, monétaire, extérieurs et de marché

Objectif: Identifier les prévisions de base des principales variables de politiques budgétaires, monétaires et extérieures, ainsi que pour les taux de marché, les principaux risques pour ces

²⁰ Par exemple, si un pays décide d'accéder aux marchés de capitaux internationaux, son accès au financement concessionnel devrait changer. 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. Où, actuellement, il serait seulement applicables d'accéder au marché intérieur à des taux variables ou à des teneurs relativement réduites, mais si le marché intérieur était plus développé, il serait applicables d'émettre une dette à taux fixe à long terme. Dans ce cas, le GD doit examiner les actions de politiques qui sont dans ses attributions, et qui seraient efficaces pour un meilleur développement du marché intérieur.

²¹ Par exemple, si les politiques monétaires ne sont pas totalement crédible, le GD pourrait alors vouloir différer l'émission des instruments à taux fixe à long terme pour des raisons de coût.

²² Ceci peut impliquer par exemple le soutien de la mise en oeuvre d'un programme de formation des investisseurs par le régulateur de titres, ou l'encouragement des autorités fiscales pour réviser le traitement fiscal des investissements dans les titres du gouvernement, pour faciliter le développement du marché intérieur.

prévisions, et les contraintes et implications correspondantes pour la formulation de la SDMT.

31. Le GD doit avoir une compréhension claire du cadre macroéconomique au sein duquel doit être développée la SDMT, et de la manière dont il interagit avec les décisions sur la gestion de la dette. En particulier, cette étape nécessitera une interaction avec les autorités en charge des politiques budgétaires et monétaires. Les prévisions de base pour les variables macro seront en général les mêmes que celles utilisées dans l'analyse de viabilité de la dette (AVD) des autorités (voir Encadré 2).

Encadré 2. SDMT, AVD et CVD: les liens

La SDMT et le CVD sont des cadres traitant de questions de dette, mais, étant donné leurs différents objectifs, ils se complètent plus qu'ils ne se substituent l'un à l'autre.

Le CVD fournit un outil analytique pour entreprendre l'analyse de viabilité de la dette (AVD). Il se concentre sur la viabilité à long terme de la dette, qui est influencé par son niveau et sa composition. Pour évaluer la viabilité de la dette, le CVD examine un cadre macroéconomique de base qui décrit la position d'un pays au niveau budgétaire et au niveau de la balance des paiements sous certaines hypothèses et conditions, et examine ensuite la solidité des indicateurs principaux de la dette—habituellement le ratio de la dette au PIB, les recettes d'exportations ou d'impôt—par rapport aux chocs macroéconomiques, tels que le PIB, le taux de change, les recettes, etc. Dans l'ensemble, son objectif primordial est de mesurer si le niveau et les termes des emprunts actuels et futurs prévus pourraient conduire à long terme à des difficultés futures du service de la dette. Cependant, certaines hypothèses de simplification sont généralement faites, par exemple la structure de terme pour la dette du marché n'est pas modélisée de manière explicite, ce qui limite sa capacité à fournir certaines analyses détaillées qui seraient intéressantes pour le gestionnaire de la dette.

La SDMT est un cadre de gestion de la dette plus ciblé, qui s'intéresse de manière spécifique à la manière dont doit être gérée, à moyen terme, la composition de la dette. La détermination d'une SDMT efficace exige que la performance de diverses stratégies financières soit évaluée sur une certaine voie, pour les principales variables macroéconomiques, qui doit être en conformité avec celle utilisée dans le CVD. De façon similaire, elle exige que la solidité de chaque stratégie alternative soit évaluée dans le cadre de divers chocs. En plus, le CVD doit renseigner les tests de contrainte qui seront appliqués. Ici, les variables - telles que la sensibilité du taux d'intérêt des flux de trésorerie, d'autres déterminants de la structure de terme, et le taux de change - qui reflètent le risque de marché, doivent être modélisés de façon explicite. Ceci signifie que des informations plus détaillées sur les éléments spécifiques du portefeuille de la dette peuvent être évaluées plus facilement.

Le GD doit reconnaître que la SDMT pourrait avoir d'importantes conséquences pour l'AVD menée au sein du CVD. Lorsque les tests des stratégies alternatives de la dette effectués dans le cadre des divers tests de contrainte suggèrent que les principaux indicateurs de viabilité de la dette pourraient être menacés, ceci doit être discuté avec les autorités budgétaires. A ce moment, la stratégie préférée, ainsi que ses implications de coût et risque associées pourraient être introduites dans une AVD actualisée.

32. En ce qui concerne le *cadre de politiques budgétaires*, le GD doit être au clair en ce qui concerne la voie prévue en matière de balance primaire, et des principaux déterminants qui sous-tendent cette projection, y compris les recettes et dépenses anticipées du gouvernement, ainsi que la croissance économique. Une question qui pourrait être particulièrement pertinente pour les PFR est le traitement approprié des prêts de projet et des dépenses associées. Les dépenses programmées, comme reflétées dans le cadre budgétaire, dépendent habituellement de la réception de prêts de projet spécifiques. Le GD pourrait alors

considérer les décaissements prévus comme un acquis, puisqu'ils seront compensés par les changements dans les dépenses.²³

33. En conformité avec *les politiques monétaires et les facteurs extérieurs*, le GD doit rechercher les avis des autorités monétaires sur leur évaluation de la situation future des politiques monétaires, du taux de change, des développements anticipés de la balance des paiements et de la stratégie implicite de la dette incorporée dans l'AVD extérieure. Avec leur évaluation des perspectives, les autorités monétaires pourraient exiger un objectif spécifique pour l'accumulation de réserves à financer; ceci pourrait être particulièrement pertinent dans le cas où les pays sont membres d'une union monétaire, ou lorsque le pays opère un régime de taux de change fixe. En outre, la crédibilité des politiques monétaire doit être examinée puisqu'elle pourrait affecter les considérations de coût relatif de la dette intérieure à court – et à long – terme et influencer le choix de la stratégie préférée. Dans ce cas, la SDMT peut contribuer à des efforts coordonnés pour accroître la crédibilité et réduire les primes de risque d'inflation.²⁴ D'une manière générale, le rôle des politiques de gestion de dette dans le renforcement ou le retardement de ces politiques doit être clairement compris et nécessiterait de la coordination (voir aussi Encadré 1 et Annexe V).²⁵

34. En plus, le GD doit déterminer une projection de base pour les courbes de rendement correspondantes, et tout autre *facteur de marché* correspondant, qui prévaudra au cours de la période de planification, permettant par conséquent la détermination des coûts présumés de nouveaux emprunts ou des dettes existantes. Il faut beaucoup de discernement pour l'identification de la méthodologie la plus convenable pour faire ces prévisions, et l'estimation de toute prime de risque nécessaire. Le GD doit se baser sur les contacts de marché et les analyses de marché pour éclairer ces prévisions.²⁶ A mesure que les marchés de la dette intérieure se développent, la qualité de ces estimations peut être améliorée et des techniques plus sophistiquées pourraient être applicables.

35. Le GD peut aussi s'appuyer sur les responsables impliqués dans d'autres secteurs, en particulier dans la supervision bancaire, pour comprendre l'ampleur des faiblesses potentielles des banques qui pourraient affecter la demande de la dette publique, et sur les responsables impliqués dans les contrôles de capitaux pour comprendre l'étendue potentielle

²³ Néanmoins, il sera important d'évaluer de temps en temps les choix stratégiques d'une manière beaucoup moins contrainte qui permettra aux autorités de déterminer les coûts et avantages relatifs des financements sous forme de projet par rapport aux financements par le budget général.

²⁴ Par exemple, l'introduction d'instruments liés à l'inflation peut signaler un engagement plus important des autorités pour le maintien de la stabilité des prix.

²⁵ Par exemple, dans les marchés relativement sous-développés, toute instabilité impliquée de la fourniture des titres de dette intérieure, ainsi que la teneur de ces instruments, pourraient affecter la transmission des politiques monétaires et l'effectivité de tous les signaux de politiques monétaires.

²⁶ Des options standards pour la dérivation d'une courbe de rendement pourraient inclure la déduction de la courbe à terme à partir de la courbe actuelle observée, ou la supposition d'une courbe de rendement intérieur basée sur une courbe extérieure de référence (par exemple en dollar US ou en Euro) et l'ajustement pour des différentiels d'inflation prévus, des primes de risque d'inflation et des primes de risque de crédit. Cette option est comprise dans l'outil de tabulation joint.

des risques de refinancement de la dette intérieure. D'une manière, une large compréhension du secteur financier, des politiques réglementaires et de taxation sera utile pour évaluer les développements possibles qui peuvent avoir un impact sur l'environnement du marché pour l'émission de la dette. Enfin, le GD doit réviser les conseils et analyses financiers disponibles à partir d'autres sources, par exemple des banques d'investissement, qui peuvent fournir un aperçu utile sur l'évolution possible des conditions des marchés.

36. Dès que la base a été déterminée, le GD doit identifier, en consultation avec les autres responsables, les scénarios de risque pertinents qui peuvent potentiellement avoir un impact sur le montant et le coût de financement requis. Par exemple, lorsque les pays ont eu de plus en plus accès à des sources de financement extérieures, y compris les marchés de capitaux internationaux, le GD doit examiner le risque d'un "arrêt soudain," qui mènerait à des problèmes de refinancement. Cette évaluation peut influencer la stratégie préférée et l'orienter vers l'allongement de l'échéance moyenne de la dette extérieure ou la mise en place d'une garantie de réserves.²⁷ Au minimum, ces scénarios de risque doivent refléter ceux qui ont été mis en exergue par le cadre de viabilité de la dette (CVD).²⁸

37. Il faut noter que, même en l'absence d'un changement réel dans le cadre macroéconomique, la SDMT pourrait avoir des conséquences importantes pour l'AVD. Lorsque le test des stratégies alternatives de gestion de la dette examinées (voir Étape 6 et Encadré 2) suggère que les principaux indicateurs de viabilité de la dette sont en situation de risque, le GD doit interagir étroitement avec ceux impliqués dans l'AVD pour identifier les stratégies qui réduisent le risque de cessation de paiement de dette, ou, si il n'y a pas de telles stratégies, mettre ceci en exergue de façon à ce que d'autres mesures puissent être prises.

Résultat

- Prévisions de base pour les principales variables budgétaires, extérieures, de politiques monétaires et de marché.
- Un ensemble clair et complet de scénarios spécifiques de risque à tester.

Étape 5: Réviser les facteurs structurels à long terme

Objectif: Réviser les facteurs structurels qui influenceront potentiellement la direction souhaitée de la composition de la dette à long terme.

38. Le GD doit identifier, en consultation avec les responsables économiques, les caractéristiques structurelles à long terme qui pourraient influencer la composition de la dette souhaitée. Ces facteurs doivent également être reflétés et discutés dans l'AVD des autorités. Ceux-ci pourraient être:

²⁷ Lorsque cette vulnérabilité extérieure est forte et renforcée par l'exploitation d'un régime de taux de change fixe ou semi-fixe, il est essentiel de coordonner avec les autorités monétaires, la réponse à l'atténuation de risque.

²⁸ Par exemple, l'expérience suggère que les autorités soient prudentes dans leur évaluation du retour attendu sur l'investissement ou l'aide publique; par conséquent, un scénario de croissance plus pessimiste doit être examiné. L'AVD doit mettre l'accent sur les principaux tests de contrainte.

- la dépendance de l'économie vis-à-vis des matières premières, et la vulnérabilité associée aux développements en matière de prix de ces matières;
- les perspectives à long terme de l'accès continu aux finances concessionnelles;
- les tendances possible à long terme des taux de change effectif réel; et
- les tendances inflationnistes à long terme.

39. Ces facteurs peuvent avoir à long terme une influence significative sur la composition souhaitée de la dette. Par exemple, la composition en devise souhaitable doit tenir compte de la perspective à long terme des taux de change effectifs réels et des implications conséquentes pour une évaluation des taux d'intérêt réels intérieurs par rapport aux taux d'intérêt réel extérieurs. De façon similaire, la composition de l'échéance du portefeuille doit tenir compte du régime complet de politiques macroéconomique, et examiner si cela pourrait changer à long terme.²⁹

40. Une évaluation de l'espoir des décideurs économiques en ce qui concerne le développement de ces facteurs dans le temps, guidera le GD en matière de stratégies sur lesquelles il doit mettre l'accent (voir Encadré 3). En outre, il serait pertinent d'examiner la perspective à long terme de l'ampleur et de la vitesse avec lesquelles la qualité des institutions peut être renforcée et la crédibilité des politiques macroéconomiques établie ; en effet, ces développements affecteront les termes des emprunts à venir.

Encadré 3. Lien entre la SDMT et les facteurs économiques structurels spécifiques des pays

Selon les facteurs spécifiques de pays qui sont en train d'être analysés, la SDMT doit être ciblée sur l'atténuation ou la compensation, autant que possible, des conséquences indésirables. Par exemple:

- Les développements des termes de l'échange: Lorsque les recettes des pays sont exposées de façon significative aux développements des termes de l'échange, par exemple en tant que conséquence d'une dépendance par rapport aux exportations et importations de matières premières, ceci pourrait avoir des implications pour leur taux de change effectif réel. Ceci aggrave le coût et le risque potentiels de la dette de devises étrangères. Par ailleurs, le coût et risque potentiel est réduit de manière significative si le taux de change effectif réel d'un pays s'apprécie systématiquement. Ainsi, alors que plusieurs PFR ont souffert des conséquences d'une tendance à la baisse prolongée des prix de matières premières dans les années 1980 et 1990, la dette de devises étrangères se serait révélée relativement moins chère pour les tigres d'Asie. Étant donné que les prix des matières premières et les termes de l'échange peuvent suivre de longs cycles, un aperçu à long terme sur le risque est nécessaire.
- L'accès au financement concessionnel: L'accès au financement concessionnel pourrait devenir limité à mesure que s'accroissent les niveaux de revenu des pays. Dans ce cas, la SDMT sera modifiée pour

²⁹ Par exemple, s'il est envisagé que, au fil du temps, le régime de taux de change devienne plus flexible, cela pourrait alors avoir des implications pour la devise et la composition de l'échéance du portefeuille à long terme. Comme indiqué précédemment, le risque renouvelable est plus prononcé dans les pays qui suivent un régime de taux de change fixe mais un régime de taux de change plus souple peut soutenir une plus grande proportion de dette à court terme.

accroître l'accès à d'autres types de financement. Par exemple, l'introduction d'une large gamme de titres domestiques négociables, ou l'établissement d'un accès aux marchés de capitaux internationaux.

Résultat

- Articulation de facteurs structurels à long terme que la SDMT doit prendre en compte.

Étape 6: Évaluer et classer les stratégies alternatives de gestion de dette sur la base du compromis coût-risque.

Objectif: Identifier et analyser les stratégies possibles de gestion de dette, évaluer leur performance, et choisir un petit nombre de stratégies de gestion de dette candidates.

41. Pour déterminer la SDMT préférée, le GD doit évaluer la performance—qualitative ou quantitative—d'une gamme de stratégies alternatives à partir d'une perspective de coût et risque. Ceci exige du GD d'identifier un ensemble de stratégies pertinentes et d'évaluer celles-ci dans le cadre des contraintes et des scénarios futurs de la balance primaire et des taux de marché déterminés précédemment. Par ailleurs, les stratégies doivent alors être évaluées dans le cadre des scénarios pertinents de risque/contrainte qui ont été identifiés.

42. En réalité, le GD doit seulement analyser en détail un petit ensemble de stratégies. Pour commencer, il doit examiner la stratégie de gestion de dette—implicite or explicite—existante (voir Étape 2). Il peut alors identifier les compositions et stratégies alternatives de dette qui peuvent contribuer à atténuer les principales vulnérabilités déjà identifiées. Les stratégies qui soutiennent le développement de marchés intérieurs doivent aussi être examinées.

43. En l'absence d'outils quantitatifs spécifiques pour analyser les stratégies alternatives, le GD doit examiner les caractéristiques de dette ou de la composition de la dette qui atténueraient les principales sources de volatilités au budget ou fournir une certaine stabilisation à l'impact des risques identifiés (voir Étape 4), et examiner les coûts potentiels de la réalisation de cette composition de dette. Par exemple, si le pays est exposé à des chocs extérieurs et que le taux de change réel est volatile ou sous le risque d'une tendance à la baisse, le GD pourrait vouloir éviter d'aggraver cela par la réduction du financement extérieur. Ceci lui permettrait de préciser la direction préférée des indicateurs de risque spécifiques, tels que l'augmentation de la part de dette en devises intérieures ou l'allongement de l'échéance de la dette.

44. Si le GD a élaboré des outils pertinents (tels que le tableur accompagnant la SDMT, voir Encadré 4 et l'illustration dans l'Annexe VI) ou s'il y a accès, une évaluation quantitative du coût et du risque des stratégies alternatives peut être entreprise. Habituellement, ces outils comparent le coût de la dette au risque (comme défini par le changement dans le coût) sur une durée spécifique dans le cadre de différents scénarios. Ces outils permettent au GD de simuler l'impact de diverses options de financement, en

retraçant l'évolution des principaux indicateurs de coût et de risque pour chaque stratégie testée.

45. L'analyse de scénario permet d'évaluer l'impact des chocs spécifiques ou des scénarios de risque. Ceux-ci comprennent les scénarios alternatifs ou les tests de contrainte identifiés dans l'Étape 4, y compris les chocs composés examinés dans l'AVD. De façon similaire, lorsque l'analyse AVD suggère que le scénario macro de base est optimiste, il est important d'évaluer les implications de l'utilisation d'un ensemble d'hypothèses macro plus conservatrices.³⁰ Cette évaluation de risque devient essentielle lorsque les niveaux de dette sont déjà élevés par rapport à la capacité du gouvernement à payer.

46. Le choix de la durée sur laquelle le coût et le risque sont évalués doit prendre en compte la stabilité de l'économie. Par exemple, si l'économie est plutôt stable, il serait plus représentatif d'évaluer le coût et le risque sur une durée plus courte; cependant, si l'économie n'est pas stable, il serait nécessaire de considérer une durée plus longue.³¹ De façon similaire, les chocs examinés doivent aussi correspondre à la période évaluée.³² D'une manière générale, lorsque l'on compare l'impact relatif des tests de contrainte spécifiques, la probabilité subjective assignée à la réalisation de chaque choc spécifique doit être prise en compte.

Encadré 4. L'outil analytique de la SDMT

Un outil analytique (SDMT OA) complète l'analyse décrite dans la Note d'information. Le but de l'outil est de soutenir quantitativement le processus de prise de décision. Les résultats servent à renseigner et à illustrer les conséquences du suivi d'une stratégie de gestion de dette en particulier dans le cadre de divers scénarios ou de tests de contrainte. L'outil peut être utilisé pour tester les conséquences, soit de suivre un plan de financement spécifique ou d'accomplir et de maintenir une composition de dette spécifique, avec les séries associées des plans de financement déterminés par l'outil. Dans cet ordre d'idée, l'outil peut être utilisé pour mettre l'accent sur la relation entre, d'une part, le coût des divers plans de financement ou compositions de dette, et d'autre part, le risque associé. L'outil est souple et les utilisateurs peuvent, dans certaines limites, préciser la durée des prévisions, le nombre de devises, et la gamme des instruments.

L'outil est basé sur Excel et comprend quatre tableurs distincts. Une variété d'indicateurs de coût et de risque est produite, permettant au GD d'examiner les compromis de coût-risque de chaque stratégie alternative.

Bien que les compromis de coût-risque qui en résultent contribuent au processus de prise de décision en fournissant des informations quantitatives, l'outil n'est pas supposé être le seul centre d'intérêt au cours de la prise de décision. Avec les résultats produits par les hypothèses de départ, un jugement prudent doit être appliqué à toute interprétation des résultats.

³⁰ Ceci pourrait modifier la SDMT vers une stratégie à plus faible risque mais probablement plus coûteuse.

³¹ Par exemple, si les prix d'exportations des matières premières sont dans une tendance à la baisse, il faudrait choisir une durée plus longue de façon à tenir compte aussi de la tendance à la hausse.

³² Par exemple, un choc habituel est-il mieux représenté par l'écart type annuel ou les chocs sont-ils corrélés dans le temps et le choc est-il mieux représenté par l'écart type sur une période de 5 ans, est-il mesuré sur une base tournante, par exemple sur une durée de 20 ans. Dans l'idéal, l'écart type serait calculé sur une période qui est égale ou supérieure au cycle. Voir aussi la discussion dans le cadre de l'Étape 2.

47. Les stratégies en considération doivent être révisées par l'évaluation de l'Étape 3, pour s'assurer qu'elles peuvent être mises en œuvre. Cette révision devrait identifier les questions de politiques plus vastes qui sont effectivement des contraintes pour l'ensemble des stratégies applicables. Même lorsque la gamme des stratégies de gestion de dette applicables est limitée, comme c'est le cas dans la plupart des PFR, cette évaluation explicite des coûts et des risques est un élément important de gestion de risque.

48. Dès que le GD a évalué la performance des stratégies pertinentes clés, les résultats centraux doivent être résumés (par exemple sous forme de tableau ou de graphique) et un nombre réduit de stratégies candidates doit être identifié, présenté, et discuté avec les autres responsables de politiques.

Résultat:

- Classement d'un petit nombre de stratégies candidates en termes de coût et de risque.

Étape 7: Revoir les implications des stratégies de gestion de dette candidates avec les autorités des politiques budgétaires et monétaires, et les revoir également en fonction des conditions du marché

Objectif: S'assurer que des réactions pertinentes suscitées par les stratégies identifiées sont fournies aux autorités des politiques budgétaires et monétaires. Réviser les implications potentielles du marché de la dette des stratégies.

49. Les stratégies candidates, et leurs implications de coût et de risque associées, doivent être revues avec les autorités des politiques budgétaires, et leurs implications pour la viabilité de la dette doivent être évaluées. Si la révision des stratégies identifiées dans le cadre de l'Étape 6 avec les autorités budgétaires suggère des risques potentiels pour le budget, ou si la viabilité de la dette ou la viabilité extérieure semble courent des risques, les stratégies potentielles devraient être ajustées. Sur un autre plan, une révision des prévisions budgétaires de base pourrait être requise de façon à créer plus de surface budgétaire.

50. De façon similaire, les implications potentielles des stratégies candidates pour les conditions monétaires doivent être discutées avec la banque centrale, y compris leur capacité de soutien des objectifs de politiques monétaires. Le montant anticipé de devise étrangère, et des autres financements extérieurs, et la durée probable, pourraient avoir des implications pour l'intervention, le taux de change et l'éviction du secteur privé. De même, les implications pour la balance des paiements et le niveau du risque de refinancement relatif au niveau anticipé des réserves internationales doit être discuté. Au cas où la viabilité de la dette extérieure serait menacée, ou que les stratégies de financement créeraient ou contribueraient à des risques de liquidités excessifs, l'implication pour le régime du taux de change doit être discutée. Les conclusions de ces discussions pourraient aussi influencer le choix de stratégie, ou pourrait requérir l'identification par le GD d'une stratégie alternative.

51. Les implications de la SDMT préférée du GD, ainsi que le financement impliqué des marchés intérieurs et internationaux, doivent être révisés avec les autorités des marchés monétaires et financiers pour évaluer l'impact de l'hypothèse d'investissement présumé des

groupes d'investisseurs clés. Les implications potentielles pour le développement des marchés de capitaux et la stabilité financière doivent être aussi évaluées.³³ Ces implications pourraient être positives—par exemple, une stratégie en cours d'examen qui aiderait à fournir un point de référence efficace pour le secteur privé—ou négatives—par exemple, le volume de financement proposé à travers un instrument pourrait effectivement absorber toute la capacité disponible et pourrait évincer le secteur privé. De façon similaire, les préoccupations réglementaires à propos, par exemple, des risques auxquels le système bancaire est exposé, peuvent être pris en compte, et aider ainsi à déterminer si la SDMT proposée est appropriée.

52. En général, si la stratégie de gestion de la dette a des implications importantes pour les hypothèses macroéconomiques sous-jacentes, une approche interactive serait nécessaire lorsque la dette et les stratégies macroéconomiques sont discutées conjointement, et révisées selon un processus itératif. Une importante révision aux prévisions de base (Étape 4) nécessitera que le GD répète l'exercice d'analyse stratégique (Étape 6), etc.

Résultat:

- Une évaluation claire de la conformité des stratégies candidates avec les politiques budgétaires et monétaires, tout en maintenant la viabilité de la dette en accord avec les plans de développement du marché.

Étape 8: Soumettre et garantir un accord sur la SDMT

Objectif: Identifier la SDMT préférée, et envoyer une proposition, en même temps que les stratégies candidates alternatives classées, à la plus haute autorité responsable de l'approbation de la gestion de la dette.

53. En se basant sur les étapes 1 à 7, le GD doit présenter la SDMT préférée à la plus haute autorité responsable de la gestion de la dette pour approbation. La présentation doit contenir des alternatives à la SDMT préférée.

54. La SDMT doit être approuvée par la plus haute autorité du Ministère des finances puisqu'elle doit inclure la tolérance de risque préférée du gouvernement, ce qui implique une appréciation politique du compromis coût-risque. Une fois qu'elle est approuvée, la stratégie de gestion de la dette doit être officialisée et un mandat explicite doit être donné au GD pour mettre en œuvre la stratégie.

Résultat:

- Une SDMT approuvée.

³³ Ceci pourrait survenir comme conséquence d'une concentration de la base de l'investisseur, par exemple, un accroissement dans la vulnérabilité du système bancaire, conduirait à une augmentation du fardeau de la dette dans une situation de chute du système bancaire.

III. DISSEMINATION

55. Une fois que la SDMT a été approuvée et officialisée, il est recommandé qu'elle soit vulgarisée à travers la publication d'un document stratégique de gestion de la dette.³⁴ La vulgarisation de la SDMT aidera le GD à renforcer les relations avec les créanciers, les investisseurs et les autres principaux acteurs (par exemple les agences chargées de l'évaluation du degré de solvabilité), et à faciliter un dialogue ouvert sur les principaux facteurs qui influencent le choix et la mise en œuvre de la SDMT. Ceci pourrait aider à garantir un soutien à la SDMT choisie et réduire l'incertitude des investisseurs.

56. Un document typique décrivant la SDMT devrait mettre l'accent sur: l'objectif et la portée de la SDMT; une description de l'environnement macroéconomique actuel et prévu; une évaluation du volume de la dette existante, et un aperçu de la SDMT approuvée, avec un exposé sur les facteurs qui ont influencé le choix de la stratégie, y compris les principaux facteurs de risque mis en exergue par la gestion de la SDMT.³⁵

57. La SDMT peut être présentée par l'intermédiaire des objectifs établis pour une composition d'instrument spécifique ou par des indicateurs spécifiques de coût ou de risque. Aux étapes initiales, les indicateurs peuvent être plus descriptifs ; par exemple la SDMT souhaitée est d'accroître la part de la dette en devise intérieure ou d'étendre graduellement les échéances. Progressivement, les objectifs peuvent devenir plus spécifiques et précis ; par exemple, établir un objectif de portefeuille de 60% de dette en devise intérieure.

58. Lorsqu'une SDMT est élaborée pour la première fois, il serait particulièrement utile de la faire connaître à un large public comprenant les parlementaires, les investisseurs nationaux et étrangers, les agents intermédiaires, les agences de notation, en organisant des ateliers, des séminaires ou des tournées. Plus généralement, la SDMT peut fournir une base solide pour mettre en place un programme efficace de relations avec les investisseurs,³⁶ ce qui pourra faciliter le développement du marché de la dette intérieure et avoir un impact sur le coût de la dette future basée sur le marché.

IV. MISE EN ŒUVRE ET SUIVI

59. Dès que la SDMT a été décidée, le GD doit développer un plan interne de *financement annuel* qui décrit comment la stratégie sera mise en œuvre pendant la *période budgétaire à venir*. Le besoin de financement annuel sera déterminé par le processus budgétaire, alors que la répartition du besoin de financement au cours de l'année dépendra des flux de liquidités du gouvernement. En général, l'efficacité avec laquelle un plan de financement sera mis en œuvre reflétera la capacité des autorités à développer des prévisions

³⁴ Le GD doit utiliser tous les canaux disponibles pour la publication, y compris les sites web.

³⁵ Voir l'annexe VII sur le "Modèle pour un document stratégique de gestion de la dette". Il n'est généralement pas nécessaire de publier dans toute son étendue l'analyse réalisée; en particulier, certains des scénarios de contraintes examinés pourraient être sensibles.

³⁶ Voir FMI (2004) pour une discussion sur les questions relatives à la conception d'un programme efficace de relations avec les investisseurs.

significatives de liquidités du gouvernement.³⁷ Au niveau global, les montants totaux à rassembler par le biais de chacun des instruments disponibles peuvent être déterminés sur la base de la stratégie. Ceci doit alors être décomposé en de plus spécifiques objectifs à partir de la connaissance que possède le GD sur les sources de financement.

60. Lorsque les objectifs globaux sont identifiés, le calendrier probable des flux doit être planifié et vérifié pour s'assurer qu'il fournit un financement suffisant pour les flux intra-année anticipés. En général, des plans séparés seront formulés pour les emprunts sur les marchés intérieur et extérieur.

61. La détermination du plan de financement annuel commence généralement par une analyse des flux (de liquidité) budgétaires anticipés, ainsi que des flux du service de la dette prévus. La prise en compte du bilan de départ sur le Compte unique du trésor (CUT), ou des bilans nets des comptes gouvernementaux (et du profil planifié de financement des réserves pour la banque centrale) permettra au GD de mettre au point le profil des exigences de financement au cours de l'année. Ajouter à cela les décaissements anticipés des prêts officiels permettrait d'identifier où le solde anticipé sur le CUT sera relatif à son objectif de solde, et par conséquent, le volume et le calendrier souhaités des opérations de financement.³⁸ Sur le plan intérieur, cette analyse permet au GD d'élaborer un programme d'émission conforme à tous les objectifs stratégiques, tel que le respect d'un modèle régulier d'émission pour soutenir le développement du marché (voir Annexe VIII pour une illustration). Sur le plan extérieur, au cas où le GD aurait moins d'autorité pour choisir le calendrier précis des opérations, l'analyse mettrait l'accent sur le dernier point à partir duquel les emprunts devront être garantis, par exemple, en exploitant les marchés internationaux ou en se procurant d'autres prêts provenant du secteur privé extérieur.³⁹

62. Souvent, le plan de financement annuel, ou tout au moins la composante intérieure, est communiquée au marché.⁴⁰ A mesure que l'année progresse, et que le budget est mis en œuvre, les plans de financement devront être mis à jour en fonction des flux réalisés.

³⁷ Une gestion efficace et efficiente des liquidités du gouvernement soutiendra l'élaboration d'un plan de financement plus engagé et plus transparent, et contribuera surtout à réduire le coût de la dette. Lorsqu'il y a des faiblesses importantes dans la gestion des liquidités, le calendrier des opérations de financement pourrait être plus personnalisé, et par conséquent moins favorable au développement du marché, et donc plus coûteux.

³⁸ Le maintien d'un solde positif du CUT pour absorber la volatilité des principaux influx pourrait être un objectif de politique approuvé. En général, pour réduire le coût d'endettement potentiel, le gestionnaire de la dette essaiera de mesurer le temps des opérations de financement pour garder les soldes de compte aussi proches que possible de leurs niveaux cibles, bien que cela nécessite d'être équilibré sur la souhaitabilité du suivi d'un modèle régulier d'émission pour soutenir le développement du marché.

³⁹ Lorsque les pays n'ont pas encore établi une présence dans les marchés de capitaux internationaux ou de relation avec des créanciers spécifiques, alors ces plans doivent prendre en compte les délais impliqués qui peuvent être importants.

⁴⁰ Une telle communication peut faciliter l'élargissement du marchés des obligations d'Etat et contribuer à la réduction du coût et du risque en permettant l'émission de volumes plus importants et d'une gamme d'instruments plus large, et la réduction des primes de risque provenant de l'incertitude du marché.

63. En outre, il est important de réviser périodiquement la SDMT, de préférence annuellement, et de confirmer sa validité continue. De même, s'il y a des changements fondamentaux dans les conditions macroéconomiques ou de marché, la SDMT doit être mise à jour. Une nouvelle analyse doit être entreprise, et une nouvelle proposition doit être soumise en même temps qu'une explication claire de la raison pour laquelle une révision et une mise à jour de la stratégie sont recommandées.

64. Les progrès dans la mise en œuvre de la SDMT doivent également être communiqués régulièrement au ministre des finances, ou à tout autre comité compétent, par des rapports de gestion réguliers par exemple. Ces rapports doivent fournir des informations sur l'évolution du portefeuille, et les principaux facteurs de coût et de risque. Ces rapports réguliers jouent un rôle clé dans un cadre efficace de gestion de risque.

Références utiles

- Arnone, Marco and George Iden, 2003, “Primary Dealers in Government Securities: Policy Issues and Selected Countries Experience”, International Monetary Fund Working Paper No. 03/45, (Washington), (March).
- Árvai, Zsóvia and Geoffery Heenan, 2008, “A Framework for Developing Secondary Markets for Government Securities”, International Monetary Fund 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).
- International Monetary Fund, 2004, “Investor Relations Programs—Recent Developments and Issues”, (Washington) (October).
- Organization for Economic Cooperation and Development, 2002, "Debt Management and Government Securities Markets in the 21st Century," September (Paris).
- 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).
- World Bank and International Monetary Fund, 2001, “Developing Government Bond Markets: A Handbook,” (Washington).
- _____, 2003a, *Guidelines for Public Debt Management*, (Washington, revised ed.).
- _____, 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) (forthcoming).

Annexe I. Cadre institutionnel d'habilitation

65. Un cadre institutionnel clair facilite une gestion efficace de la dette. Les principaux éléments de ce cadre sont: (i) un cadre légal adéquat; (ii) des dispositions institutionnelles efficaces dont l'organisation de la fonction du GD ; et (iii) un archivage de la dette complet et efficace. Alors que les pays abordent chacun de ces éléments avec des approches différentes, certains principes sous-jacents restent généralement valables.⁴¹ De façon spécifique, le cadre légal doit préciser l'autorité qui devra emprunter et émettre de nouvelles dettes, investir et réaliser des transactions au nom du gouvernement (voir Encadré 5). Souvent, le cadre légal présente les objectifs globaux pour la gestion de la dette, clarifie la responsabilité et décrit les exigences de rapport et d'audit souhaitées. Il peut également aborder les modalités spécifiques de coordination parmi les agents impliqués dans la gestion de la dette, par exemple, le rôle d'agence fiscale de la banque centrale.

66. La structure de soutien de la gouvernance doit clairement exposer et décrire les rôles et responsabilités de toutes les institutions compétentes impliquées dans les activités de gestion de la dette. En particulier, elle doit préciser l'agent est responsable des décisions de gestion de la dette. En principe, ce serait le ministre des finances, appuyé si possible par un comité consultatif. En dépit des mécanismes spécifiques, les dispositions doivent être structurées, et les niveaux d'autorité et de responsabilité doivent être clairs et cohérents.

67. L'agent responsable des politiques et de la mise en œuvre de la gestion de la dette doit s'assurer qu'il y a suffisamment d'information pour s'acquitter efficacement cette responsabilité. En principe, ceci est fait par le biais de rapports périodiques par le GD sur les progrès de la mise en œuvre de la stratégie de gestion de la dette et du plan d'emprunt associé. Ces rapports doivent fournir des informations sur l'évolution du portefeuille et les principaux indicateurs de coût et de risque, de façon à ce que ceux qui sont responsables des décisions soient capables de contrôler de façon adéquate les développements par rapport à l'évolution prévue de ces indicateurs.

⁴¹ Pour une discussion plus large, voir: World Bank and IMF, 2003, *Guidelines for Public Debt Management* .

Encadré 5. Éléments d'un bon cadre juridique pour la gestion de la dette publique

Le cadre juridique pour la gestion de la dette publique contient idéalement les principaux éléments suivants:

- Une autorisation claire du Parlement/Congrès à la branche exécutive du gouvernement pour approuver les emprunts et les garanties de prêt au nom du gouvernement.
- Une autorisation claire de la branche exécutive du gouvernement aux entités de gestion de la dette pour réaliser des emprunts et des transactions liées à la dette et émettre des garanties de prêt.
- Des objectifs clairs en matière de gestion de la dette. Les objectifs communs de gestion de la dette trouvés dans la législation moderne sont les suivants : les besoins de financement du gouvernement central sont toujours satisfaits ; le coût de la dette est minimisé par rapport à une perspective de moyen/long terme ; les risques dans le portefeuille de la dette sont maintenus à des niveaux acceptables, et le développement des marchés de dette intérieure est promu.
- Une exigence pour développer une stratégie de gestion de la dette. Dès que les objectifs de gestion de la dette sont établis, ces objectifs doivent être traduits en une stratégie opérationnelle qui fournira un cadre au gouvernement en vue de la réalisation de ses objectifs de gestion de la dette.
- Des rapports obligatoires annuels couvrant une évaluation des résultats par rapport aux objectifs fixés et à la stratégie déterminée. Cette responsabilité est la contrepartie de la délégation par le Parlement/Congrès du pouvoir d'emprunt à l'exécutif.
- Une exigence d'audit externe. Cette exigence d'audit externe se trouve normalement dans l'Acte d'audit public général, plutôt que dans une législation spécifique de gestion de la dette.

68. Lorsque différentes entités sont impliquées dans le contrat des passifs directs du gouvernement central, il doit exister des dispositions institutionnelles efficaces pour garantir la coordination et la mise en œuvre de la SDMT. Il doit exister en particulier des mécanismes de partage de l'information sur les développements dans ces sous-portefeuilles et coordination des actions. Les pays utilisent différentes approches pour relever ce défi de coordination, depuis la centralisation en une seule unité de toutes les fonctions de gestion de la dette jusqu'à la création d'une unité centrale responsable de l'élaboration et du contrôle de la SDMT, avec d'autres entités responsables pour la mise en œuvre. En outre, en raison des liens importants entre la mise en œuvre efficace de la SDMT et la gestion des liquidités du gouvernement et la mise en œuvre des politiques monétaires, les dispositions institutionnelles doivent reconnaître la nécessité d'établir des mécanismes de coordination efficaces entre ces fonctions.

Encadré 6. Dispositions organisationnelles

Une bonne gestion de la dette publique exige une structure institutionnelle qui délimite clairement les rôles, les responsabilités, et les voies de circulation des rapports pour les institutions compétentes. La consolidation des fonctions de gestion de la dette dans un seul service ou une seule direction peut éviter une duplication des fonctions, renforcer la responsabilité, et réduire les besoins de coordination et de partage d'information. Elle facilite aussi l'analyse et le développement d'une stratégie pour le portefeuille de la dette globale, parce qu'une entité est clairement mandatée pour remplir ce rôle et conserve l'ensemble des informations nécessaires pour la réaliser.

L'expérience dans le contexte de pays en développement suggère que les dispositions institutionnelles encadrant les opérations de gestion de la dette restent fragmentées à travers un certain nombre d'organismes gouvernementaux, en particulier depuis que la gestion de projet tend à exiger une implication massive des ministères de la planification ou de l'économie. Une forte coordination parmi les divers organismes est donc nécessaire pour l'exécution efficace des fonctions du GD. A cet égard, il est généralement reconnu qu'une consolidation de la fonction de gestion de dette n'est pas une condition préalable pour une bonne gestion de la dette publique.

Lorsque les responsabilités de gestion de la dette sont consolidées en une seule entité, des divisions internes claires des responsabilités sont nécessaires pour réduire le risque opérationnel. En particulier, la séparation entre les activités de l'administration et celles des opérations est essentielle pour réduire le risque de fraude dans toutes les organisations traitant des transactions financières. En revanche, dans les opérations les plus avancées, la séparation des activités de l'administration et de celle des agents intermédiaires assure l'indépendance de ceux qui mettent en place et contrôlent le cadre de gestion de risque par rapport à ceux qui sont responsables de l'exécution des transactions de marché. Par ailleurs, il est important que le personnel soit soumis à un code de conduite clair et à des règles de conflit d'intérêt pour garantir l'intégrité des opérations de gestion de dette.

Source: World Bank (2007a) chapitre 5.

69. Souvent, la création d'une base de données efficace qui couvre tous les types de dette, et qui peut fournir des données nécessaires pour le développement de la SDMT représente un défi important. Une condition préalable pour des données complètes et de qualité sur la dette consiste en un archivage efficace de la dette. Bien qu'un bon système informatique puisse contribuer à mettre en place un bon archivage de la dette, l'expérience montre que l'établissement de processus et de procédures claires pour les systèmes d'archivage de la dette est essentiel. En ce qui concerne les systèmes informatiques, les pays utilisent diverses approches telles que l'élaboration de systèmes internes, l'utilisation d'un système de tierce partie, ou une combinaison des deux. Pour garantir l'intégrité de toute donnée entrée dans le système, des procédures d'exploitation adéquates doivent être mises en place pour garantir l'exactitude.⁴²

70. L'expérience des pays dans la mise en place d'un cadre d'habilitation efficace est discutée plus largement dans *World Bank and IMF (2007)* et *World Bank (2007a)*.

⁴² En général, les pays doivent s'efforcer de réaliser le principe des "quatre yeux", avec l'entrée de données et la vérification accomplies par des personnes distinctes.

Encadré 7. Éléments souhaitables d'un système d'archivage de la dette

Un système solide d'archivage de la dette doit fournir une base de données exacte, cohérente et complète de la dette intérieure, extérieure et garantie par le gouvernement. Un bon système d'archivage de la dette doit toujours fournir les éléments suivants:

- Une décomposition exacte de la dette en cours par diverses caractéristiques dont la composition de la devise, la composition du créancier, la 'concessionnalité' et la composition de l'instrument (y compris par type de taux d'intérêt).
- Des calendriers globaux de service de la dette à travers diverses catégories de dette.
- Certains indicateurs de portefeuille de base, tels que l'échéance moyenne, la proportion de dette en devise étrangère, etc.
- Des calendriers de paiement des intérêts et l'amortissement des prêts et titres individuels, en même temps que les ordres de paiement associés. Ceci peut être décentralisé si la gestion est répartie à travers différentes entités contractantes.

En principe, le système devrait également servir d'interface avec d'autres principaux systèmes tels que (i) le système de paiements utilisé pour effectuer des paiements du service de la dette; (ii) le système de gestion des transactions (lorsqu'il y en a);⁴³ (iii) le système d'enchères (s'il est distinct du système de gestion des transactions), et (iv) les informations de gestion financière du gouvernement et systèmes comptables.

En outre, il devrait être possible de garantir l'intégrité du système en imposant des contrôles de sécurité.

⁴³ Par exemple, si les unités de gestion de la dette s'engage directement dans les transactions de marché financier.

Annexe II. Conception d'une SDMT: Liste de vérification pour les gestionnaires de la dette

Les principaux éléments des étapes à suivre dans la formulation d'une SDMT sont résumés ci-dessous:

Étape 1. Identifier les objectifs de gestion de la dette publique et le champ d'application de la SDMT

Le but est d'aider à clarifier ce que les objectifs de la SDMT devraient chercher à atteindre. Cela permettra également de clarifier les tâches et les responsabilités du GD.

- Identifier les principaux objectifs de la gestion de la dette publique
 - Par exemple
 - Satisfaire le besoin de financement
 - Réduire les coûts
 - Maintenir le risque à un niveau prudent
 - Développer le marché de la dette intérieure
 - Mettre en place un point de référence ou un critère pour les émissions du secteur privé
- S'assurer que les objectifs (lorsqu'ils ne sont pas fixés par la loi) sont bien certifiés
- Définir le champ d'application de la SDMT
 - Le gouvernement central ; le gouvernement en général; ou un secteur public plus large
 - Passifs conditionnels
 - L'interaction avec la dette extérieure du secteur privé

Étape 2. Identifier la stratégie actuelle de gestion de la dette ainsi que le coût et les risques de la dette existante

Le but est de déterminer clairement le point de départ de l'analyse, ce qui permettra de déterminer si la SDMT devrait chercher à modifier les caractéristiques du portefeuille de la dette existante de manière spécifique, en réduisant un risque spécifique par exemple.

- Identifier de manière explicite la stratégie actuelle
 - Fournir un point de référence par rapport auquel des solutions alternatives peuvent être évaluées
- Identifier la dette en cours et sa composition
 - Déterminer le profil du service de la dette relatif à la dette en cours
- Calculer le coût de base et les indicateurs de risque du portefeuille
 - Identifier les sources de vulnérabilité du volume de la dette existante

Étape 3. Identifier et analyser les sources de financement potentielles, y compris les caractéristiques de coût et des risques

Le but est de déterminer l'éventail des stratégies possibles qui pourraient être réalisable et dont la mise en œuvre est souhaitable. Cela permettra également de cerner les contraintes potentielles qui pourraient entraver la mise en œuvre d'une stratégie choisie. Cela pourrait requérir une interaction avec les superviseurs des marchés financiers, ou d'autres organismes (par exemple, le Ministère de la planification).

- Identifier les sources potentielles de financement, leurs caractéristiques financières, y compris les paramètres de coûts et de risques, et les montants potentiellement disponibles
 - Dresser une liste des instruments existants et potentiels, intérieurs et extérieurs, et décrire leurs caractéristiques financières
 - Évaluer le montant éventuel des emprunts disponibles à travers chaque instrument
 - Identifier les contraintes qui pourraient entraver la disponibilité des fonds
 - Discuter / classer les instruments sur la base de leurs coûts et des caractéristiques de risque (et cela dans le contexte de la vulnérabilité du portefeuille de la dette précédemment identifié)

Étape 4. Identifier les prévisions de référence et les risques dans les principaux domaines de politiques—budgétaire, monétaire, extérieur et de marché

L'objectif est de déterminer le scénario de base pour l'analyse de la performance des stratégies alternatives et de définir des scénarios de risque spécifiques à évaluer. Cela requiert une interaction avec les politiques budgétaire, monétaire et les autorités des marchés financiers, et (le cas échéant) les participants du marché.

- Identifier les prévisions de référence à moyen terme pour les principales variables de politiques budgétaires et monétaires
 - Utiliser les prévisions du CVD
- Déterminer s'il y a des contraintes externes pertinentes pour la formulation de la SDMT
 - Discuter tout changement prévu du taux de change ou du régime de compte de capitaux
 - Discuter de tout financement requis de réserves internationales
- Identifier les prévisions de référence à moyen terme pour les taux du marché
- Clarifier les hypothèses sur les prix probables d'instruments ne disposant pas de marché
 - Sur la base d'information provenant des créanciers et d'autres sources
- Déterminer des scénarios de risque spécifiques
 - Ceux identifiés dans le CVD
 - Autres changements spécifiques apportés aux conditions du marché et à la demande (par exemple, un choc des conditions de la liquidité mondiale).

Étape 5. Analyser les facteurs structurels à plus long terme

Le but est d'adopter une perspective à plus long terme et d'identifier les facteurs qui pourraient influencer la façon dont la composition de la dette devrait idéalement changer sur

le long terme. Cela nécessite une interaction avec les autorités des politiques budgétaires et monétaires.

- Indiquer des caractéristiques structurelles à long terme de l'économie que la SDMT devrait essayer de prendre en compte, par exemple,
 - La vulnérabilité des prix des produits de base
 - L'accès à des financements concessionnels
 - Les tendances du taux de change réel
 - Les tendances de l'inflation

Étape 6. Évaluer et classer les stratégies alternatives de gestion de la dette sur la base du coût et des risques des compromis

Le but est d'analyser un certain nombre de stratégies alternatives de gestion de la dette, d'évaluer les résultats obtenus, et identifier un petit nombre de stratégies candidats, y compris une stratégie privilégiée.

- Pour obtenir un éventail de stratégies alternatives
 - Évaluer comment les coûts pourraient changer selon les divers scénarios de risque
 - Évaluer la manière dont chaque stratégie contribue à atténuer les vulnérabilités identifiées du portefeuille
 - Évaluer la manière dont chaque stratégie répond aux objectifs à la fois primaires et secondaires, de gestion de la dette
 - Évaluer s'il serait possible pour chaque stratégie de mettre en œuvre les hypothèses déterminées par rapport aux sources potentielles de financement

Étape 7. Examiner les incidences des stratégies rivales avec les autorités des politiques budgétaires et monétaires, et pour le développement du marché

L'objectif est de montrer clairement que la stratégie privilégiée, et les autres stratégies rivales sont conformes aux politiques budgétaires et monétaires, maintenant ainsi la viabilité de la dette, et en conformité avec les plans de développement des marchés.

- Présenter la stratégie privilégiée, et les autres stratégies rivales aux autorités des politiques budgétaires et monétaires
 - Discuter de tous les points d'interaction
 - Confirmer que les indicateurs de viabilité de la dette sont consistants avec l'AVD
- Examiner avec les autorités des marchés financiers les incidences potentielles des stratégies rivales sur le marché de la dette, en examinant aussi leur pertinentes,

Étape 8. Proposer et approuver la SDMT

Le but est de proposer la stratégie privilégiée au décideur, et de garantir son accord.

- Documenter les stratégies privilégiées et un petit nombre (par exemple, une ou deux) des stratégies alternatives
 - Souligner pourquoi la stratégie privilégiée est supérieure aux autres
 - Décrire clairement les principaux coûts et risques affiliés, et la relation avec les grands objectifs
- Présenter le projet à l'autorité suprême en charge
- Convenir de la SDMT

Une fois déterminée, la SDMT convenue devrait être disséminée.

Annexe III. Coût et risques, et indicateurs de la dette

Cette annexe traite d'une diversité de coût et risque, et d'autres indicateurs de dette utiles dont pourrait avoir besoin le gestionnaire de la dette pour une gestion efficace du portefeuille de la dette. L'annexe VI décrit comment certains de ces indicateurs peuvent être utilisés dans une application du cadre spécifique à un pays.

71. Une condition préalable pour l'élaboration d'une bonne stratégie de gestion de la dette est une définition claire du coût et du risque. Alors que cela pourrait sembler insignifiant, c'est en réalité une question épineuse pour les gestionnaires de la dette. Il est important que les gestionnaires de la dette soient au clair à propos de ce qui est exactement reflété par des mesures spécifiques de coût et de risque de sorte que les mesures les plus appropriées soient sélectionnées pour un objectif donnée.

72. Pour les besoins immédiats du budget, l'accent est mis habituellement sur des mesures nominales absolues, c'est-à-dire les paiements d'intérêt nominal aux taux de changes actuels. Bien que les mesures nominales soient utiles pour les besoins du budget, elles ne renseignent pas les décideurs sur le coût réel de la dette étant donné qu'elles n'informent pas sur les implications de l'inflation sur la valeur réelle de la dette ou les gains ou pertes sur la dette indexée ou la dette libellée en devise étrangère. Elles ne reflètent pas aussi comment la capacité de remboursement est influencée par la croissance du PIB ou les recettes d'impôt. En conséquence, il serait utile d'examiner le ratio des paiements d'intérêt au PIB nominal ou les recettes nominales d'impôt—qui sont effectivement des mesures réelles qui reflètent mieux la charge réelle de la dette. Les autres mesures importantes de coût réel abordées ci-dessous sont le ratio de la VAN de la dette au PIB et le ratio des paiements d'intérêt ajustés pour les gains/pertes de capitaux au PIB. La mesure de VAN est utile parce qu'elle reflète la 'concessionnalité' de la dette. La mesure du coût d'intérêt ajusté reflète directement les taux d'intérêt concessionnels, mais elle ajuste aussi les paiements d'intérêt en devise étrangère habituellement bas pour la dépréciation prévue du taux de change, qui ajoute au principal et par conséquent à la charge réelle de cette dette.

73. Dans le contexte de ce qui suit, et dans l'outil analytique de la SDMT accompagnant cette note d'information, le risque est défini comme un changement dans l'une de ces mesures de coût après l'application d'un choc. Toutefois, cette annexe traite aussi de certaines autres statistiques utiles de portefeuille qui reflètent directement l'exposition inhérente du portefeuille de la dette à ces risques comme changements de taux d'intérêt et de change. En utilisant ces statistiques de portefeuille, il est important de comprendre leur rapport avec les mesures de risque les plus fondamentales.

Mesures de coût

74. Les exemples d'indicateurs généralement utilisés pour un portefeuille de dette sont:

Coût d'intérêt

- Le coût d'intérêt nominal reflète l'impact nominal direct des paiements d'intérêt, ou les paiements de coupon dans le cas de la dette cautionnée, mais ignore tous gains/pertes de capitaux réalisés, tels que la dette libellée en devise étrangère ou liée à l'inflation. Algébriquement, cette mesure peut être exprimée ainsi:⁴⁴

$$I_t^* = \sum_{j=1}^m e_{jt} I_{jt}^{FX} + I_t^{DX} \quad (1)$$

avec I_t^* = le total des paiements d'intérêt exprimé en devise locale au temps t , e_{jt} = j^{th} taux de change entre la devise intérieure et la devise étrangère j , I_{jt}^{FX} = paiements d'intérêt libellés en devise étrangère j , et I_t^{DX} = paiements d'intérêt en devise local. Le coût d'intérêt nominal absolu ne donne pas une bonne indication du coût réel ou de la charge de la dette. Il est alors préférable de normaliser le coût d'intérêt nominal en termes réels, ou en termes d'unités de PIB nominal ou de recettes gouvernementales. Les deux dernières normalisations reflètent la capacité du gouvernement à effectuer les paiements d'intérêt. Ces normalisations impliqueraient que nous puissions définir: (a) le coût d'intérêt réel; (b) le coût d'intérêt nominal comme proportion du PIB nominal; et (c) le coût d'intérêt nominal comme que proportion de recettes.

- Le coût d'intérêt réel pourrait mieux refléter le coût économique de la dette associée seulement avec les paiements d'intérêt. Il mesure le coût d'intérêt nominal de la dette ajustée pour les prix, et peut être exprimée ainsi:

$$I_t^P = \frac{I_t^*}{P_t} \quad (2)$$

avec I_t^P = paiements d'intérêt total réels, P_t = prix intérieurs et I_t^* est tel que défini précédemment.

- Le ratio coût d'intérêt nominal-au-PIB nominal est une mesure largement utilisée de coût et est calculé comme ceci:

⁴⁴ Pour plus de simplicité, nous supposons qu'il n'y a que de la dette nominale en devise intérieure et de la dette nominale libellée en devise étrangère. L'équation (et toutes les suivantes) peut être facilement étendue pour adapter la dette avec les différentes caractéristiques, telles que la dette liée à l'inflation. Nous ignorons également les autres coûts, tels que les commissions, les frais juridiques et autres dépenses administratives, qui sont généralement associées à la dette en cours.

$$I_t^Y = \frac{I_t^*}{Y_t} \quad (3)$$

avec I_t^Y = ratio coût d'intérêt nominal-au-PIB nominal, Y_t = PIB nominal et I_t^* est tel que défini précédemment.

- Le ratio coût d'intérêt nominal-au-recettes nominales du gouvernement est calculé ainsi:

$$I_t^T = \frac{I_t^*}{T_t} \quad (4)$$

avec i_t^T = ratio coût d'intérêt nominal-au-recettes nominales du gouvernement, T_t = recettes nominales du gouvernement et I_t^* est comme défini précédemment.

- Il serait aussi utile de mesurer les paiements d'intérêt par unité de dette, c'est-à-dire, le taux d'intérêt moyen. Le taux d'intérêt moyen (non mesuré) est le paiement d'intérêt nominal relatif au volume de la dette en cours et qui est calculé comme suit:

$$\bar{i}_t = \frac{I_t^*}{D_t} = \frac{\sum_{j=1}^m e_{j,t} I_{j,t}^{FX} + I_t^{DX}}{D_t^{DX} + D_t^{FX}} = \frac{\sum_{j=1}^m e_{j,t} I_{j,t}^{FX} + I_t^{DX}}{D_t^{DX} + \sum_{j=1}^m e_{t,j} D_{t,j}^{FX}} \quad (5)$$

avec \bar{i}_t = le taux d'intérêt moyen non mesuré, $D_t = D_t^{DX} + D_t^{FX}$

$= D_t^{DX} + \sum_{j=1}^m e_{t,j} D_{t,j}^{FX}$ = le volume total de la dette en circulation au temps t, et D_t^{DX}

et $D_t^{FX} = \sum_{j=1}^m e_{t,j} D_{t,j}^{FX}$ sont respectivement la dette en devise intérieure en cours et

la dette en devise étrangère.

- Le taux d'intérêt moyen réel non mesuré est le taux d'intérêt moyen non mesuré ajusté pour l'inflation intérieure:

$$\bar{i}_t = \bar{i}_t - \pi_t \quad (6)$$

où \bar{i}_t = le taux d'intérêt moyen réel non mesuré, et π_t = inflation intérieure.

Coût d'intérêt ajusté pour les gains/pertes de capitaux sur la dette indexée

- Comme décrit précédemment, le coût d'intérêt nominal ignore tous les coûts associés aux gains/pertes de capitaux. Ces gains/pertes de capitaux proviennent des effets du taux de change sur la dette libellée en devise étrangère étant donné que la dette est effectivement indexée en devises autres que celle du pays. Le coût d'intérêt nominal ajusté peut être mesuré comme ainsi:

$$C_t^* = I_t^* + \sum_{j=1}^m (D_{t-1,j}^{FX} \cdot \Delta e_{t,j}) \quad (7)$$

avec C_t^* = coût d'intérêt nominal ajusté, $\sum_{j=1}^m (D_{t-1,j}^{FX} \cdot \Delta e_{t,j})$ = les gains/pertes de capitaux provenant du changement des taux de change associé avec la dette en devise en devise étrangère en circulation à $t-1$, et I_t^* est comme défini précédemment.

- Le coût d'intérêt réel ajusté est calculé ainsi:

$$C_t^P = \frac{C_t^*}{P_t} \quad (8)$$

avec C_t^P = coût d'intérêt réel ajusté, et tous les autres termes sont tels que définis précédemment.

- Le ratio coût d'intérêt nominal ajusté aux gains/pertes de capitaux-au-PIB nominal est calculé comme suit:

$$C_t^y = \frac{C_t^*}{Y_t} \quad (9)$$

avec C_t^y = ratio coût d'intérêt nominal ajusté-au-PIB nominal, et tous les autres termes sont tels que définis précédemment.

- Le ratio coût d'intérêt nominal ajusté aux gains/pertes de capitaux-au-recettes est calculé comme suit:

$$C_t^T = \frac{C_t^*}{T_t} \quad (10)$$

avec C_t^T = ratio coût d'intérêt nominal ajusté-au-recettes, et tous les autres termes sont tels que définis précédemment.

Mesures de risque

75. Le risque est en général une fonction de l'exposition du portefeuille de dette du gouvernement et du facteur de risque spécifique. Alors que l'exposition tend à être endogène aux décisions de gestion, le facteur de risque est exogène puisqu'il est déterminée par des forces hors de contrôle du gestionnaire de la dette, telles que les développements macroéconomiques dans un pays et dans le reste du monde, les changements d'humeur du marché, et d'autres facteurs qui donnent naissance à des changements non prévus dans les prix du marché.

76. Les gestionnaires de la dette peuvent contribuer à réduire la vulnérabilité des portefeuilles de dette du gouvernement aux changements des prix du marché en réduisant l'exposition du portefeuille. A cet effet, des indicateurs appropriés qui mesurent l'étendue de l'exposition du portefeuille de la dette et le coût de la dette à divers types de risques peuvent être mesurés et contrôlés dans le temps.

77. Les mesures de risque estiment l'accroissement potentiel imprévu des paiements du service de la dette produit par un changement imprévu dans les variables de marché tels que les taux d'intérêt ou de change.

78. Comme mentionné ci-dessus, dans un mécanisme déterministe, tel qu'utilisé dans l'outil analytique de la SDMT, le risque est mesuré comme la différence entre le coût pour une période donnée dans le cadre d'un scénario incorporant un choc spécifique et le coût dans le cadre d'un scénario de base prédéterminé.⁴⁵ Cette différence est représentée par:

$$risk_t^k = I_t^{k,s} - I_t^{k,b} \text{ ou } risk_t^k = C_t^{k,s} - C_t^{k,b}, k = *, P, Y \text{ or } T. \quad (11)$$

où $I_t^{k,s}$ et $C_t^{k,s}$ sont respectivement les coûts dans le cadre du scénario avec un choc prévu et $I_t^{k,b}$ et $C_t^{k,b}$ sont les coûts dans le cadre du scénario de base.

79. En plus des risques de taux d'intérêt et de change, les gestionnaires de la dette sont également exposés au risque de refinancement—c'est-à-dire le risque selon lequel la dette devra être refinancée à un coût inhabituellement élevé, ou, dans des cas extrêmes, ne peut pas être refinancée du tout. Bien que le risque de refinancement puisse être considéré comme un type de risque de taux d'intérêt, sa matérialisation peut conduire à des accroissements exceptionnellement importants coûts de financement du gouvernement, ou à l'incapacité de refinancer les prêts du gouvernement arrivant à échéance. Étant donné que cet impact peut provoquer, ou aggraver, une crise de la dette et par conséquent causer des pertes économiques sévères en plus des effets purement financiers des taux d'intérêt élevés, il est important de traiter les risques de refinancement séparément. Nous discutons ci-dessous des

⁴⁵ Dans un cadre stochastique, le risque est généralement quantifié par une mesure de la dispersion (par exemple l'écart type) ou la zone extrême d'une répartition donnée (par exemple, le 95^e percentile de la répartition de coût empirique ou la zone extrême supérieure de la répartition de coût empirique au delà du 95^e percentile).

vulnérabilités du taux d'intérêt, du refinancement, des risques de devises étrangères et de certaines statistiques qui peuvent être utilisées pour mesurer leur sévérité.

Indicateurs de l'exposition aux facteurs de risque du marché

Risque de taux d'intérêt

80. Le risque de taux d'intérêt fait référence à la vulnérabilité du portefeuille de la dette, et au coût de la dette du gouvernement à des taux d'intérêt élevés du marché, au point où la dette à taux d'intérêt variable et la dette à taux fixe qui arrivent à maturité est réévaluée. Les indicateurs suivants fournissent des mesures de l'exposition au risque:

- Montant du volume de la dette dont le taux d'intérêt est revu au temps particulier t :

$$D_t^{refix} = D_t^v + A_t^f = D_{t_i^v}^{v,FX} + D_{t_i^v}^{v,DX} + A_t^{f,DX} + A_t^{f,FX} \quad (13)$$

où $D_t^v = D_{t_i^v}^{v,FX} + D_{t_i^v}^{v,DX}$ = dette à taux variable totale; $D_{t_i^v}^{v,DX}$ = dette à taux variable en devise intérieure; et $D_{t_i^v}^{v,FX} = \sum_{j=1}^m e_{t,j} D_{t,j_i^v}^{v,FX}$ = dette à taux variable libellée en devise étrangère (convertie en devise intérieure); $A_t^f = A_t^{f,DX} + A_t^{f,FX}$; A_t^f = remboursements principaux ou remboursements d'amortissement de dette à taux fixe arrivant à échéance dans la période t , $A_t^{f,DX}$ = remboursements principaux sur la dette à taux fixe arrivant à échéance dans la période t , et $A_t^{f,FX} = \sum_{j=1}^m (A_{t,j}^{f,FX} \cdot e_{t,j})$ = remboursements principaux sur la dette à taux fixe libellée en devise étrangère arrivant à échéance dans la période t .

- Part de dette dans le portefeuille de dette pour laquelle le taux d'intérêt est revu au temps particulier t :

$$d_t^{refix} = \frac{D_t^{refix}}{D_t} \quad (14)$$

- Temps moyen de réorganisation du portefeuille de la dette. Cet indicateur est une mesure du temps moyen pondéré au bout duquel tous les remboursements principaux du portefeuille de la dette sont soumis à un nouveau taux d'intérêt.

$$ATR_t = \frac{\omega^f \cdot \sum_{t=1}^T (A_t^f \cdot t) + \omega^v \cdot \sum_{s=1}^S (D_{t,s}^v \cdot s)}{D_t} \quad (15)$$

où ATR_t = la période de réorganisation du taux d'intérêt moyen du portefeuille de la dette, D_t^v , D_t , A_t^f sont définis ci-dessus, s = temps de la prochaine réinitialisation de taux d'intérêt pour la dette à taux variable, et ω^j , $j=v$ et f , sont les parts respectives de la dette à taux variable en circulation et du principal à taux fixe arrivant à échéance. ATR_t montre en moyenne le temps qu'il faut pour que les remboursements principaux soient sujets à un nouveau taux d'intérêt. En tant que mesure moyenne, cet indicateur donne au fil du temps des informations sur les changements dans le temps moyen du portefeuille à réorganiser. Un raccourcissement de cet indicateur suggère que le portefeuille est, en moyenne, confronté à un nouveau taux d'intérêt de façon plus fréquente et est par conséquent plus exposé aux chocs de réorganisation.

Risque de refinancement

81. Le risque de refinancement reflète l'exposition du portefeuille de la dette à des taux d'intérêt inhabituellement élevés au point où la dette est en train d'être refinancée; dans l'extrême, lorsque ce risque est trop élevé, les gestionnaires de la dette sont incapables de refinancer des obligations arrivant à échéance. Les indicateurs suivants mesurent l'exposition à ce risque⁴⁶:

- Le profil d'amortissement de la dette en cours. Le profil d'amortissement de la dette est la suite des remboursements du principal ou de l'amortissement auquel donne naissance le volume de l'encours de la dette. Il est représenté comme suit:

$$RP_t = [A_t]_{t=1}^T = [A_t^{DX} + A_t^{FX}]_{t=1}^T = \left[A_t^{DX} + \sum_{j=1}^m (A_{t,j}^{FX} \cdot e_{t,j}) \right]_{t=1}^T = \{A_{t=1}, A_{t=2} \dots, A_{t=T}\} \quad (16)$$

où RP_t = le profil de refinancement du volume total de la dette en cours qui s'étend sur toute la suite prévue de remboursements du principal ou d'amortissements commençant au temps t et finissant au temps T où l'encours final du principal arrive à échéance pour remboursement; tous les autres termes sont tels que définis précédemment.

- La proportion du volume de dette arrivant à échéance à un temps donné. Le ratio de la dette arrivant à échéance à un temps donné et de la dette totale en cours peut être exprimé comme suit: $\frac{A_t^D}{D_t}$.

⁴⁶ Il faut remarquer que les indicateurs évoqués ici peuvent aussi être utilisés pour évaluer l'exposition du risqué de taux d'intérêt provenant seulement de la dette venant à échéance.

- La proportion du volume de dette arrivant à échéance à un temps donné ajustée par des actifs liquides. Bien que $\frac{A_t^D}{D_t}$ fournisse l'exposition brute du risque de financement, les pays pourraient avoir des "garanties liquides" sous forme de réserves en devises étrangères, ou de soldes liquides, qui réduisent la vulnérabilité du gouvernement au risque de financement. Ces actifs doivent être déduits de l'exposition brute. En conséquence, le ratio ajusté de la dette arrivant à échéance au temps t peut être exprimé comme suit: $\frac{[A_t^D - R_t - CB_t]}{D_t}$,

où CB_t = soldes liquides, et R_t = réserves internationales.

Des estimations séparées de la proportion de dette exposée au risque de financement peuvent être effectuées pour des portions extérieures et intérieures comme suit:

$$\frac{A_t^{DX} - CB_t}{D_t^{DX}}, \text{ et } \frac{A_t^{FX} - R_t}{D_t^{FX}}$$

Enfin, le ratio de la dette arrivant à échéance sur les recettes d'impôt, $\frac{A_t^D}{T_t}$, donne une idée de la taille du refinancement relatif à la capacité du gouvernement à collecter des recettes.

- Temps moyen pour l'échéance. Cet indicateur mesure le temps moyen pondéré pour l'échéance de tous les remboursements du principal dans le portefeuille de la dette. Il est calculé comme suit:

$$ATM_t = \frac{\sum_{t=1}^T (A_t \cdot t)}{\sum_{t=1}^T A_t} \quad (17)$$

où ATM_t = le temps moyen de l'échéance du portefeuille de la dette, $A_t = t^{th}$ paiement du principal du portefeuille. ATM_t montre le temps moyen nécessaire pour refinancer le portefeuille de la dette. Un raccourcissement de cet indicateur suggère que le portefeuille est refinancé plus fréquemment et est donc plus exposé au risque de refinancement.

Risque de taux de change étranger

82. Le risque de change étranger se réfère à la vulnérabilité du portefeuille de la dette, et au coût de la dette du gouvernement, à une dépréciation/dévaluation de la valeur extérieure de la devise intérieure. Les indicateurs suivants donne une mesure de l'exposition à ce risque:

- Ratio de la dette en devise étrangère à la dette totale:

$$d_t^{fx} = \frac{D_t^{fx}}{D_t} = \frac{D_t^{FX}}{D_t^{DX} + D_t^{FX}} = \frac{\sum_{j=1}^m e_{t,j} D_{t,j}^{FX}}{D_t^{DX} + \sum_{j=1}^m e_{t,j} D_{t,j}^{FX}} \quad (18)$$

où d_t^{fx} est la part de la dette en devise étrangère dans le portefeuille de la dette.

- Discordance dans le niveau des passifs en devise étrangère en relation aux réserves en devise étrangère:

$$d_t^{fxr} = \frac{D_t^{fx}}{R_t} = \frac{D_t^{FX}}{R_t} = \frac{\sum_{j=1}^m e_{t,j} D_{t,j}^{FX}}{\sum_{h=1}^n e_{ht} R_{ht}} \quad (19)$$

où d_t^{fxr} = le ratio de la dette en devise étrangère aux réserves en devise étrangère; R_t = réserves en devise étrangère; $h = 1, \dots, n$ indique les différentes devises détenues par la Banque centrale dans les réserves internationales.

- Discordance dans la composition des passifs en devise étrangère en relation aux réserves en devises étrangères

$$d_t^c = \sum_{j=1}^W \omega_t^j D_{t,j} / R_{t,j} \quad \text{où } d_t^c \text{ indique le degré de discordance de devise de la dette}$$

en devise étrangère et des réserves en devise étrangère à l'instant t , ω_t^j est la part de dette en devise étrangère libellée en devise j ; et $D_{t,j}$ et $R_{t,j}$ sont les valeurs absolues de la dette en devise étrangère et des réserves en devise étrangère libellées en devise j . Lorsque les niveaux de dette et de réserves sont trop différents l'un de l'autre, $D_{t,j}$ et $R_{t,j}$ peuvent être mesurés comme parts plutôt que comme valeurs absolues. Plus l'indicateur est éloigné de 1 et plus le degré de discordance de devise est élevé.

Autres indicateurs utiles de dette

- La valeur actuelle nette (VAN) de la dette totale: La valeur actuelle du volume de dette en cours est le flux actualisé de tous les remboursements de flux de liquidité futurs. Elle est calculée comme suit:

$$NPV_t^D = \sum_{t=0}^T (CF_t^D \cdot \delta^t) \quad (20)$$

où NPV est la valeur actuelle du volume de dette, CF les remboursements de flux de liquidité au temps t , et δ le coefficient d'actualisation. Les futurs remboursements en devise étrangère doivent être premièrement convertis en devise intérieure en utilisant le taux de change prévu.

- Les PFR ont accès à des sources concessionnelles de financement, ce qui réduit considérablement le coût. Ceci n'est pas reflété dans la mesure du volume normal de la dette, mais peut être reflété en examinant la valeur actuelle nette (VAN) de la dette qui actualise les futurs remboursements du service de la dette au présent. L'inconvénient de la mesure de la VAN est qu'elle ne suppose pas qu'un prêt concessionnel soit refinancé. Si un prêt concessionnel arrive donc à échéance le jour suivant, la VAN est essentiellement la même que la valeur nominale. Dans un cas typique de pays, les prêts concessionnels sont souvent remplacés par de nouveaux prêts. Dans une évaluation de stratégie à part entière—voir le tableau de la SDMT—ceci est maîtrisé en supposant des stratégies de refinancement pour de tels prêts pour une longue durée. Puisque le futur lointain est lourdement actualisé, ce problème est réduit.

Annexe IV. Sources potentielles de financement

Cette annexe donne un bref aperçu des principales classes de sources de financement mis à la disposition de l'État. Lors de l'évaluation des sources de financement alternatives, il est important de prendre en considération le coût global d'emprunt en ce sens qu'il pourrait y avoir des frais et des coûts voilés associés à l'emprunt.

Sources externes

83. Il existe deux sources principales de la dette extérieure—publique et privée. La dette publique est généralement contractée sous la forme de prêts non négociables. La dette extérieure du secteur privé peut être soit des prêts non négociables ou des titres de créance (négociables).

Sources officielles

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

84. Les prêts concessionnels ont généralement de longues durées de maturité (40 ans par exemple) et de longs délais de grâce (10 ans par exemple). Dans le cas de l'IDA (les PFR), ce sont des dettes à taux fixe libellées en DTS (composite du dollar US, de l'Euro et du Yen japonais). Dans le cas de la BIRD (les PRI) ils peuvent être fixes ou variables, et avec la monnaie choisie par l'emprunteur. Les taux d'intérêt sont généralement très proches de ou en dessous du taux Libor. Les conditions de prêts bilatéraux varient, et peuvent être en décote par rapport au taux du marché, mais leur particularité est qu'ils ont tendance à être libellés dans la monnaie du pays prêteur.

85. Souvent, de tels créanciers fixent des conditions précises avant que les prêts ne soient décaissés. Les créanciers multilatéraux peuvent, soit limiter l'utilisation des fonds à des fins spécifiques ou établir d'autres politiques liées aux conditions. En termes de crédits bilatéraux, ces conditions qui pourraient comprendre l'obligation pour les bénéficiaires d'utiliser ou d'acquérir des biens et services exportés par le pays créancier, doivent être respectées. Dans le cas spécifique des prêts de projets, il existe généralement un élément de cofinancement dans lesquels les bénéficiaires doivent apporter un fond de contre partie qui correspond à une fraction du financement fourni par le créancier. Tous ces éléments peuvent indirectement s'ajouter au coût de l'emprunt, notamment par un retard dans les décaissements.

86. Dans de nombreux pays, les autorités organisent une conférence de bailleurs de fonds pour coordonner l'engagement financier de chaque bailleur. Cela permet aux autorités d'évaluer le montant du financement concessionnel disponible, de cerner le profil de tout financement pré-engagé qu'ils voudraient introduire (par exemple, en supposant qu'il est fixé) dans l'analyse de la SDMT, et de déterminer le déficit de financement après le financement concessionnel engagé, qu'elles pourraient obtenir par des emprunts non concessionnels.

Sources privées

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

88. Grâce à l'IADM, l'accès des pays aux marchés internationaux de capitaux est en augmentation. Toutefois, l'accès peut être incertain et soumise à de brusques changements d'attitude et d'appétit des marchés. En conséquence, pour améliorer l'analyse, il est important de recueillir en permanence des renseignements sur le marché et de surveiller l'émission des états, avec des cotes de crédit semblables. Développer un rapport consultatif auprès d'une banque d'investissement peut être un moyen d'améliorer la qualité de cette collecte d'informations. Les pays peuvent en outre atténuer ce risque en établissant un solide dossier de suivi de la couverture de leurs obligations de dette et en établissant un efficace programme de relation avec les investisseurs. En outre, les pays devraient être conscients des contraintes probables des conditions d'emprunt ; à titre d'exemple, un montant minimum d'emprunt ou le choix de la monnaie peut être requis. En outre, la structure du titre, c'est-à-dire les remboursements en une seule fois ou en amortissement — sera également important. De tels facteurs auront une incidence sur toute analyse des coûts et des risques de cette option de financement, et de sa relative attraction.

89. En outre, il peut être possible de négocier des prêts bancaires avec des banques commerciales. La solvabilité de l'emprunteur et l'humeur des marchés sont susceptibles d'influencer le montant disponible à partir de ces sources. Ces prêts seront généralement établis sur une base d'intérêt à taux variable, pour des durées plus courtes que celles disponibles dans les marchés de capitaux.

Sources internes

90. Les sources nationales de financement prendront soit la forme d'instruments non négociables soit la forme de titres de créance négociables.

91. Les sources de financement interne ne disposant pas de marché comprendront des prêts bancaires, les fournisseurs, et souvent la banque centrale. S'appuyer sur le financement de la banque centrale, par exemple, exigeant une participation directe au marché primaire ou par une facilité de découvert, n'est pas souhaitable, car elle peut entrer en conflit avec les réalisations des objectifs des autorités monétaires et provoquer une distorsion du marché.⁴⁷ De tels financements sont inflationnistes, et mèneront à un niveau général plus élevé des taux d'intérêt. En outre, selon les termes convenus du financement de la banque centrale, un tel emprunt peut entraver le processus de recherche de prix, gênant ainsi le développement d'un marché efficace des obligations d'État. Des investisseurs exclusifs, tels que les institutions du secteur public, peuvent aussi être une source importante de financement, mais le recours à ces investisseurs sera contre-productif en ce qui concerne le développement d'un marché

⁴⁷ Dans la plupart des pays, le financement monétaire du gouvernement est explicitement défendu par la loi.

obligataire efficace.⁴⁸ Comme pour les prêts bancaires externes, les prêts bancaires internes sont susceptibles d'être à court terme et avec des taux variables. Le crédit à court terme auprès de fournisseurs peut également être disponible sous la forme de compte créditeur.

92. En termes d'instruments négociables, la gamme de titres de créance disponibles sera limitée par le niveau de développement des marchés. Comme les marchés se développent, le choix des instruments de financement (durée, type d'instrument, etc.) se développe jusqu'à inclure des instruments ayant des particularités de risque potentiellement plus souhaitables. Cela crée un rôle pour le GD consistant à encourager le développement des marchés de la dette intérieure. Par exemple, il est nécessaire pour le GD de passer d'un régime de taux administré à des taux entièrement déterminés par le marché avant que le marché ne se développe efficacement, et le GD peut avoir à s'engager dans un programme d'emprunt de référence en vue de développer une courbe de rendement effectif.

93. La nature de la base d'investisseurs, comprenant une combinaison de banques, de pensions et de compagnies d'assurance, d'autres investisseurs institutionnels nationaux, d'investisseurs étrangers et d'investisseurs privés, déterminera la capacité du marché intérieur à absorber la quantité et la gamme souhaitée d'instruments de dette. Les acteurs du marché ont tendance à avoir des préférences pour une segmentation des différents instruments de la dette, par rapport à l'échéance en particulier, en fonction de leur propre besoins de bilan.⁴⁹ Par conséquent, la composition relative de la base d'investisseurs sera un facteur clé pour déterminer le coût relatif de l'extension de la courbe des rendements ou pour introduire différents types d'instruments. Pour développer ces sources d'économie, il faudra un effort à long terme sur plusieurs fronts, notamment réglementaire, fiscal, juridique, et aussi les infrastructures de marché et une instruction financière. Construire la base d'investisseurs étrangers aura également des incidences sur le compte de capital et le fonctionnement du marché des changes, et il faudra un examen attentif et une coordination avec les autorités monétaires. Comme pour les marchés extérieurs, il est important de recueillir des informations commerciales sur une base régulière pour contrôler l'appétit du marché pour certaines échéances et certains types d'instruments (indexations fixes contre flottantes ou autres); établir des relations efficaces avec la base d'investisseurs facilitera la tâche.

Coût et caractéristiques de risque

94. Le coût et les caractéristiques de risque des différents types d'instrument peuvent être sommairement classés comme dans le Tableau 1.

⁴⁸ Bien que leur présence puisse sembler bénéfique et aider à maintenir les coûts d'intérêt, figurant, sur le long terme, leur présence va entraver le développement du marché et finalement limiter le montant et la qualité de financement disponible dans les marchés intérieurs. Si possible, le GD devrait chercher à minimiser, à condition que des normes prudentielles appropriées soient maintenues; l'impact des investisseurs exclusifs sur le marché (par exemple, en permettant leur participation à des enchères sur une base non concurrentielle pour répondre aux exigences réglementaires connexes, en assurant que les titres leur soient attribués à eux sur un marché).

⁴⁹ Par exemple, les fonds de pension ont tendance à exiger des actifs protégés contre les inflations à long terme, tandis que les banques ont tendance à avoir une préférence pour les actifs à court terme pour s'adapter aux dépôts à court terme.

Tableau 1. Coûts et facteurs de risque des différents instruments de financement

Type d'instrument	Caractéristiques de coût	Caractéristiques de risque	Autres commentaires
Instruments Externes			
Prêt concessionnel multilatéral (par exemple, IDA, FAD)	Hautement concessionnel	Taux fixe; libellés en devises étrangères; nature ultra longue; structure d'amortissement; longue période de grâce.	L'accès diminuera et les conditions deviendront plus difficiles avec l'augmentation du niveau de revenu. Une flexibilité limitée pour négocier les conditions. Implique en général une commission d'engagement. Le décaissement peut être subordonné à la satisfaction de certaines conditions.
Prêt multilatéral non-concessionnel (par exemple, la BIRD, le FAD, la BAD)	Quelques 'concessionnalités'	Taux fixe et taux variable, libellés en devise étrangère	La flexibilité des conditions se fait sur mesure (par exemple, la monnaie et la structure de taux d'intérêt) pour répondre aux préférences de risque du bénéficiaire. La nature et la période de grâce liée à la catégorie des pays. Implique des frais d'engagement. Non disponible aux pays exclusivement de l'IDA.
Prêts bilatéraux (y compris les prêts de projets)	Généralement quelques 'concessionnalités'	Taux fixe et taux variable, libellés en devises étrangères	Flexibilité limitée sur le choix des termes. Divers frais de transaction impliqués. Prêts liés à l'utilisation pour des projets spécifique ; par conséquent, les décaissements sont très dépendants de l'avancement des projets.
Prêts des banques commerciales (y compris les prêts consortiaux)	Taux du marché	Peuvent être à taux fixe ou variable; peut être à court, moyen ou long terme; généralement libellés en devises étrangères.	Flexibilité nécessaire pour agir sur les conditions dépendra du relatif pouvoir de négociation. Peut impliquer des frais de transaction importants.
Les obligations d'état	Taux de marché (dépendant des conditions de liquidité et de	Peuvent être à taux fixe ou variable; généralement libellés en devises étrangères ;	Les autorités choisissent les fonctions clés (par exemple, la structure des taux d'intérêt, la devise et

	l'évaluation de la solvabilité du pays)	typiquement remboursable en une seule fois.	l'échéance). Frais de transaction significatifs impliqués. Ces ressources nécessitent de gros efforts de lancement.
--	---	---	---

Instruments Intérieurs			
Bons du Trésor à court terme	Taux du marché	Court terme; libellés en monnaie locale	Généralement le premier instrument introduit dans le marché intérieur.
Bons du Trésor à long terme	Taux du marché	Moyen à long terme; généralement libellés en monnaie locale. Peuvent être à taux fixe ou variable. Peuvent être indexés.	La structure de la base d'investisseurs sera déterminante du coût relatif des différents types et des échéances.
Instruments de détail	Taux du Gouvernement ou taux du marché	Peuvent être à taux fixe ou variable, libellés en monnaie locale, peuvent être indexés. Généralement de court à moyen terme.	Développer la base d'investisseurs de détail peut offrir un soutien face à un risque de refinancement. Peuvent être relativement onéreux en fonction des mécanismes de distribution.
Prêt des banques commerciales	Taux du marché	Peuvent être à taux fixe ou variable; généralement à court terme; généralement libellés en monnaie locale.	La flexibilité nécessaire pour agir sur les conditions dépendra d'un relatif pouvoir de négociation. Certains frais de transaction impliqués.

Annexe V. Formulation de la SDMT: Prise en compte des coûts de la mise en œuvre des politiques monétaires

95. Cette annexe aborde la manière dont les coûts de mise en œuvre des politiques monétaire peuvent être pris en compte dans la formulation de la SDMT. Ces questions seraient automatiquement résolues si la SDMT était formulée sur la base d'un secteur public consolidé incluant la banque centrale; cependant, il n'est pas courant de formuler une SDMT de cette manière.

96. A la poursuite de ses objectifs de politique monétaire, la banque centrale pourrait avoir besoin d'éliminer l'excès de liquidité dans le système, en utilisant une variété d'instruments dont (i) des exigences de réserves; (ii) des adjudications de dépôts; (iii) des effets de la banque centrale; (iv) des titres du gouvernement, ou (v) des flux sortants de capitaux en libéralisation. L'utilisation d'instruments qui impliquent des coûts qui sont directement supportés par la banque centrale doit être reflétée dans les projections de paiement de profit de la banque centrale. Lorsque des titres du gouvernement sont émis dans le marché primaire pour stériliser l'excès de liquidité, ceci a des implications budgétaires directes, étant donné que l'intérêt est directement supporté par le gouvernement—même si les recettes ne peuvent pas être utilisées pour le financement du gouvernement puisqu'ils sont dans des comptes bloqués à la banque centrale—sinon ils n'auraient pas un effet de stérilisation. Ces coûts sont normalement déjà pris en compte dans les prévisions macroéconomiques de base et peuvent être ignorés.

97. Toutefois, il y a des situations où le choix d'une SDMT affectera de façon significative ces coûts; en conséquence, la différence relative en coûts doit être reconnue et examinée lors du compromis entre les stratégies alternatives de gestion de la dette. Par exemple, lorsque le taux de change est indexé ou géré, et que le compte de capitaux *de facto* n'est pas très ouvert, l'emprunt extérieur pour financer le budget en excès de ce qui est nécessaire pour les besoins de la balance des paiements, résulteront en une accumulation d'importantes réserves internationales. Ceci pourrait être une question spéciale lorsque les pays sont très dépendants des prêts concessionnels en devise étrangère pour financer le budget, comme dans le cas de la plupart des PFR. Toute liquidité intérieure supplémentaire injectée en conséquence nécessiterait alors d'être stérilisé temporairement jusqu'à ce qu'elle puisse être absorbée. Lorsque le pays a une capacité limitée pour absorber cette liquidité, par exemple lorsque les opportunités pour élargir le crédit au secteur privé sont faibles, ceci peut prendre un temps considérable. Ce coût de stérilisation net devrait être factorisé dans le coût de tout financement extérieur quand cela dépasse le solde anticipé des besoins de la balance de paiement.

98. Pour l'analyse de scénario, le gestionnaire de la dette doit factoriser le coût supplémentaire associé à ces emprunts extérieurs dans les paiements nets de profit et les paiements d'intérêt de la banque centrale ; en effet, il n'est pas reflété dans le cadre macro de base. Par ailleurs, si le gouvernement s'appuie sur un financement direct de la banque centrale comme partie de la SDMT, ce financement devrait alors être stérilisé pour éviter des pressions inflationnistes. Habituellement, le GD peut adopter l'hypothèse simplifiée que toute stérilisation de la banque centrale est à des taux d'intérêt du court terme. Une autre opération pertinente serait celle où le gouvernement reçoit un surplus de ressources

extérieures qu'il décide d'utiliser pour vite rembourser la dette. Lorsque cette dette est détenue par des investisseurs nationaux, la banque centrale aurait besoin de stériliser la liquidité injectée dans le marché jusqu'à ce qu'elle soit absorbée ailleurs. Le coût de cette stérilisation, qu'il soit direct ou indirect, serait toujours supporté par les finances publiques.

Annexe VI. Expérience d'élaboration d'une Stratégie de gestion de la dette à moyen terme: une illustration

Cette annexe montre la mise en application du cadre de la SDMT dans le contexte de deux pays différents.

Pays A

Existence d'une stratégie de gestion de la dette (Étape 1)

99. Jusqu'au début de l'année 2008, la stratégie implicite de gestion de la dette du Pays A est basée presque exclusivement sur la réduction des charges. Cependant, ayant obtenu un allègement de la dette extérieure et reconnu l'importance de développer le marché local de dette, les autorités ont publié pour la première fois en Avril 2008, un document sur la stratégie de gestion de la dette publique. Ce document présente un nouveau cours de développement du marché local de dette, et vise à institutionnaliser un lien étroit entre les charges et les risques liés aux nouveaux choix de crédits en vogue, tout en maintenant la pérennité de dette à long terme. Le rôle des SDMT était d'aider à l'élaboration d'un plan d'action qui doit évaluer ces options en faisant ressortir les coûts et les risques liés aux stratégies alternatives de gestion de dette.

Caractéristiques du portefeuille de dette existante (Étape 2)

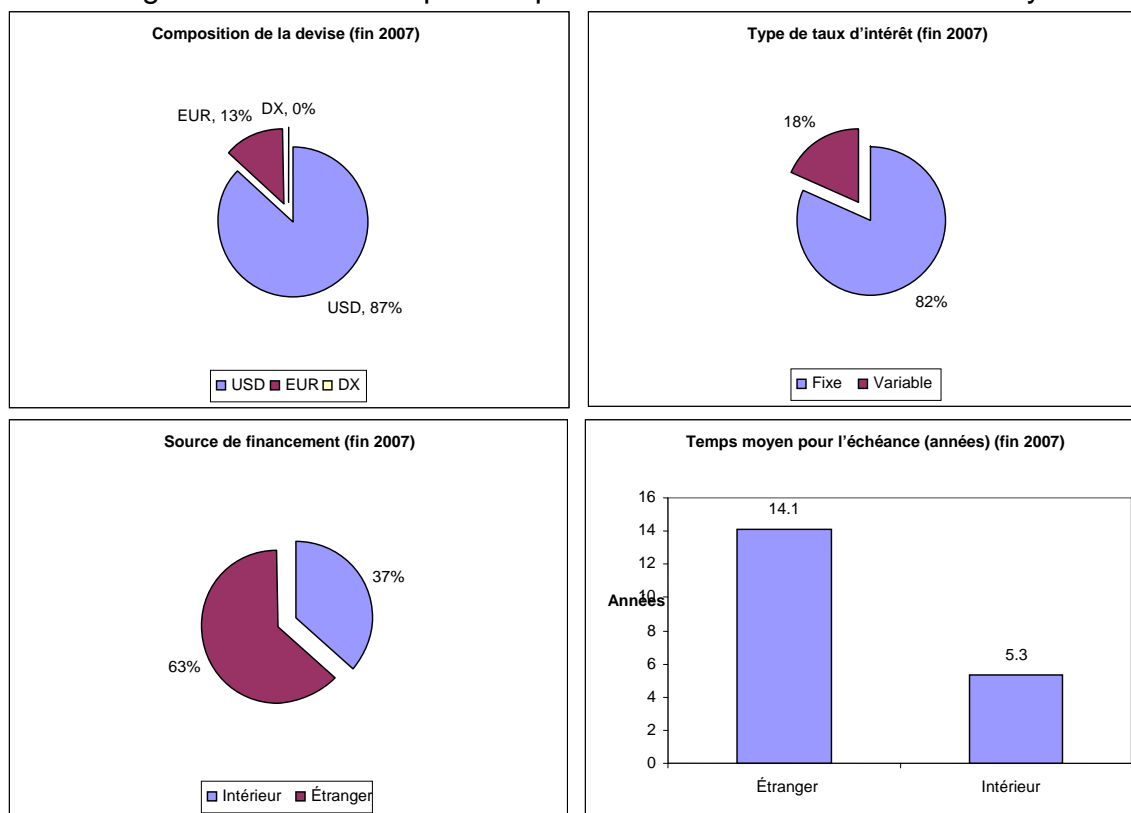
100. Le portefeuille de dette existant est composé de 63 % de dette extérieure et de 37 % de dette intérieure ; cependant toutes les dettes intérieures sont en devise étrangères. Mais, d'une manière générale, le portefeuille est relativement moins coûteux. Presque toutes les dettes extérieures sont contractées à des taux concessionnels, pendant que la présence des investisseurs en quête de marché, et des pratiques de placements obligatoires ont maintenu le coût de la dette intérieure à un taux en dessous du taux réel du marché. En ce qui concerne les vulnérabilités clés, le change de monnaie étrangère constitue le véritable risque, car il n'y a pas de dette en monnaie locale. Quant au refinancement et au taux d'intérêt, ils représentent des risques modérés ; en effet seulement 6 % de la dette totale arriveront à maturité au bout des cinq prochaines années et plus de 80 % du portefeuille total sont à un taux fixe. Une réduction des risques liés au change en devise étrangère serait souhaitable, mais cela nécessiterait l'introduction d'instruments de dette en monnaie locale. En allant de l'avant, la combinaison de la stratégie de développement du marché local de dette annoncée par les autorités et la perception que l'accès au financement concessionnel diminuera peut modifier le coût et le profil du risque de portefeuille de façon significative.

Sources potentielles de financement (Étape 3)

101. Comme pays uniquement IDA, le pays A s'appuie énormément sur les subventions et les financements à des taux concessionnels. Cependant, comme le pays connaît une évolution grâce à IDA, on espère que les conditions de financement vont devenir moins contraignantes. Sur le marché local, une caractéristique du marché financier du pays est que plus de 70 % du dépôt des institutions financières et plus de 95 % des investissements sont en devise étrangère, limitant ainsi la demande des actifs en devise locale. L'institution qui gère les

pensions publiques est l'investisseur institutionnel le plus important en ce qui concerne les titres du gouvernement absorbant entre 60 et 65 % de toutes les nouvelles émissions de titres.

Figure 3. Caractéristiques du portefeuille de la dette actuelle: Pays A



Défis macroéconomiques courants et caractéristiques structurelles (Étapes 4 et 5)

102. Malgré la réduction substantielle de dette et la récente consolidation fiscale, le pays reste toujours dans le cadre d'un taux de risque modéré en matière de dette, montrant ainsi l'importance de continuer à maîtriser les coûts liés aux intérêts de la dette. L'incapacité du pays à gérer les fluctuations de taux constitue un facteur clé qui agit sur les dettes surtout lorsqu'il s'agit d'un pays dont l'économie est basée sur des exportations de marchandises et des importations massives de produits pétroliers. Compte tenu aussi des déficits énormes persistants des comptes courants, la disponibilité limitée des crédits à des taux concessionnels et le caractère volatile des aides, les autorités ont quelques fois vu la nécessité de compter sur les émissions de titres sur le marché local ou sur des emprunts extérieurs provenant des sources non traditionnelles afin de subvenir aux besoins en dépenses publiques. Les événements climatiques ont un impact régulier sur la situation fiscale et sur celle de la balance des paiements, conduisant encore à des besoins de financement non anticipés. Cependant, le marché financier local est largement dominé par le dollars, avec peu de ressources, et un nombre réduit d'investisseurs institutionnels limitant ainsi leur capacité de mitiger les effets des chocs budgétaires temporaires. Par ailleurs, l'impact de l'inflation du coût des denrées alimentaires et du prix du pétrole constitue un autre défi pour la maîtrise des coûts du financement local et de la pression sur le taux réel de change. De façon globale, ceci

souligne le besoin de développer l'accès à des sources de financement diverses et variées afin d'atténuer la volatilité des dépenses potentielles.

Évaluation des stratégies alternatives de dette (Étape 6)

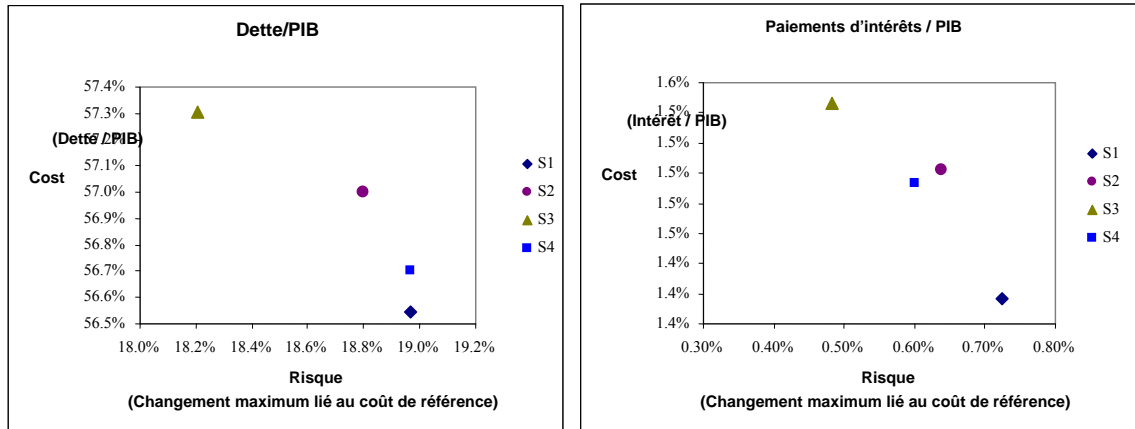
103. En tenant compte de ces facteurs, la performance relative à moyen terme de quatre stratégies de gestion de dette est prise en compte. Les stratégies testées sont basées sur des discussions avec les autorités en ce qui concerne leur but de développer le marché local de dette et leurs perspectives quant aux options de sécuriser des financements à des taux concessionnels dans l'avenir. Cette analyse a été faite sur la base d'un ensemble d'aspects spécifiques de projections macroéconomiques et d'hypothèse de prix. Un certain nombre de simulations de risques ont été aussi spécifiés, et reflètent quelques unes des faiblesses identifiées plus haut. Les quatre stratégies considérées:

- S1: Une stratégie de statu quo qui couvre (largement) le besoin en financement avec des dettes extérieures à des taux concessionnels, tout en continuant par refinancer une faible proportion des dettes locales non standardisées avec des instruments standardisés;
- S2: Une stratégie de développement du marché local plus agressive qui rembourse une grande partie des dettes non standardisées par des dettes standardisées, réduisant ainsi le recours aux dettes extérieures à taux concessionnels. Telle est la stratégie arrêtée par les autorités pour aller de l'avant;
- S3: Une stratégie qui vise à trouver une solution au risque de change dans le portefeuille, en considérant l'introduction des dettes standardisées contractées en devise locale, au même rythme que la dette locale émis au point S2; et
- S4: Une stratégie qui prend en compte un changement dans la composition de la dette extérieure en introduisant une diminution du degré de 'concessionnalité' des financements extérieurs.

104. La figure 4 illustre la performance relative de ces stratégies sur la base de deux principaux indicateurs—les paiements d'intérêts en fin de période / PIB et dette / PIB. Le risque est défini comme l'accroissement maximum de ces deux indicateurs sous contraintes.⁵⁰

⁵⁰ Ceux-ci sont calculés grâce à un outil d'analyse qui accompagne la Note de Guide.

Figure 4. Compromis de stratégie: Pays A



105. Pour un niveau similaire de risque, la Stratégie 1 est la moins coûteuse comparativement aux stratégies 2 et 4. Cette stratégie maximise de manière implicite les emprunts faits à des taux concessionnels afin de maintenir la pérennité de dette. Les stratégies 2 et 3 sont des scénarii illustratifs qui montrent une évolution importante des coûts, additionnels liés à la volonté des autorités de développer le marché local de dette. De la même manière, ces stratégies prennent en compte l'impact de l'utilisation des sources locales de financement dans le cas où le montant total du financement à taux concessionnels n'est pas disponible et que les sources de financement extérieur à des taux non concessionnels sont aussi limitées. Par ailleurs, la stratégie 3 met en exergue l'importance des coûts liés à la réduction de l'exposition du portefeuille au risque du taux de change. Le premier avantage de présentation du coût et du risque de chaque stratégie dans ce contexte est de montrer le coût estimatif de la poursuite de la stratégie de développement du marché local de dette au niveau du budget du gouvernement. Cette stratégie nécessiterait le soutien par des politiques macroéconomiques prudentes afin de maîtriser ces coûts et d'éviter l'aggravation des risques de dette. Ces politiques aideraient à baisser les coûts en réduisant les risques liés au crédit et à l'inflation tout en créant un espace budgétaire suffisant pour faire face à ces coûts. Il serait aussi judicieux d'accompagner ces politiques avec une stratégie claire de développement des infrastructures de marché et un plan de communication efficace pour sa mise en œuvre effective.

Pays B

Stratégie de gestion de la dette existante (Étape 1)

106. Le pays B avait déjà en place une stratégie de maximisation des dettes à taux concessionnels. Il avait aussi un objectif secondaire qui est de développer le marché local de dette. Cependant, après avoir sécurisé un allègement de la dette et compte tenu de l'importance de ses besoins d'investissement en infrastructure, il était activement en train de développer d'autres sources alternatives de financement à des taux presque concessionnels et basés sur le marché. Ce pays a même récemment exploité de manière efficace les marchés internationaux de capitaux.

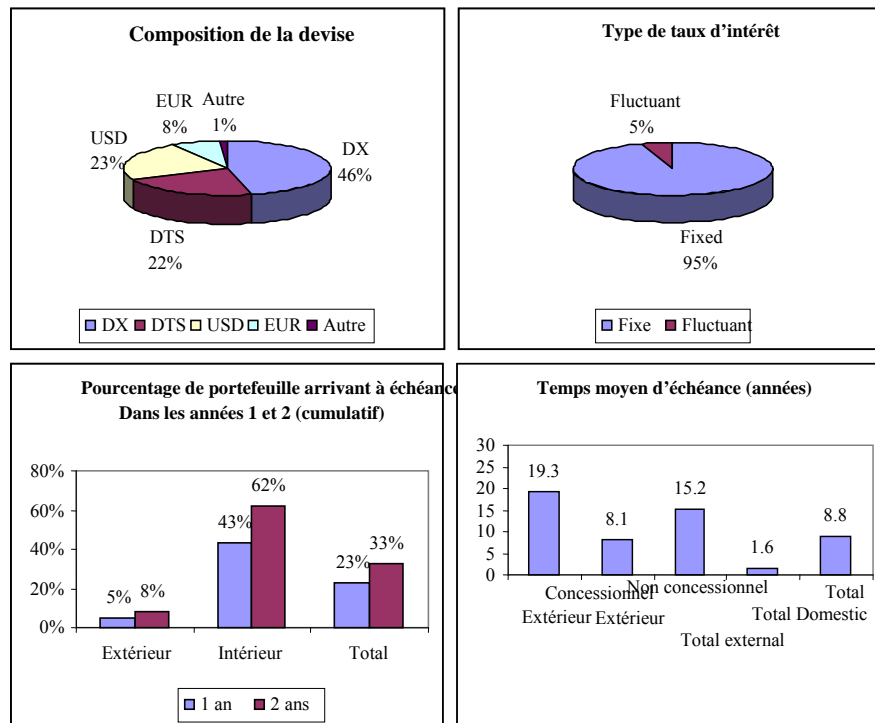
Caractéristiques du portefeuille de la dette existante et sources de financement (Étape 2 et 3)

107. Le portefeuille de la dette existante est composé d'une gamme relativement large d'instruments incluant le financement à des taux concessionnels de la part des créanciers multilatéraux, le financement à taux d'intérêt presque concessionnels provenant des créanciers bilatéraux, des crédits commerciaux extérieurs, des obligations américaines dénommées en Eurobonds, les factures de trésorerie, les billets de trésorerie à taux fluctuant (avec 2 à 3 ans de maturité) et les titres ayant un taux fixe (2 à 3 ans).

108. Le portefeuille, en gros, est constitué de 46 % de dette locale et de 54 % de dette extérieure (Schéma 5), ce qui suggère une exposition relativement significative aux fluctuations du taux de change. Alors que la plus grande partie de la dette est à un taux fixe, la date moyenne de maturité de presque toutes les dettes du portefeuille est de 2 ans et la période la plus courte est de 1,6 ans. Ce qui signifie que le taux d'intérêt n'est pas sans effet. Le risque de refinancement dans le cadre du portefeuille du marché local de dette s'est davantage aggravé, selon l'évaluation des autorités qui trouve que ce marché est relativement sous développé, avec une faible capacité de consommer une grande quantité de dette à n'importe quel moment.

109. En résumé, cela suppose que les stratégies conduisant à la réduction des coûts liés au risque de refinancement en devise étrangère seraient les bienvenues. Néanmoins, la maîtrise des coûts est impérative étant donné que le déficit fiscal, c'est-à-dire sans les subventions représente 7 % du PIB ; les possibilités fiscales sont donc très limitées.

Figure 5. Caractéristiques du portefeuille de la dette actuelle: Pays B



Facteurs macroéconomiques influençant le choix de stratégie (Étape 4 et 5)

110. Le gestionnaire de dette a révisé l'AVD et a beaucoup discuté des défis de politiques macroéconomiques avec les autorités en charge des questions fiscales, monétaires et du taux de change.

111. De façon globale, la situation fiscale est relativement faible et les prévisions sont trop optimistes, le pays dépend de l'aide, avec des subventions qui représentent souvent 3 à 4 % du PIB, ce qui amène à la volatilité des recettes affectant la mise en œuvre des plans de dépenses budgétaires. Le pays est aussi exposé aux chocs liés aux termes de l'échange et a un véritable déficit au niveau de son compte courant principalement financé par les rentrées de fonds officielles. Toutefois les revenus ont augmenté ces dernières années et tout est fait pour qu'elles continuent dans ce sens. Ceci fait penser que la possibilité de subvention et d'accès aux prêts concessionnels sera plus limitée à l'avenir. Sur le plan monétaire, le pays avait récemment adopté un régime d'inflation ciblée avec un taux de change fluctuant. Par ailleurs, il ne prend en compte aucun taux cible spécifique, ou les besoins de la balance des paiements dans le choix des emprunts extérieurs ou intérieurs. Les marchés de change et les marchés financiers sont relativement pauvres. Le taux d'inflation est de plusieurs pourcentages au-delà du taux cible de la Banque centrale, et ce taux a récemment connu des pics à la suite de l'augmentation des prix des produits importés (par exemple les produits pétroliers). Par ailleurs, le compte des opérations en capital est relativement libéralisé et les investisseurs non-résidents peuvent participer aux marchés des valeurs et aux marchés des revenus fixes, provoquant ainsi davantage la volatilité du compte des capitaux.

En résumé, les principaux facteurs structurels et macroéconomiques qui influenceraient le cours de la stratégie de gestion de dette sont indiqués au niveau du Tableau 2.

Tableau 2. Les Facteurs macroéconomiques structurels et lien au choix de la SDMT

Nature de l'exposition au risque	Variables macroéconomiques affectées	Implication pour le choix des SDMT
Volatilité de l'aide	Dépenses du gouvernement, niveau des réserves internationales	caisse / régulateurs de réserves, diversifier les sources de financement
Termes de l'échange	Balance de paiements, taux de change	Tendance vers les instruments de devise locale afin de limiter les dépenses liées à la fluctuation du taux de change
Crédibilité des politiques monétaires	Taux d'intérêt	Examiner les instruments de devise locale qui amortiront les chocs venant de l'inflation (ex: lien d'inflation, taux de variation, dette à court terme, tendance vers la devise étrangère)
Compte de capital	Niveau des réserves internationales	Assurer des réserves suffisantes pour couvrir l'écart de surplus de dettes des non résidents, limiter les risques renouvelables, diversifier les sources de financement
Fiscalité (ex: baisse des recettes)	Déficit budgétaire, dépenses du gouvernement, croissance, taux de change	Fonds de régulation, diversifier les sources de financement, limiter les risques renouvelables, les dépenses en devise

Niveaux de revenus croissants	Taux de change, crédit à prime	Diversifier les sources de financement, l'accès au financement à taux concessionnels peut être davantage limité.
Marchés pauvres	Taux de change, taux d'intérêt	Limiter les risques renouvelables, diversifier les sources de financement

112. De façon globale, les risques macroéconomiques étudiés ainsi que ceux identifiés au niveau du portefeuille de dette existant convergent vers la nécessité de mitiger le marché boursier étranger et les risques renouvelables tout en ayant suffisamment de fonds sans oublier les autres moyens (tels que la diversification des sources de financement). Il faut aussi mitiger la baisse ou la volatilité des recettes.

Évaluation des stratégies alternatives de dettes (Étape 6)

113. En prenant en compte ces facteurs, le GD considère la performance relative des quatre stratégies de gestion de dette.⁵¹ Un certain nombre de scénarii de risques ont été spécifiés.

114. Les quatre stratégies examinées se présentent globalement comme suit:

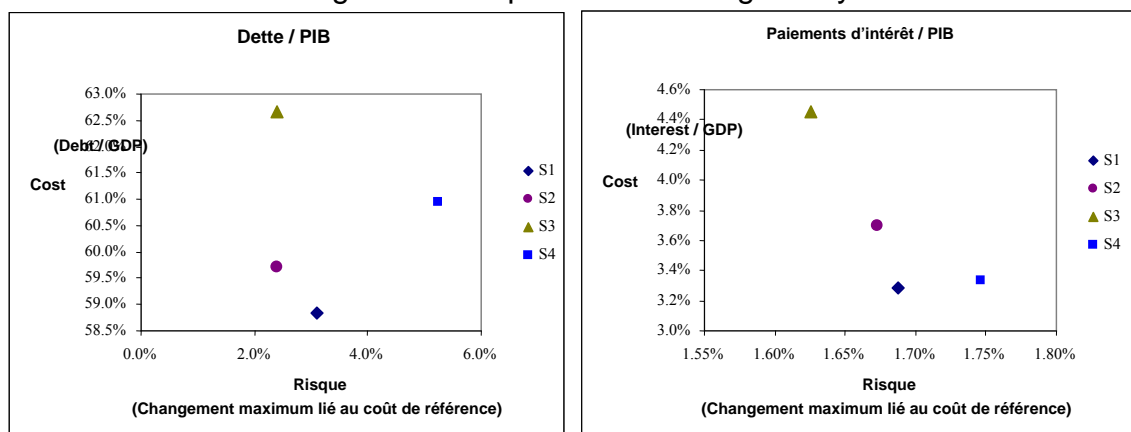
- S1: Retenir la composition du portefeuille existant
- S2: Accroître la part des dettes locales, mais maintenir le dispositif de délai de maturité existant
- S3: Augmenter la part des dettes locales mais allonger leur période de maturité
- S4: Accroître la part des dettes extérieures, des dettes commerciales étrangères, mais allonger la période de maturité des dettes locales.

115. S3 et S4 sont consistants avec la diversification des sources de financement. Ils sont largement consistants et soutenables dans la mesure où ils aident à mitiger les risques renouvelables. Ils amoindrissent aussi une certaine volatilité au niveau de l'évolution du budget associée au délai peu certain d'octroi de crédits. S2 et S3 sont aussi soutenables car ils ont pour objectif général de réduire les dépenses liées aux dettes extérieures mais les risques renouvelables vont poser des problèmes compte tenu de la période de maturité du portefeuille qui est écourtée.

116. Le schéma 6 illustre la performance de ces stratégies sur la base de deux principaux indicateurs de coût et sous l'angle spécifique des simulations macroéconomiques et celles de prix utilisées dans ce genre d'exercice.

⁵¹ Utilisant l'outil analytique qui accompagne la note d'information dans ce cas.

Figure 6. Compromis de stratégie: Pays B



117. Selon le schéma 6, il est clair que S1 est le moins coûteux de toutes les quatre stratégies ; toutefois le risque est relativement bas. Ce qui veut dire que c'est un élément de plus pour les SDMT choisies. Cependant, si les revenus augmentent comme prévu, les bonds liés au financement à taux concessionnels peuvent ne plus être atteints. S2 et S3 sont très coûteuses vu la faible crédibilité des politiques monétaires et les primes de risques d'inflation résultant qui ont occasionné l'augmentation des taux d'intérêt de la dette locale.. Ceci constitue un facteur significatif, étant donné que les fiscs sont relativement faibles. En plus, l'augmentation des apports des investisseurs étrangers au marché local pourraient rendre nécessaire l'augmentation des réserves de régulation afin de mitiger les risques renouvelables y afférents. Si S3 aussi exige que les banques gardent une part significative des dettes à long terme, alors une analyse s'impose du point de vue du délai de maturité non correspondant qui pourrait affecter énormément le secteur bancaire. Enfin, pendant que S4 est relativement moins coûteux, elle augmente les charges en devise au niveau du portefeuille et par là, amène plus de risques.

118. Somme toute, il apparaît que S1 qui maximise le recours aux dettes contractées à taux concessionnels pourrait être préférée aussi longtemps que possible. Progressivement, comme l'accès aux prêts à taux concessionnels est limité et que les politiques monétaire deviennent plus crédibles, S2 et S3 pourraient être réévaluées, particulièrement si les fiscs sont renforcés et permettent l'absorption de coûts plus élevés.

Annexe VII. Modèle pour la publication d'un document stratégique de gestion de la dette

119. Cet annexe fait ressortir les parties spécifiques du document de gestion dette pour illustrer son contenu minimum. En général, une telle publication a une section avec des éléments suivants:

Objectifs et champ d'application

- La fixation des objectifs de gestion de la dette, la portée des SDMT et les types de risques gérés grâce aux SDMT.

Le portefeuille de la dette existante

- Fournir le contexte historique du portefeuille de la dette, en indiquant les modifications dans sa forme (y compris le PIB) et sa composition dans le temps. Ces modifications ayant rapport avec les variables du marché doivent être incluses avec des commentaires sur des événements significatifs survenus au cours de l'évolution de la dette.

L'environnement propice à l'évolution de la gestion de dette

- Décrire l'environnement de la gestion de dette pour le future , incluant les estimations de la dette et du fisc, les simulations relatives aux compromis, les taux d'intérêt et les contraintes sur le choix de portefeuille sans oublier celles qui sont liées au développement de marché et à la mise en œuvre des politiques monétaires.

Les SDMT

- Décrire l'analyse entamée pour soutenir la stratégie de gestion de dette recommandée. Les estimations utilisées et les problèmes soulevés par cette analyse doivent être clairs.
- Exposer la stratégie recommandée et sa logique. Décrire la composition de la dette souhaitée et les arguments solides y afférents. Cela pourrait entraîner une discussion sur les facteurs principaux de risque qui ont influencé le choix de cette stratégie.
- Décrire le progrès à réaliser par rapport à cette composition sur une période planifiée (3 à 5 ans). Spécifier la portée des indicateurs clés de risques du portefeuille et le programme de financement.
- La stratégie doit aussi faire ressortir toutes les mesures spécifiques ou projets qui sont programmés pour gérer les risques non quantifiables et/ou en appui au développement du marché de la dette tels que les plans d'introduction de nouveaux systèmes de report de dette, ou un plan de négociation élémentaire.

- Cette même stratégie doit aussi énumérer les procédures de revue périodique qui sont utilisées pour vérifier si les estimations tiennent et si les SDMT sont toujours appropriées. Le document doit enfin montrer les procédures à suivre si les circonstances doivent changer de manière significative en dehors de ce cadre de revue périodique.

Annexe VIII. Élaboration d'un plan d'emprunt à court terme: un exemple

120. Le présent document illustre la façon dont doit être présenté un plan d'emprunt à court terme, dans le cadre d'une SDMT approuvée.

121. Supposer que cette SDMT approuvée doit financer 60 % (des besoins de liquidité du gouvernement) à travers la dette concessionnelle, 20 % à travers un financement public quasi-concessionnel et 20 % à travers des obligations nationales à moyen terme.

122. Supposer que, en cette année particulière, le besoin de financement total est de 100. Sur les 20 % de financement quasi-concessionnel requis dans le cadre de la stratégie, 5 ont déjà été engagés par une banque de développement pour un projet spécifique, avec 10 autres disponibles de la BIRD, de sorte que le GD doit identifier qui fournira les 5 restants. De la même façon, bien que le but soit de collecter 20 à travers des obligations à moyen terme, le GD doit déterminer que le marché absorbera seulement 5 en 5 obligations annuelles, de sorte que les 15 restants devront provenir de 3 obligations annuelles (voir Tableau 3).

123. En termes de traduction de ces objectifs en un plan d'émission réel, puis en supposant que le montant habituel d'une enchère de 3 obligations annuelles est 2, alors le GD doit planifier 7-8 enchères du genre au cours de l'année pour atteindre l'objectif du financement total. De la même manière, si le montant maximum prévu de 5 enchères annuelles est 1,5, alors il va falloir planifier pour 3-4 enchères du genre, en donnant un objectif global de 10–12 enchères. Alors le GD doit examiner s'il y a des facteurs saisonniers —tels que les périodes de vacances habituelles— quand il serait plus difficile d'exploiter le marché.⁵² Ces périodes devront être évitées si possible. Donc, si Août et Décembre sont généralement des périodes de mévente dans le marché intérieur, nous devons éviter ces mois; il resterait 10 mois dans l'année pour planifier une enchère. Enfin, le GD devrait prendre en compte les besoins du marché et s'il y a d'intérêt à suivre un plan régulier des enchères. Donc, on doit généralement tenir 3-années enchères dans la première semaine du mois, pendant que 5-années enchères seraient mieux réussies au début d'un trimestre. Notons que, là où les marchés sont relativement sous-développés, et l'accès au financement de très court terme est limité ou son utilisation serait un conflit avec la réussite de l'objectif des politiques monétaire, il serait souhaitable de grouper le financement afin que les crédits soient vite couverts et d'éviter le rationnement des ressources en espèce.

⁵² Cette saisonnalité sous-jacente du flux de la liquidité du gouvernement a aussi besoin d'être prise en compte en déterminant le rythme auquel un nouveau financement est entrepris.

Tableau 3. Échantillon de plan d'emprunt

Besoin d'emprunt				100
Stratégie	<i>Financement extérieur</i>	Concessionnel public	IDA	60
		<i>Total partiel concessionnel public</i>		60
		Non concessionnel public	BAD	5
			BIRD	10
			Créancier bilatéral	5
	<i>Total partiel non concessionnel publique</i>		20	
	<i>Financement interne</i>	Marché	3-obligations annuelles	15
			5-obligations annuelles	5
		<i>Total partiel marge basée sur le marché</i>		20

Plan prévisionnel de l'enchère

Mois	Effet	Montant prévu	Financement cumulatif
Janvier	5-année	1,5	3,5
Février	3-année	2	5,5
Mars	3-année	2	7,5
Avril	5-année	1,5	9
Mai	3-année	2	11
Juin	3-année	2	13
Juillet	5-année	2	15
Août	<i>Seulement si nécessaire</i>		15
Septembre	3-année	2	17
	3-année. 5-année seulement s'il est nécessaire d'atteindre l'objectif du financement		
Octobre		1,5	18,5
Novembre	3-année	1,5	20
Décembre	<i>Seulement si nécessaire</i>		20