



Comprendre la dette souveraine

Alternatives et opportunités
pour l'Afrique

Comprendre la dette souveraine — Alternatives et opportunités pour l'Afrique

La Facilité africaine de soutien juridique (ALSF) est une institution publique internationale hébergée par la Banque africaine de développement (AfDB). L'ALSF apporte des conseils juridiques et une assistance technique aux pays africains dans les domaines de la négociation de transactions commerciales complexes, du règlement des litiges avec les créanciers et du renforcement des capacités, tout en développant des produits de gestion des connaissances et des publications.

Son objectif consiste à renforcer l'expertise et à améliorer les capacités juridiques des gouvernements africains pour les aider à conduire des négociations justes, équitables et équilibrées, tout en préservant leurs intérêts souverains.

Immeuble CCIA Plateau
Avenue Jean-Paul II
01 BP 1387
Abidjan 01, Côte d'Ivoire
Téléphone: +225 20 26 10 20
E-mail: alsf@aifdb.org

www.aflsf.org

Faire la différence

Comprendre la dette souveraine

Alternatives et opportunités pour l'Afrique

Table des matières

Avant-propos

Introduction

1. Le paysage de la dette souveraine en Afrique 13

Les catégories de créanciers

2. Les créanciers multilatéraux 24
3. Les créanciers bilatéraux 30
4. Les créanciers commerciaux 34
5. Les créanciers obligataires 37

Les formes de financement

6. Le financement multilatéral et bilatéral 43
7. Les emprunts souverains 53
8. Les obligations souveraines 66
9. L'émission des obligations 75
10. Le prêt garanti 87
11. Les swaps 93
12. La dette souveraine conforme aux principes de la charia 98
13. Les passifs conditionnels 100

La gestion de la dette publique

14.	Les fonctions, cadres et outils	117
15.	La comptabilisation, le <i>reporting</i> et la conservation de données de qualité afférentes à la dette	130
16.	La stratégie de gestion de la dette	137

Le rôle des conseillers

17.	Qui peut m'aider et pourquoi ai-je besoin d'eux ?	145
-----	---------------------------------------------------	-----

Le surendettement

18.	La nécessité d'une intervention temporellement opportune	156
19.	Comment dois-je gérer les situations de surendettement ?	162
20.	Redressement et résilience	177

Avant-propos

FACILITÉ AFRICAINE DE SOUTIEN JURIDIQUE AFRICAN LEGAL SUPPORT FACILITY

Depuis la crise de la dette survenue dans les années 80, la question de la soutenabilité de la dette des pays africains est un sujet constant de préoccupation, voire de controverses. Au début des années 2000, de nombreux pays africains ont admis qu'il leur était nécessaire de réduire significativement leur endettement et, à cet effet, ont mis en œuvre des programmes d'allègement de la dette ainsi qu'une meilleure gouvernance budgétaire et ont adopté une politique de croissance économique centrée sur les produits de base.

Toutefois, plus récemment, le ralentissement de la croissance économique, la baisse des prix des produits de base, la volatilité des revenus, la dépréciation des taux de change ainsi que la hausse générale des dépenses ont contribué à fortement aggraver l'endettement public sur l'ensemble du continent africain.

Concomitamment à cette tendance, la réduction du nombre des prêts concessionnels a incité de nombreux pays africains à trouver de nouvelles façons de financer leurs activités et projets. Le recours de plus en plus fréquent aux prêteurs bilatéraux privés et non traditionnels a fait évoluer la composition type de la dette publique en Afrique, celle-ci étant désormais marquée par des structures de prêts et des conditions à la fois nouvelles et complexes. Aux côtés des nouveaux prêteurs,

la négociation plus active de la dette africaine sur un marché secondaire caractérisé par une complexité et un dynamisme croissants a fait surgir de nouveaux enjeux en matière d'emprunt public.

L'accumulation de la dette a malheureusement déjà conduit plusieurs pays à se retrouver dans une situation délicate au regard de leur endettement, le Fonds Monétaire International ayant relevé en 2017 que 15 pays africains se trouvaient en situation de surendettement ou présentaient un risque élevé de surendettement (FMI – Base de données sur les perspectives économiques mondiales).

Il est important de souligner que le recours à la dette n'est pas une mauvaise politique en soi. En effet, les emprunts souverains permettent aux États de financer les projets d'infrastructures et programmes sociaux qui leur sont indispensables. Ils leur permettent également de réussir à atteindre leurs objectifs de développement. Néanmoins, alors que la dette souveraine peut être pour les gouvernements un véritable catalyseur pour la croissance économique, une mauvaise gestion de cette dette peut produire l'effet inverse et précipiter les pays dans des situations précaires aux conséquences économiques durables.

Pour échapper aux conséquences négatives liées au recours à la dette, il est primordial d'élaborer et de mettre en œuvre des stratégies visant à un endettement soutenable ainsi que des cadres de gestion solides de la dette qui faciliteront une gestion efficace de cette dernière sur le long terme.

L'une des principales raisons ayant présidé à la création de la Facilité africaine de soutien juridique (ALSF) était d'aider les États africains à éviter le piège d'une accumulation de dette excessive et de les accompagner dans leur recherche d'un endettement soutenable. Depuis sa création, l'ALSF aide les pays africains à comprendre les contrats complexes relatifs à la dette souveraine. L'ALSF fournit également des prestations de conseil et apporte une assistance en matière de renforcement des capacités afin de permettre aux États africains de négocier avec succès des contrats justes et équilibrés avec leurs créanciers, de se défendre de manière adéquate dans le cadre des litiges les opposant aux fonds « vautours » et d'élaborer des stratégies et cadres de gestion de la dette efficaces.

C'est dans le contexte présenté ci-dessus que l'ALSF a élaboré cet ouvrage qui se veut être un guide pratique et accessible aux gestionnaires de la dette publique ainsi qu'aux autres personnes impliquées dans la gestion des finances publiques en

Afrique. Il a pour ambition de leur donner les moyens de leurs missions, en démystifiant les concepts et la terminologie relatifs à la dette souveraine et en présentant les outils pouvant être utilisés pour gérer la dette avec succès.

La première partie de l'ouvrage vise à exposer les concepts sur lesquels repose la dette souveraine, à l'instar des aspects techniques, financiers et juridiques relatifs aux instruments de dette et aux marchés sur lesquels ils sont négociés. La deuxième partie de l'ouvrage tend à dresser les contours de l'élaboration et de la mise en œuvre des stratégies relatives au financement de la dette, ainsi que les outils et méthodes pouvant être utilisés pour prévenir le surendettement. Les auteurs concluent en traitant précisément de ce que l'ouvrage cherche à contribuer à faire éviter aux États concernés, à savoir les situations de crise, et leur propose des pistes afin de savoir ce qu'il conviendrait de faire si elles devaient survenir.

Notre groupe d'auteurs se compose d'universitaires, d'économistes, de conseillers financiers, de chercheurs et d'avocats émanant d'organisations multilatérales et de cabinets d'avocats internationaux de premier plan, venant du monde entier et possédant une solide expérience dans le domaine de l'émission, de la soutenabilité et de la restructuration de la dette. Ces auteurs ont tous consacré leur temps et offert leur expertise à titre gracieux. Main dans la main avec les équipes de l'ALSF, ils ont créé un outil visant à offrir une perspective équilibrée et pluridisciplinaire de la gestion de la dette publique dans un format facile à assimiler.

Nous espérons que cet ouvrage donnera aux États africains les moyens de mieux comprendre, utiliser et gérer leur dette. Nous espérons aussi qu'il incitera à débattre davantage de ces questions et qu'il suscitera d'autres travaux universitaires. Toutefois, cet ouvrage n'est pas destiné à se substituer à la consultation de conseillers professionnels.

Même si les problématiques liées à la dette en Afrique sont uniques, les préoccupations actuelles soulevées par les vulnérabilités potentielles de la dette de l'Afrique sont universelles. Il est crucial pour les États d'avoir une gestion saine de leur dette et les processus et procédures qui y sont associés sont sensiblement les mêmes, quel que soit le pays auquel ils s'appliquent. En tant qu'institution africaine, nous avons créé cet ouvrage pour les États africains. Pour autant, son contenu n'en est pas moins applicable hors du continent africain.

Au nom de l'ALSF, je souhaite remercier l'ensemble des auteurs ayant contribué à cet ouvrage de leur enthousiasme, leur passion et leur implication tout au long de son élaboration. Même si le processus fut intense, il a été alimenté par leur grande expérience, leur dévouement et leur ténacité et par des débats constructifs. Cet ouvrage reflète les opinions et points de vue collectifs de ces experts, ainsi que ceux des principales parties prenantes africaines.

Je souhaite également remercier l'Institut Ouest-africain de gestion financière et économique (WAIFEM), l'Institut de gestion macroéconomique et financière (MEFMI), l'Initiative africaine concertée sur la réforme budgétaire (CABRI) et l'*Overseas Development Institute* (ODI) britannique, pour leur soutien à ce projet d'envergure. Je souhaite remercier plus particulièrement les conseillers (à distance), Tivinton Makuve (MEFMI) et Johan Krynauw (CABRI), pour leur contribution essentielle à cet ouvrage.

Cet ouvrage a été réalisé en ayant recours à la méthode du « book sprint », qui permet l'élaboration et la rédaction d'un livre complet en seulement cinq jours. Aussi, je souhaiterais également remercier l'équipe du Book Sprints (<http://www.booksprints.net/>) - Faith Bosworth, Barbara Rühling (facilitateurs) et Henrik van Leeuwen (illustrateur), pour leur gestion vigoureuse et leur créativité au fil de ce processus.

Pour finir, je souhaite adresser mes remerciements aux personnes en charge de la planification stratégique et logistique, à savoir : Toyin Ojo et Nicole Kears (ALSF), Ronald Tafadzwa Chari (anciennement à l'ALSF et actuellement à la Banque Mondiale), ainsi que Mohamed Badissy du *Commercial Law Development Program* (CLDP), qui ont porté cet ouvrage depuis sa conception jusqu'à son élaboration.

L'ouvrage est disponible sous format électronique et papier (actuellement en anglais et français).

Stephen Karangizi
Administrateur et PGD
La Facilité africaine de soutien juridique

La Facilité africaine de soutien juridique

La Facilité africaine de soutien juridique (ALSF) est une organisation internationale dont l'objectif est, d'une manière générale, de supprimer l'asymétrie des capacités techniques entre les acteurs du secteur public et ceux du secteur privé. L'ALSF avait à l'origine été créée en réponse à la hausse des procès intentés par les fonds « vautours » à l'encontre des pays africains, mais a rapidement été amenée à assister les pays africains dans le cadre de la négociation de transactions commerciales complexes. L'ALSF intervient sur les sujets liés à la dette souveraine, ainsi qu'aux secteurs des infrastructures, énergétique et de l'extraction.

www.aflsf.org

NB : le présent ouvrage est publié sous la licence internationale Creative Commons Attribution - Pas d'Utilisation Commerciale - Partage dans les Mêmes Conditions - 4.0 (CC BY-NC-SA 4.0), qui autorise toute personne à le reproduire librement, à en extraire certaines parties, le modifier, le traduire, le réutiliser pour une utilisation non commerciale sans avoir à obtenir l'accord de ses auteurs, sous réserve que le travail qui en résultera soit diffusé sous une licence Creative Commons.

Manuel préparé avec la collaboration des auteurs suivants

Mohamed Badissy, avocat général
(*Senior Attorney*) en charge de
l'Énergie et des Finances au
Commercial Law Development Program
du ministère américain du commerce
(*US Department of Commerce*)

Ian Clark, avocat associé, White &
Case LLP

Jill Dauchy, associé gérant et
fondateur, Potomac Group LLC

Michael Doran, avocat associé, Baker
& McKenzie LLP

Nicole Kearse, conseillère en
connaissances et développement
stratégique, Facilité africaine de
soutien juridique

Michèle Lamarche, associé gérant,
responsable du *Sovereign and Public
Sector Advisory*, Lazard

Yan Liu, directrice juridique adjointe,
Fonds Monétaire International

Yannis Manuelides, avocat associé,
Allen & Overy LLP

Dr Baba Yusuf Musa, directeur
général de l'Institut Ouest-africain de
gestion financière et économique
(WAIFEM)

Shakira Mustapha, chargé de
recherche, *Overseas Development
Programme* britannique

Gadi Taj Ndahumba, responsable du
secteur de l'énergie, Facilité africaine
de soutien juridique

Toyin Ojo, conseillère juridique
senior, Facilité africaine de soutien
juridique

Professeur Rodrigo Olivares-
Caminal, Professeur de droit,
Université *Queen Mary* de Londres

Rajneesh Seeras, conseiller juridique,
Facilité africaine de soutien juridique

Avertissement

Cet ouvrage est le fruit d'un travail collectif des auteurs mentionnés ci-dessus. Aucune opinion exprimée dans le présent ouvrage ne peut être attribuée à un auteur en particulier. Ces opinions ne représentent pas nécessairement l'opinion des institutions et organisations (ou de leurs gouverneurs, administrateurs, directeurs, responsables, gestionnaires ou clients respectifs) au sein desquelles chacun des auteurs travaille.

Cet ouvrage constitue un guide général et ne contient pas d'avis juridique ou de conseil financier à caractère définitif. Les lecteurs concernés par l'une ou l'autre des questions abordées dans le présent ouvrage sont invités à rechercher, dès le début du processus dans lequel ils sont engagés, à s'entretenir avec leurs conseils et conseillers.

Introduction

Cet ouvrage vise à donner aux gestionnaires de la dette publique et autres représentants publics impliqués dans la gestion des finances publiques en Afrique les moyens d'exercer leurs fonctions en démystifiant les concepts et la terminologie qui s'y rapportent et en servant de guide pratique en matière de finances publiques.

Par souci de cohérence et de clarté, les termes généralement acceptés du Groupe de Réflexion sur les Statistiques des Finances (*Task Force on Finance Statistics*) ont été utilisés tout au long de l'ouvrage. Dans le cadre de ce dernier, l'expression « dette souveraine » ou d'autres expressions similaires sont parfois employées en lieu et place de « dette publique ». De la même façon, les termes « souverain », « État », « nation » ou encore « gouvernement » peuvent être utilisés de façon interchangeable pour désigner un pays.

La gestion de la dette publique relève à la fois de la « science » et de l'« art ». La « science » se compose des aspects techniques, financiers et juridiques des instruments de dette et des marchés sur lesquels ils sont négociés. L'« art », quant à lui, est la façon dont les gestionnaires de la dette publique élaborent et mettent en œuvre des stratégies liées au financement par la dette et déterminent les montants à emprunter, les ressources à utiliser, la manière de les structurer, avec qui et comment interagir, la façon d'éviter le surendettement et, surtout, les réflexes et l'attitude à adopter en cas de crise.

Les treize premiers chapitres du présent livre se concentrent sur le volet « science ». Sont ainsi examinés dans ce cadre les raisons principales du recours à l'emprunt, les différentes sources de financement ainsi que les instruments les plus

communément utilisés. La deuxième partie du livre, du chapitre 14 au chapitre 17, traite à la fois de la science de la gestion de la dette publique (les fonctions, cadres et outils à disposition des gestionnaires de la dette et les problématiques liées à la gestion des données) et de l'art de la gestion de la dette publique (le processus d'élaboration de la stratégie d'endettement).

Un chapitre a été spécifiquement consacré au « Rôle des conseillers ». Des conseillers professionnels et indépendants, sollicités pour le traitement des questions financières, juridiques et de communication, jouent un rôle crucial dans l'aide qu'ils apportent aux gouvernements afin de leur permettre d'atteindre leurs objectifs (et pas uniquement en situation de crise). Ce chapitre traite du rôle joué par ces conseillers et examine les conditions et le moment auxquels ils devraient être mobilisés.

Enfin, dans la troisième partie du livre, du chapitre 18 au chapitre 20, est décrit l'art, pour un pays, de traverser les périodes de surendettement et la façon dont il peut se relancer et retrouver sa capacité de résilience.

1 Le paysage de la dette souveraine en Afrique

Disposant de la population la plus jeune au monde, d'abondantes ressources naturelles et d'économies à croissance rapide, le continent africain se trouve actuellement à la croisée des chemins, menant d'un côté à des opportunités et de l'autre à des défis. Il est indéniable que, pour réaliser leur potentiel, les pays africains vont devoir investir de manière significative dans leur capital physique et humain, que ce soit dans les domaines de l'éducation, de la santé, des infrastructures ou, de façon plus cruciale encore, dans celui de l'énergie. Toutefois, la clé du succès de leurs objectifs de développement se trouvera dans leur capacité à mobiliser les ressources financières nécessaires sans hypothéquer leur avenir.

Le Forum Économique Mondial évalue le besoin de financement du continent africain pour ses investissements en infrastructures à 100 milliards USD par an. Pour répondre à ce besoin, les pays d'Afrique devront à la fois mobiliser des ressources à l'échelon national et également attirer à eux de très importants capitaux extérieurs. Ces ressources, aussi bien au niveau national qu'international, prendront en grande partie la forme de dettes.

La dette, sous toutes ses formes - publique, privée, à long terme et à court terme – a permis d'aider certains pays du continent africain à développer leurs infrastructures, à exploiter leurs ressources naturelles, à améliorer la santé et l'éducation de leurs populations et à contribuer à leur croissance économique globale. Cependant, bien qu'ils aient bénéficié d'un allègement de leur dette par le passé dans le cadre de l'initiative en faveur des Pays Pauvres Très Endettés (PPTTE), plusieurs pays ont rapidement accumulé de la dette nouvelle et présentent aujourd'hui un risque important de surendettement.

Les autorités africaines ont à présent bien conscience du fait qu'un certain nombre de risques est associé au financement par la dette. La hausse de la dette à travers le continent africain doit ainsi aller de pair avec l'adoption de politiques macroéconomiques bien conçues, de procédures rigoureuses de gestion de la dette et d'institutions solides. Lorsque les politiques, procédures et institutions mises en place sont insuffisantes, la capacité d'un État à rembourser sa dette l'est également.

Contexte historique

Durant des décennies, la croissance économique de l'Afrique a été freinée par une accumulation de dettes et un enchaînement de restructurations insoutenables. Les initiatives d'allègement de la dette mises en oeuvre dans les années 1990, à l'instar de l'initiative en faveur des Pays Pauvres Très Endettés (PPTTE) et l'Initiative d'Allègement de la Dette Multilatérale (IADM), restaurèrent toutefois la soutenabilité de la dette, permettant ce faisant aux pays africains d'accéder au marché des investissements.

L'initiative PPTTE et l'IADM

L'initiative PPTTE a été lancée en 1996 conjointement par la Banque Mondiale, le Fonds Monétaire International (FMI) et d'autres organisations multilatérales « afin d'assurer qu'aucun pays pauvre ne soit confronté à une charge d'endettement qu'il ne peut gérer ». L'initiative, qui a été améliorée en 1999, a apporté une aide exceptionnelle aux pays éligibles pour ramener le poids de leur endettement extérieur à des niveaux soutenables ; ceci leur a permis d'honorer le service de leur dette extérieure sans avoir à recourir à un allègement supplémentaire de la dette et sans compromettre la crois-

sance. En 2005, l'initiative PPTE a été complétée par un nouveau programme, l'IADM, lancé cette année-là par la Banque africaine de développement, la Banque Mondiale et le FMI. Les objectifs des initiatives communes PPTE et IADM sont désormais presque atteints, l'initiative PPTE n'admettant plus de nouveaux pays depuis 2011 et l'IADM étant arrivée à son terme en 2015.

Les initiatives PPTE et IADM ont permis de fournir une assistance à 36 pays participants (dont 30 pays localisés en Afrique) pour effacer plus de 99 milliards USD de dette extérieure. L'allègement de la dette dans le cadre des initiatives PPTE et IADM a permis à ces pays d'augmenter leurs dépenses consacrées à la réduction de la pauvreté en allégeant de façon substantielle le fardeau de la dette, en réduisant les paiements au titre du service de la dette et en améliorant la gestion de la dette publique.

Les pays africains ayant pu bénéficier des initiatives PPTE et IADM sont les suivants : le Bénin, le Burkina Faso, le Burundi, le Cameroun, la République centrafricaine, le Tchad, les Comores, la Côte d'Ivoire, la République Démocratique du Congo, *l'Érythrée, l'Éthiopie, la Gambie, le Ghana, la Guinée, la Guinée-Bissau, le Libéria, Madagascar, le Malawi, le Mali, la Mauritanie, le Mozambique, le Niger, la République du Congo, le Rwanda, le Sénégal, le Sierra Leone, *la Somalie, *le Soudan, la Tanzanie, le Togo, l'Uganda et la Zambie.

*Pays n'ayant pas encore bénéficié d'une assistance intégrale. Ces trois pays ont atteint le Point de Décision d'allègement de la dette, mais ne sont pas encore parvenus au Point d'Aboutissement d'allègement définitif de la dette (une nuance que nous n'avons pas soulignée s'agissant de l'initiative PPTE). Il serait toutefois inexact d'affirmer que ces pays n'ont bénéficié d'aucune assistance.

Niveaux d'endettement post-PPTE/IADM

L'objectif des initiatives PPTE et IADM était d'accorder un allègement de la dette afin de diminuer la charge de la dette insoutenable et de mettre fin au cercle vicieux de l'endettement dans lequel les pays étaient enfermés. La combinaison d'initiatives en matière d'allègement de la dette et de politiques macroéconomiques responsables dans la plupart des pays de cette zone a permis de rétablir la

croissance économique et des niveaux d'endettement soutenables. Cette tendance commence cependant à s'inverser et la dette publique en pourcentage du PIB est en augmentation à travers toute l'Afrique. Selon le FMI et la Banque Mondiale, au mois de janvier 2019, 13 pays de cette zone présentaient un risque élevé de surendettement et 5 pays se trouvaient déjà en situation de surendettement.

PARMI LES FACTEURS AYANT CONTRIBUÉ À CETTE AUGMENTATION DE LA DETTE, ON RELÈVE :

1. La baisse, entre 2014 et 2016, des prix des produits de base exportés par l'Afrique, y compris de celui du pétrole ;
2. L'incapacité à dégager des recettes fiscales supplémentaires suffisantes permettant de rembourser la dette contractée pour financer le développement et les infrastructures ;
3. Les chocs provoqués par la migration des passifs – tels que les pertes des entreprises publiques – dans les bilans comptables du secteur public ;
4. La dépréciation des taux de change ;
5. Pour certains pays, la piètre gouvernance institutionnelle au niveau de la gestion des recettes fiscales et de la gestion de la dette.

À raison de contraintes budgétaires dans leur propre pays, les pourvoyeurs traditionnels de subventions et de financements concenssionnels ont moins de ressources disponibles à consacrer aux pays en développement. Partant, les pays africains ont été contraints de rechercher d'autres sources de financement. Compte tenu du faible niveau des taux d'intérêts à l'échelon mondial et de la hausse des prix des produits de base, les pays africains on pu accéder plus aisément au financement par les marchés financiers, lequel est plus onéreux, avec des dates de maturité plus courtes et susceptible d'être plus difficilement accessible en période de grave difficultés financières.

Les pays africains (même les plus pauvres d'entre eux) ont été en mesure d'émettre des emprunts obligataires sur les marchés de capitaux internationaux. La plupart des obligations ainsi émises sont soumises à d'autres droits que le droit du pays émetteur, rendant plus difficile la façon dont la dette peut être gérée en période de difficultés exceptionnelles.

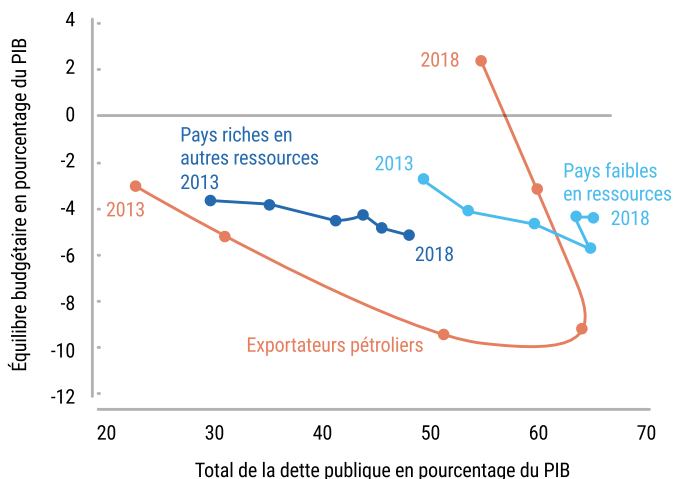


FIG.1. Source : Base de données du FMI - Perspectives de l'économie mondiale

Une partie importante de cette nouvelle dette africaine est libellée en monnaie étrangère, exposant ainsi les économies de ces pays à des chocs monétaires et diminuant leur capacité à planifier une dévaluation monétaire. À raison du niveau de développement insuffisant des marchés financiers nationaux, même les dettes libellées en monnaie nationale sont détenues par des non-résidents, ce qui rend plus difficile les opérations de *rollover* en périodes de sérieuses difficultés financières.

Cependant, l'accroissement du stock de la dette, de même que celui du service de la dette, ne devraient pas être interprétés comme le signe avant-coureur d'une inévitable crise et l'incapacité de l'État à honorer ses échéances. C'est précisément dans ce genre de situation qu'une gestion rigoureuse de la dette combinée à de solides politiques macroéconomiques peuvent faire toute la différence.

Tendances récentes

Les gestionnaires de la dette publique en Afrique sont confrontés aujourd'hui à un certain nombre de problématiques, concernant notamment :

L'ÉLARGISSEMENT DE L'ACCÈS AUX MARCHÉS DE CAPITAUX INTERNATIONAUX

Au mois de mars 2019, 20 pays d'Afrique subsaharienne avait procédé à l'émission d'emprunts obligataires sur le marché international, généralement libellés en USD. Parmi les États africains concernés, le Bénin est le dernier à s'être lancé. Dans la mesure où la plupart des pays africains émetteurs d'obligations ne peuvent bénéficier de durées supérieures à 5-7 ans, cette situation pourrait entraîner un pic des maturités en 2024-2025. Globalement, la dette extérieure en monnaie étrangère des pays africains a sensiblement augmenté, passant de 237,57 milliards USD en 2005 à un total de 524,12 milliards USD en 2017.

L'AUGMENTATION DU NOMBRE DE CRÉANCIERS NON TRADITIONNELS

Au cours de ces dernières années, une augmentation très nette des prêts accordés aux pays africains par des créanciers non traditionnels, tels que la Chine, l'Inde, l'Arabie-Saoudite, la Banque islamique de développement ainsi que par d'autres institutions du Golfe et asiatiques a été observée.

À titre d'illustration, les emprunts chinois accordés au secteur privé et au secteur public en Afrique subsaharienne ont atteint près de 60 milliards USD en 2018. Ces emprunts ont été consentis tant par des banques publiques chinoises que par l'État chinois lui-même, à des conditions à la fois concessionnelles et non concessionnelles.

LA PRÉSENCE D'AUTRES CRÉANCIERS COMMERCIAUX NON TRADITIONNELS, COMME LES NÉGOCIANTS EN PÉTROLE

La dépendance de nombreux pays africains à des produits de base commercialisables spécifiques a attiré des sociétés multinationales prêtes à s'engager et à fournir ces produits sur le long terme. Parmi ces produits, le pétrole représente la part la plus importante et est celui qui a suscité le plus d'intérêt. À titre d'exemple, certaines compagnies pétrolières nationales ont conclu des accords de préfinancement avec des entreprises commerciales multinationales et, pour l'une d'elles, pour un montant représentant environ 30 % de la dette publique extérieure du pays concerné.

L'IMPORTANCE DE LA DETTE DES ENTREPRISES PUBLIQUES ET DE LA DETTE INFRANATIONALE, AINSI QUE DE LA DETTE GARANTIE ET AUTRES DETTES CONDITIONNELLES

L'augmentation des engagements financiers des entreprises publiques, de la dette infranationale, des garanties et autres dettes conditionnelles, est un facteur important devant être pris en compte par les gouvernements et gestionnaires de dette dans l'élaboration des politiques macroéconomiques et des stratégies relatives à la gestion de la dette. Dans ce cadre, les dettes garanties et autres passifs faisant l'objet d'un engagement par lequel les États sont légalement tenus doivent faire l'objet d'un contrôle étroit dans l'hypothèse où un pays devait être appelé à honorer l'engagement ainsi pris. Il incombe également aux États de surveiller la dette des entreprises publiques et la dette infranationale, même lorsqu'ils ne sont pas légalement tenus de supporter cette dette. L'incapacité de ces entreprises publiques ou instances infranationales à renégocier leurs obligations au regard du principal de leurs dettes arrivant à maturité (*roll over*) pourrait nécessiter l'intervention de l'État afin d'assurer la continuité de la fourniture des produits de base, comme l'électricité et l'eau, ou des services tels que les services bancaires. Cela pourrait avoir de sérieuses conséquences sur le bilan comptable et la situation financière générale du pays.

L'ABSENCE DE REGISTRES CONVENABLES, LE MANQUE DE TRANSPARENCE ET DES DÉFAILLANCES AU NIVEAU DE LA GOUVERNANCE

La gestion de leur dette présente pour un certain nombre de pays africains des défis tenant : (a) à l'absence de suivi adéquat du stock total de leurs dettes actuelles et potentielles, (b) parfois au manque de transparence concernant leurs engagements financiers clés et (c) une gouvernance défaillante qui trouve sa source soit dans l'absence de procédures et structures appropriées soit, dans certains cas, dans la corruption. Structurer les entités en charge de la gestion de la dette en les dotant de pouvoirs et de compétences clairs en termes de gouvernance leur permettant d'appréhender convenablement ces défis doit être l'un des objectifs prioritaires des pays africains.

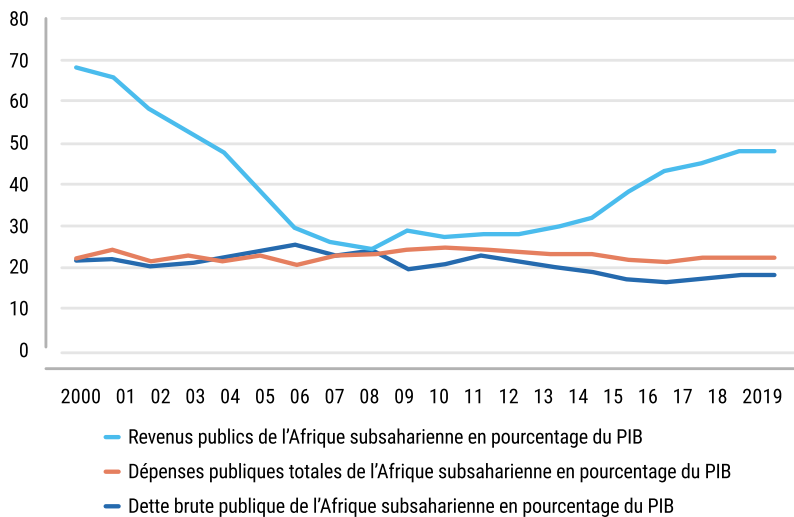


FIG.2. Source : Base de données du FMI - Perspectives de l'économie mondiale

Les catégories de créanciers

Points clés

Un pays emprunteur dispose de plusieurs solutions de financement, chacune d'entre elles impliquant un ou plusieurs créanciers.



Les différentes catégories de créanciers d'un pays comprennent généralement les créanciers multilatéraux (tels que la Banque Mondiale, la Banque africaine de développement ou le FMI), les créanciers bilatéraux (tels que les pays créanciers membres ou non membres du Club du Paris), les créanciers commerciaux (essentiellement les banques même s'il en existe d'autres), ainsi que les créanciers obligataires (nationaux et étrangers).



La compréhension des catégories de créanciers, de leurs motivations profondes et structures sous-jacentes, des différents cadres juridiques et réglementaires qui leur sont applicables ainsi que des politiques régissant l'octroi de financements de leur part, contribuera in fine à permettre aux pays emprunteurs d'identifier les acteurs auprès desquels ils peuvent emprunter des fonds.



Le type de prêteurs pouvant être efficacement sollicités sur le continent africain n'a cessé d'évoluer au cours de ces dernières années et l'on observe une augmentation notamment des prêts consentis par des sources « non traditionnelles », à l'instar des créanciers plurilatéraux (la Banque ouest-africaine de développement (BOAD), la Banque du commerce et du développement (Trade and Development Bank - TDB), la Banque de Développement des États de l'Afrique Centrale (BDEAC), etc.).



2 Les créanciers multilatéraux

Les créanciers multilatéraux sont des institutions dont les membres appartiennent à la communauté internationale, qui mobilisent les fonds versés par ces derniers dans le but d'encourager la croissance et la stabilité économiques. Les Banques multilatérales de développement (BMD), telles que la Banque Mondiale et la Banque africaine de développement (la BAD), ont typiquement pour mission de réduire la pauvreté et favoriser le développement durable par le financement de politiques de développement et de l'activité économique.

Le Fonds Monétaire International (le FMI) est une institution multilatérale dont la mission est de promouvoir la stabilité financière et monétaire internationale en surveillant les politiques des pays membres ainsi que leur évolution économique et financière à l'échelle nationale, régionale et mondiale, en octroyant une assistance financière à ses membres afin de leur permettre de surmonter leurs difficultés liées à leur balance des paiements et en leur offrant une assistance technique leur permettant de mettre en place des institutions économiques plus performantes.

Les créanciers multilatéraux sont soumis à des cadres politiques et juridiques qui leur sont propres. Ils peuvent octroyer des financements à des conditions concessionnelles ou non concessionnelles. Le présent chapitre présente un bref aperçu des trois créanciers multilatéraux les plus importants (et les plus actifs) sur le marché africain.

Le Groupe de la Banque africaine de développement

Le Groupe de la Banque africaine de développement (le Groupe de la BAD) est composé de trois entités : la BAD, le Fonds africain de développement (le FAD), ainsi que le Fonds spécial du Nigeria (le FSN).

LA BANQUE AFRICAINE DE DÉVELOPPEMENT

Fondée en 1963, la BAD est une BDM dont la mission consiste à réduire la pauvreté et à améliorer les conditions de vie en Afrique. À l'origine, seuls les pays africains étaient autorisés à rejoindre la banque. Cependant, depuis 1982, l'adhésion à la BAD a également été ouverte aux pays non africains. La BAD accomplit sa mission en octroyant des financements – aux pays africains et aux sociétés privées investissant dans les banques des pays membres régionaux (PMR) – pour la mise en œuvre de projets et de programmes devant permettre de promouvoir le développement économique et social en Afrique.

LE FONDS AFRICAIN DE DÉVELOPPEMENT

Fondé en 1972, le FAD est devenu opérationnel en 1974. Le FAD vise à promouvoir le développement économique et social dans les 38 pays africains les moins avancés. À la différence de la BAD, le FAD octroie des financements sur une base concessionnelle dédiés à la mise en œuvre de projets et programmes.

LE FONDS SPÉCIAL DU NIGERIA

Le Fonds spécial du Nigeria (FSN) est un fonds auto-entretenu et renouvelable, créé en 1976 par un accord entre le Groupe de la BAD et le gouvernement nigérian. Il a pour mission d'octroyer aux PMR à faible revenu de la BAD des financements à des taux concessionnels afin de soutenir les efforts de développement de ces pays.



FIG.3. Cycle du projet du Groupe de la BAD

Le Fonds Monétaire International

Créé en 1945, le FMI est l'une des institutions issues des accords de Bretton Woods, dont la mission est de promouvoir la stabilité du système monétaire et financier international. Dans le cadre de l'exécution de sa mission, le FMI, fort de

ses 189 membres, surveille les économies de ses États membres, fournit une aide financière aux pays confrontés à des difficultés de balance des paiements et soutient les politiques macroéconomiques saines par la fourniture d'une assistance technique.

Afin de mener à bien cette mission, le FMI peut accorder une assistance financière aux États membres se conformant aux deux exigences prévues par ses statuts :

1. Les fonds accordés dans le cadre de l'assistance financière devront être utilisés pour surmonter les problèmes de balance des paiements de l'État membre concerné et ne pourront être octroyés à d'autres fins. Un État membre peut utiliser les ressources générales du Fonds uniquement dans la mesure où un besoin se fait sentir au regard de sa balance des paiements ; une nécessité doit ainsi se faire jour relative à sa balance des paiements ou à ses réserves, ou à l'évolution de ses réserves [Article V, Section 3(b)] ;
2. L'État membre devra être en mesure de rembourser le FMI conformément à l'échéancier déterminé [Article V, Section 3(a)].

Ces conditions, bien que distinctes, sont liées dans la mesure où remédier à son problème de balance des paiements permettra à l'État membre d'améliorer sa capacité à rembourser le FMI.

Pour que les États membres puissent bénéficier d'une assistance financière, ces derniers doivent mettre en œuvre un programme de réformes d'ordre économique, financier et structurel, élaboré pour pallier le problème sous-jacent de balance des paiements. En pratique, à la suite d'une demande de la part d'un État membre, une équipe du FMI mènera des discussions avec les autorités de l'État membre concerné dans le but d'analyser les causes économiques et financières des problèmes de balance des paiements et le montant des fonds nécessaires pour y remédier. Les membres du gouvernement de l'État membre concerné et le FMI se mettront ensuite d'accord sur un programme d'ajustements des politiques économiques et structurelles. Ce programme de réformes sera ensuite présenté au Conseil d'administration du FMI pour que soit approuvé l'accord de financement venant à l'appui de ce programme. Suite à l'approbation du Conseil d'administration, l'État membre concerné pourra alors obtenir le financement du FMI dès lors qu'il satisfait aux conditions du programme de réformes ; le terme « conditionnali-

té » est classiquement employé pour y faire référence. La mise en œuvre du programme de réforme est contrôlée par le Conseil d'administration dans le cadre de ses revues.

Le Groupe de la Banque Mondiale, fondé concomitamment au FMI, est une organisation internationale de développement comportant 189 pays membres. Son objectif est de réduire la pauvreté en prêtant des fonds aux gouvernements de ses pays membres les plus pauvres afin de financer leurs projets de développement. Les principaux bailleurs de fonds du Groupe de la Banque Mondiale sont la Banque internationale pour la reconstruction et le développement (la BIRD) et l'Association internationale de développement (l'IDA).

L'IDA est chargée d'aider les pays les plus pauvres du monde. Sous la supervision de 173 pays actionnaires, l'IDA vise à réduire la pauvreté en accordant des prêts (appelés « crédits ») et dons destinés à des programmes de développement économique élaborés à des conditions concessionnelles encore plus favorables que celles de la BIRD. Pour de plus amples informations sur les conditions octroyées par ces institutions, merci de vous reporter au chapitre consacré au « Financement multilatéral et bilatéral ».

Remarque sur le statut de créancier privilégié

Les institutions multilatérales bénéficient généralement du statut de créancier privilégié (SCP) par rapport à l'ensemble des autres créanciers. Le SCP, qui est un privilège de fait et non de droit, est né dans le contexte de la restructuration de la dette par le Club de Paris, dans lequel des créanciers bilatéraux officiels ont été disposés à exclure des créanciers multilatéraux du processus de restructuration, leur permettant ainsi de recouvrer intégralement les arriérés de paiement avant la restructuration des autres dettes et passifs souverains. Ce traitement illustre la nature de « bien public » que revêt le financement multilatéral ; ainsi, par exemple, le FMI fournit une assistance dans des situations dans lesquelles les États membres peuvent n'avoir aucune autre source de financement possible et cherche à accompagner l'État membre concerné par la mise en œuvre d'un programme de réformes dont l'objectif est de l'aider à ramener ses finances publiques et sa dette à un niveau soutenable. En sus du traitement favorable octroyé par le Club de Paris, les institutions prêteuses multilatérales se sont également vues accorder le statut de créancier privilégié par des créanciers privés car la dimension de bien public du prêt multilatéral leur profite généralement également.

Il est important de relever que ces dernières années une augmentation des prêts provenant d'autres institutions a été constatée ; l'adjectif « plurilatéral » est depuis peu utilisé pour les désigner. Alors que le nombre de ces nouveaux entrants augmente et que les prêts gagnent en importance, l'on s'interroge sur le point de savoir si toutes ces organisations plurilatérales et régionales doivent ou non être considérées comme de véritables institutions multilatérales.

Il s'agit d'un débat très récent pouvant semer la confusion parmi les gestionnaires de la dette publique et les responsables des politiques applicables.

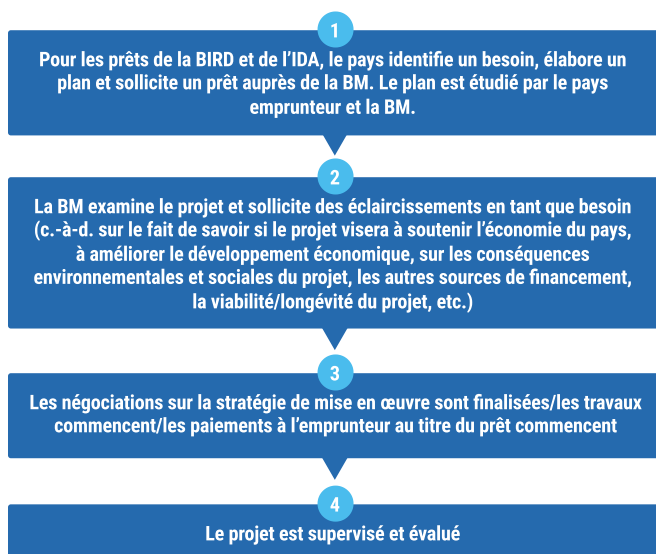


FIG.4. Le cycle du projet de la Banque Mondiale

3 Les créanciers bilatéraux

Une entité souveraine prêtant à une autre entité souveraine est considérée comme un créancier bilatéral. Les créanciers bilatéraux peuvent être, d'une manière générale, scindés en deux catégories : celle des créanciers bilatéraux traditionnels et celle des nouveaux créanciers bilatéraux émergents, non traditionnels. On distingue classiquement entre ces deux catégories de créanciers selon qu'ils sont ou non membres du Club de Paris, les créanciers bilatéraux traditionnels en étant membres alors que les créanciers bilatéraux émergents non traditionnels ne le sont pas.

Cette section traitera des deux catégories de créanciers et singulièrement de la manière dont ils sont organisés, la philosophie présidant à l'octroi d'une aide au développement ainsi que les conditions devant être satisfaites et les modalités appliquées pour l'obtenir. Pour une présentation plus détaillée des catégories d'instruments accordés par ces créanciers, merci de vous reporter au chapitre dédié au « financement multilatéral et bilatéral ».

À raison de son importance, la manière dont les problématiques de soutenabilité de la dette sont appréhendées par ces deux catégories de créanciers bilatéraux lorsqu'ils prêtent des fonds aux pays en développement fera l'objet d'une attention particulière ; de brefs développements seront par ailleurs consacrés aux principaux secteurs d'activités ayant été ciblés par ces deux catégories de créanciers.

Les créanciers bilatéraux traditionnels (le Club de Paris)

Les créanciers bilatéraux traditionnels se concentrent sur la soutenabilité de la dette à long terme tout en restant attentifs aux liens macroéconomiques. Il peut s'agir de prêts accordés aux PFR à des conditions favorables (concessionnelles) pour soutenir la viabilité de leur dette et la réforme des politiques. Les créanciers bilatéraux traditionnels considèrent la conditionnalité des politiques en matière de renforcement des institutions et de gouvernance comme un élément essentiel de l'utilisation efficace de l'aide au développement.

LE CLUB DE PARIS

Les pays membres du Club de Paris ont pleinement participé à l'initiative PPTE et ont accordé d'importants allègements de dette (et dans de nombreux cas, une annulation totale de la dette) aux pays débiteurs éligibles. Ils ont également consenti au fil des années d'importants allègements de dette aux pays non éligibles à l'initiative PPTE de sorte qu'aujourd'hui le niveau de la dette des pays africains envers les créanciers membres du Club de Paris est plus faible que par le passé.

LES MEMBRES PERMANENTS DU CLUB DE PARIS

Le Club de Paris regroupe actuellement 22 membres permanents, à savoir : l'Allemagne, l'Australie, l'Autriche, la Belgique, le Brésil, le Canada, la Corée du sud, le Danemark, l'Espagne, les États-Unis d'Amérique, la Fédération de Russie, la Finlande, la France, l'Irlande, Israël, l'Italie, le Japon, la Norvège, les Pays-Bas, la Suède, la Suisse et le Royaume Uni.

Le Club de Paris cherche peu à peu à élargir les rangs de ses membres permanents pour prendre en compte la hausse des concours bilatéraux officiels provenant de sources « non-traditionnelles », telles que l'Arabie Saoudite, la Chine et l'Inde.

LES PARTICIPANTS *AD HOC*

Des créanciers officiels non membres peuvent également participer de manière active aux séances mensuelles des Tours d'Horizon ou aux sessions de négociation, sous réserve de l'accord des membres permanents et du pays débiteur. Font partie

des participants *ad hoc* les pays suivants : Abu Dhabi, l'Afrique du Sud, l'Argentine, le Koweït, le Maroc, le Mexique, la Nouvelle Zélande, le Portugal, Trinité et Tobago et la Turquie (voir www.clubdeparis.org).

LES OBSERVATEURS

Le Club de Paris invite des observateurs à assister aux Tours d'Horizon et/ou aux sessions de négociation, parmi lesquels :

1. Les représentants des institutions internationales (le FMI, la Banque Mondiale, l'Organisation de Coopération et de Développement Économiques (OCDE), la Conférence des Nations Unies sur le Commerce et le Développement (CNUCED), la Commission européenne, la BAD, la Banque asiatique de développement, la Banque européenne de reconstruction et de développement (BERD), la Banque inter américaine de développement (BID) ;
2. Les pays n'étant ni membres du Club de Paris ni participants *ad hoc* qui détiennent des créances sur un pays débiteur en particulier. Ces pays peuvent participer aux Tours d'Horizon en qualité d'observateurs, lorsque que les discussions portent sur le pays débiteur en question, ainsi qu'aux sessions de négociation avec ce pays, pour soutenir les activités productives et leurs propres entreprises nationales.

Les créanciers bilatéraux émergents, non traditionnels (non membres du Club de Paris)

Les créanciers bilatéraux émergents non traditionnels, sont devenus des pourvoyeurs de plus en plus importants de financements à la fois concessionnels et non concessionnels accordés aux emprunteurs sur le continent africain. Ces entités sont susceptibles d'octroyer des financements aux pays en développement de manière directe ou par le biais de leurs agences gouvernementales, banques publiques ou autres institutions.

À l'inverse d'autres créanciers bilatéraux, ces créanciers émergents ont tendance à se concentrer sur la micro-soutenabilité de projets individuels plutôt que de privilégier la situation macroéconomique du pays débiteur. Plutôt que de fournir une

assistance budgétaire directe au pays débiteur, ces créanciers privilégient l'octroi de prêts à certains secteurs de l'économie en particulier, plus particulièrement celui des infrastructures, afin de soutenir des activités productives.

Il est important de noter que ces créanciers émergents adoptent une position différente en matière de conditionnalité et adhèrent au principe de non-ingérence dans les affaires intérieures des pays bénéficiaires.

Les principaux prêteurs officiels non traditionnels sont l'Arabie Saoudite, la Chine et l'Inde.

MISE EN GARDE

Plusieurs créanciers émergents prennent part aux travaux du Club de Paris au cas par cas en tant que participants *ad hoc* ou en tant qu'observateurs. Toutefois, dans le cadre du processus de restructuration, nombre de créanciers bilatéraux non membres du Club de Paris peuvent se comporter de façon bien différente de celle des créanciers traditionnels. L'histoire a montré que les créanciers non membres du Club de Paris se sont souvent opposés au principe de comparabilité de traitement tel que défini et appliqué par le Club de Paris.

Ces créanciers ont, à l'inverse, souvent choisi de traiter les difficultés de paiement des pays débiteurs sur une base bilatérale, ce qui peut compliquer la résolution globale d'un problème de dette souveraine.

Que cela signifie-t-il pour les pays débiteurs ? En période de difficultés, cela peut conduire à des négociations plus difficiles avec les créanciers officiels en matière de restructuration de la dette puisque le débiteur ne bénéficiera pas d'une approche collective. Le processus de règlement des problématiques bilatérales - souvent politiquement sensibles - entre les pays débiteurs et leurs créanciers officiels peut s'en trouver compliqué.

4 Les créanciers commerciaux

Les institutions financières du secteur privé et les autres créanciers commerciaux offrent une source importante de financement pour les pays emprunteurs. Cependant, à la différence des créanciers officiels multilatéraux ou bilatéraux, les créanciers commerciaux prêtent des fonds aux États à des conditions commerciales déterminées par le jeu des forces du marché. La dette commerciale, prenant habituellement la forme de prêts et de garanties, ne constitue pas un financement concessionnel ou un financement octroyé dans le cadre d'une politique mais est accordé, dans ce cas, aux fins – et aux conditions - convenues à l'issue de négociations entre le pays débiteur et le créancier commercial.

Les conventions de crédits commerciaux peuvent inclure les dispositions suivantes :

1. Des dispositions garantissant que les crédits commerciaux sont couverts en cas de hausse du coût du financement (par exemple, par l'insertion d'une clause intitulée « Coûts additionnels ») ou si leur rendement est réduit en raison des fluctuations du marché ou de changements en matière réglementaire ou fiscale (par exemple par l'insertion d'une clause intitulée « Majoration des paiements et indemnisation fiscale ») ;
2. Des engagements visant à protéger le statut de leur crédit (par exemple par l'insertion d'une clause interdisant la constitution de sûretés (*negative pledge*) ou d'une clause « *pari passu* » relative à l'égalité de rang des créanciers) ;

3. Des dispositions les autorisant à résilier la convention de crédit pour motif grave (« cas de défaut », y compris les « cas de défauts croisés » et les « cas d'exigibilité anticipée ») ;
4. Dans les crédits syndiqués, des dispositions régissant les aspects inter-crédanciers, tels que le partage des recouvrements et les droits et procédures de vote ;
5. Des dispositions autorisant la cession, le transfert ou la novation par les créanciers de leurs droits et obligations envers les tiers.

Les facilités de prêt multilatérales et officielles (autres qu'avec le FMI) sont susceptibles de contenir la plupart des dispositions visées ci-dessus, à l'exception de celles exposées aux points 4. et 5.

Les emprunts commerciaux sont consentis aux États tant par les prêteurs nationaux que par les prêteurs étrangers. Les obligations commerciales intérieures sont habituellement régies par le droit national du pays concerné tandis que les obligations commerciales extérieures sont habituellement régies par le droit anglais, le droit de l'État de New-York ou par un autre droit étranger. Le choix du droit national ou du droit étranger peut avoir d'importantes conséquences juridiques.

La dette commerciale intérieure peut prendre la forme de crédits consentis par les banques règlementées, les fonds de pension, les gestionnaires d'actifs, les investisseurs institutionnels ou (dans certains cas) des familles ou particuliers fortunés résidents du pays en question. Le crédit consenti peut être libellé en monnaie nationale ou étrangère, ceci en fonction du régime de contrôle des changes applicable dans le pays concerné ou d'autres circonstances particulières le concernant.

La dette commerciale extérieure peut prendre la forme d'un crédit accordé à l'État par une banque seule (il s'agit d'un « prêt direct ») ou alors par un syndicat de banques (il s'agit d'un « prêt syndiqué »). Les prêts syndiqués octroyés par un petit groupe de banques entretenant, de longue date, des relations avec le pays concerné et dont l'intention est de conserver le prêt dans leurs livres jusqu'à son échéance, sont aussi parfois appelés des « prêts de club » (« *club loans* »). Dans le cas d'un prêt syndiqué, une ou plusieurs banques agiront en qualité d'arrangeurs du financement, faisant intervenir d'autres banques à l'opération à travers un processus de commercialisation et de syndication. Il était historiquement fait référence à ces financements comme ceux du « Club de Londres », puisqu'ils étaient habituellement mis en place par les banques de la place de Londres.

L'éventail de créanciers étrangers participant aux financements par la dette commerciale au profit des pays emprunteurs s'est élargi ces dernières années pour inclure toutes sortes d'investisseurs institutionnels non réglementés, à l'instar des fonds de pensions, gestionnaires d'actifs et investisseurs institutionnels. Ces investisseurs accordent des facilités de crédit directement aux États en court-circuitant les institutions financières réglementées qui servaient historiquement d'intermédiaires dans le cadre de l'octroi de telles facilités de crédit. Ces investisseurs sont souvent en mesure d'accorder des produits de dette commerciale sur une base plus souple que celle des banques ou autres institutions financières réglementées.

5 Les créanciers obligataires

Les marchés de capitaux nationaux et internationaux sont devenus une source de financement importante pour l'ensemble des États. Au cours de ces dernières années, les investisseurs privés ont fait montre d'un intérêt croissant pour le marché de la dette en Afrique subsaharienne. En outre, les différents marchés de capitaux nationaux en Afrique sont en expansion et contribuent sans cesse davantage au financement des pays africains.

Les titres de créance, émis sur le marché local sous forme de titres à court terme (bons du trésor) ou à l'échelon international sous la forme d'euro-obligations, peuvent faire l'objet soit d'un placement privé, soit d'une offre au public auprès des investisseurs. Les créances de cette nature peuvent être libellées en monnaie locale ou étrangère. Pour la plupart des pays africains, les titres de créance libellés en monnaie locale sont uniquement disponibles sur les marchés de capitaux nationaux et sur le marché sous régional pour les titres de créance libellés en francs CFA. Les titres de créance libellés en monnaie étrangère peuvent être émis, soit sur les marchés de capitaux nationaux s'il existe des investisseurs locaux disposant de la capacité suffisante pour investir en monnaie étrangère, soit sur les marchés de capitaux internationaux.

Lorsqu'il existe un marché de capitaux national, celui-ci constitue souvent une source de financement attrayante pour l'État. Les banques nationales et autres investisseurs institutionnels (tels que les fonds de pension et compagnies d'assurance) représentent généralement la principale catégorie d'investisseurs sur les marchés locaux des bons du trésor. L'État les considère comme des investisseurs

intéressants dans la mesure où ils vont généralement décider – ou être incités ou contraints par l'État de décider – de conserver leurs investissements en période de crise. Les investisseurs internationaux spécialisés (tels que les fonds de pension, les fonds spéculatifs (*hedge funds*) et les gestionnaires d'actifs) qui recherchent une exposition aux titres de créance libellés en monnaie locale interviennent aussi de manière grandissante sur les marchés obligataires locaux. Compte tenu de l'absence de contrôle des capitaux, ces investisseurs internationaux peuvent, en cas de crise ou en prévision d'une situation de crise, être plus enclins, à retirer leurs investissements, ce qui peut aggraver les difficultés de liquidité et les autres difficultés auxquelles l'État doit faire face lorsqu'il se retrouve fragilisé.

Au cours de ces dernières années, l'essentiel du financement non-concessionnels accordé aux États a cru à travers l'émission d'euro-obligations et d'autres titres de créance – directement émis ou garantis par les États sur les marchés de capitaux internationaux. Ces titres de créance sont librement négociables sans l'accord, ni même l'information préalable, du pays émetteur. Les investisseurs dans ces titres de créance sur le marché primaire (c'est-à-dire au moment de l'émission des titres de créance) représentent généralement un large éventail d'acteurs composé d'institutions financières non résidentes, de fonds de pension, de fonds spéculatifs et de gestionnaires d'actifs. Leurs portefeuilles d'investissements respectifs sont constitués de telle façon qu'ils leur permettent de percevoir régulièrement les remboursements du principal et des intérêts attachés aux titres qui les composent. Ils peuvent par ailleurs choisir de négocier ces titres dans le but de réaliser des plus-values (lorsque la valeur du titre s'est appréciée) ou de minimiser les moins-values (lorsque la valeur du titre s'est dépréciée, que ce soit à raison d'une crise touchant le pays concerné ou d'autres facteurs touchant au marché).

La particularité des marchés de capitaux obligataires internationaux tient au fait que les acquéreurs de titres de créance émis par les États peuvent (en théorie) toujours être trouvés sur le marché secondaire. Les cours vendeurs et cours acheteurs de ces titres sont cotés sur plusieurs plateformes et la négociation ordinaire des titres émis par les États est facilitée par l'entremise de grandes banques internationales et autres institutions financières, lesquelles qui fournissent des services de teneur de marché (*market makers*). Dans la mesure où les titres de créance sont habituellement émis sous forme d'inscription en compte dans les systèmes de compensation internationaux, les pays émetteurs ne connaîtront généralement pas l'identité des détenteurs de leurs titres de créance en circulation. Cependant, dans la perspective d'une restructuration de la dette obligataire, l'État peut, avec l'assis-

tance de ses conseillers financiers, recourir aux services d'un agent de renseignements afin d'identifier l'origine géographique de ses investisseurs. Il s'agit là d'une différence essentielle avec les créanciers commerciaux avec lesquels l'État entretient une relations plus directe et suivies (à moins que les créanciers n'aient recours à des participations tacites auprès de prêteurs tiers dans le but de limiter leur exposition à l'emprunteur en question).

Des investisseurs spécialisés sont à la recherche d'opportunités leur permettant d'acquérir des titres de créance souverains à des cours fortement décotés dans le but de réaliser un bénéfice sur investissement une fois que le cours du titre de créance aura par la suite augmenté. Ces investisseurs du marché secondaire jouent un rôle important en assurant de la liquidité aux acteurs du marché sur le marché secondaire. Dans le cadre d'opérations de restructuration de la dette souveraine d'un pays en proie à une situation de surendettement, leur comportement peut être très coopératif à fortement non coopératif. Il est par conséquent essentiel que les pays emprunteurs prennent la mesure des motivations et objectifs des investisseurs du marché secondaire, qui peuvent être substantiellement différentes de celles des acteurs du marché primaire.

Les marchés secondaire et primaire

Marché primaire :

investisseurs qui participent à l'émission de la dette ;

Marché secondaire :

investisseurs qui procèdent à l'achat de titres de créance postérieurement à leur émission. Certaines catégories d'investisseurs se spécialisent dans les situations de surendettement et achètent des titres de créance souverains uniquement lorsque les prix sont bas (et les rendements élevés).

Les formes de financement

Points clés

Un État dispose de plusieurs options de financement, lesquelles comprennent : les prêts souverains (concessionnels et non concessionnels), les emprunts obligataires, les rehaussements de crédits émis par le gouvernement, les swaps de taux d'intérêt et de devises, la dette souveraine conforme aux principes de la Charia ainsi que d'autres formes de créances/d'engagements.



Il est important de comprendre les principales caractéristiques de ces instruments et leur documentation connexe applicable ainsi que le processus selon lequel la dette est contractée.



Certains aspects spécifiques ou plus techniques devront être examinés plus attentivement, à l'instar du rôle de l'arrangeur/du preneur ferme (underwriter), la différence entre les droits juridiques des créanciers résultant d'un contrat de prêt et ceux s'inscrivant dans le cadre d'un trust obligataire (bond trust) ou d'une structure dotée d'un agent financier (fiscal agency structure) ou encore des engagements en matière de soutien des prix.



Une attention particulière doit également être portée aux différents types de support disponibles (tels que les outils de rehaussement de crédit et les accords de couverture) ainsi qu'aux caractéristiques de certaines autres structures de la dette adaptées à la situation de l'État ou auxquelles il peut avoir accès.



Il est primordial de comprendre les dispositions contractuelles et la manière dont la dette est contractée afin d'appréhender les risques contentieux et commerciaux auxquels un État est potentiellement exposé.



6 Le financement multilatéral et bilatéral

Les créanciers multilatéraux et les créanciers bilatéraux officiels offrent une large palette d'instruments, ceux-ci étant généralement liés à un programme ou aux politiques mises en place. Sont exposées ci-dessous les principales caractéristiques de ces instruments, énumérés selon la catégorie de créanciers accordant le financement.

Le financement multilatéral

Les prêts octroyés par les prêteurs multilatéraux prennent souvent la forme (a) de prêts directs, accordés de manière occasionnelle à l'État mais le plus souvent à une entité infranationale (à l'instar d'un fournisseur public d'électricité) et (b) de garanties constituées au profit de prêteurs commerciaux, soit à l'échelle internationale, soit au sein du marché de l'État concerné, lesquels octroient ensuite, en retour, des prêts à l'État ou à une entité infranationale. Afin de soutenir les crédits accordés par les prêteurs multilatéraux, l'État consent habituellement à ces derniers une garantie pour tout prêt accordé à une entité infranationale, souvent appelée contre-garantie (pour de plus amples détails sur ce point, voir le chapitre intitulé « Le prêt garanti »).

Les prêts multilatéraux sont fréquemment consentis dans un contexte de développement ou afin d'atteindre un autre objectif de politique nationale. L'avantage de tels prêts réside dans les conditions financières auxquels ils sont consentis, lesquelles sont généralement inférieures au taux du marché que l'emprunteur se verrait habituellement appliqué par les prêteurs commerciaux. Ils sont connus sous le nom de prêts « concessionnels ». Compte tenu de la surveillance stricte à laquelle ils sont soumis et de la nécessité pour eux d'être conformes aux normes de protection en matière environnementale et sociale, les prêts multilatéraux exigent de l'État qu'il se soumette à un important audit préalablement à l'octroi du prêt.

Les prêteurs multilatéraux qui accordent ces prêts à l'appui d'un objectif de développement ou d'un autre objectif de politique nationale les considèrent généralement comme des opérations ne relevant pas du droit privé. Cette caractéristique se traduit habituellement dans les clauses des contrats de prêt relatives au droit applicable et à l'attribution de compétence, ainsi que dans le fait que les prêteurs s'attendent à se voir conférer un rang privilégié au titre de leur remboursement par rapport aux autres créanciers du secteur privé.

Outre les prêts multilatéraux visant à soutenir le développement ou à atteindre des objectifs de politique nationale, le FMI, dont la mission consiste à encourager la stabilité monétaire et financière internationale, fournit une assistance financière afin d'aider ses pays membres à surmonter leurs problèmes de balance des paiements.

Les BMD, disposant de plusieurs cordes à leur arc (concessionnelles et non concessionnelles), mettent en œuvre des politiques d'assistance progressive qui débutent au niveau de l'assistance concessionnelle (la BAD et la Banque mondiale). Le critère principal déclenchant le processus de modulation de l'aide pouvant être accordée repose sur le revenu national brut (RNB) par habitant, les seuils appliqués par la BAD et la Banque mondiale étant identiques. L'évolution vers l'assistance non concessionnelle intervient uniquement lorsque le pays est jugé capable d'accéder aux marchés financiers internationaux, selon une évaluation de la solvabilité utilisée par la BAD et la Banque mondiale, même si elles diffèrent quant aux critères applicables.

Le Groupe de la Banque africaine de développement

LA BANQUE AFRICAINE DE DÉVELOPPEMENT

La BAD consent des prêts à des conditions non concessionnelles aux emprunteurs des pays membres régionaux (PMR), bien qu'elle ne cherche pas à accorder des financements à des conditions plus avantageuses que celles appliquées par les prêteurs commerciaux. Ces prêts sont classés, soit comme des prêts garantis par l'État (PGE), soit comme des prêts non garantis par l'État (PNGE). Les PGE sont des prêts accordés (a) aux PMR au niveau étatique, ou (b) aux entreprises du secteur public, l'ensemble de ces prêts étant soutenus par une contre-garantie concédée par l'État à la BAD. Les PNGE sont des prêts accordés (a) aux entreprises du secteur public, sans exigence d'une garantie souveraine qui serait consentie par l'État hôte ou (b) aux entreprises du secteur privé et, en toutes hypothèses, à la condition que les emprunteurs satisfassent à des critères précis d'éligibilité.

LE FONDS AFRICAIN DE DÉVELOPPEMENT

À la différence de la BAD, le FAD accorde des financements sur une base concessionnelle pour des projets et programmes. Une synthèse des conditions relatives aux prêts et lignes de crédit accordés par le FAD est présentée dans le tableau 2.

LE FONDS FIDUCIAIRE SPÉCIAL DU NIGERIA

Le Fonds spécial du Nigeria (FSN) octroie des financements concessionnels aux PMR de la BAD à faible revenu, afin de les soutenir dans leurs efforts de développement. Les ressources allouées par le FSN peuvent être utilisées pour réaliser un cofinancement avec la BAD et le FAD. Le FSN peut également financer directement les activités des secteurs public et privé. Il convient de noter que, à la différence des ressources fournies par la BAD, les ressources provenant du FSN sont allouées à des projets et non pas aux États. Les demandes de financement concernant les pays du FAD les plus pauvres, les pays avec une faible allocation du FAD et les États fragiles, sont particulièrement encouragées.

Les conditions financières suivantes s'appliquent aux opérations de prêts concessionnels à long terme du FSN :

- taux d'intérêt nul ;
- frais de service de 0,75 % par an sur le solde restant à payer ;

- commission d'engagement de 0,5 % par an sur les fonds non décaissés ;
- période de remboursement de 20 ans avec une période de grâce de 7 ans (soit une période de remboursement totale de 27 ans).

Les conditions financières suivantes s'appliquent aux opérations de prêts concessionnels à court terme du FSN :

- taux d'intérêt nul ;
- frais de service de 0,75 % par an sur le solde restant à payer ;
- commission d'engagement de 0,5 % par an sur les fonds non décaissés ;
- période de remboursement de 15 ans avec une période de grâce de 5 ans (soit une période de remboursement totale de 20 ans).

TABLEAU 1. Facilités de prêt et instruments de la BAD

Type de prêt/facilité	Objectif	Durée	Termes financiers
Prêt garanti par l'État (PGE)	Prêts accordés à un PMR ou à une entreprise du secteur public soutenus par une contre-garantie de la part du PMR.	Jusqu'à 20 ans, avec un différé d'amortissement pouvant aller jusqu'à 5 ans.	Commission d'engagement pour les prêts à l'appui des politiques nationales ; absence de commission d'ouverture de crédit ; conditions de taux d'intérêt = taux de base + marge de financement + marge sur prêt.
Prêt non garanti par l'État (PNGE)	Prêts accordés aux entreprises des secteurs public et privé remplissant des critères d'éligibilité précis, sans aucune forme de garantie de la part du PMR.	Jusqu'à 15 ans, avec un différé d'amortissement pouvant aller jusqu'à 5 ans.	Commission d'engagement de 0 à 1 % ; commission d'ouverture de crédit de 1 % du montant du prêt ; frais d'évaluation au cas par cas ; conditions de taux d'intérêt = taux de base + marge de financement.
Prêt synthétique en monnaie locale (PSML)	Prêts accordés aux pays pour financer dans leur propre monnaie afin de réduire le risque de change.	L'échéance dépend de la disponibilité d'options de couverture adéquates pour un prêt en monnaie locale spécifique – jusqu'à 20 ans pour les emprunteurs garantis par l'État, jusqu'à 15 ans pour les emprunteurs non garantis par l'État. Différé d'amortissement pouvant aller jusqu'à 5 ans.	Commission d'ouverture de crédit forfaitaire jusqu'à 1 % du montant du prêt ; commission d'engagement jusqu'à 1 % du montant non décaissé ; conditions de taux d'intérêt = taux de base + marge de financement + marge sur prêt ; prime de remboursement anticipé.
Prêts syndiqués (structures de prêt A et B)	Mobiliser les capitaux pour une utilisation productive dans le cadre de projets viables en Afrique.	L'échéance dépend de la structure du projet sous-jacent et du niveau d'appétit aux risques des participants. La BAD peut accepter des participations ayant un profil d'échéance différent du différé d'amortissement du prêt A, dans la mesure où l'échéance finale des participations dans le prêt B peut être plus courte que le différé d'amortissement et l'échéance finale du prêt A.	Commission d'engagement de 0 à 1 % pour les pays à revenu intermédiaire, et de 0,5 % à 1 % pour les autres ; commission d'ouverture de crédit de 1 % du montant du prêt ; la BAD peut prélever des frais d'évaluation au cas par cas ; commission de <i>praecipium</i> et commission de syndication ; frais d'administration du prêt ; frais de prise ferme (<i>underwriting</i>) ; autres frais (par exemple les frais juridiques et autres dépenses relatives au processus de syndication du prêt A et du prêt B).

Type de prêt/facilité	Objectif	Durée	Termes financiers
Garanties partielles de crédit (GPC) et Garanties partielles de risques (GPR)	Les GPC peuvent être utilisées au soutien de la mobilisation de fonds privés pour des projets de financement, de l'intermédiation financière et du financement à l'appui de politiques publiques. Les GPC couvrent les prêteurs privés contre le risque qu'un gouvernement ou qu'un organisme public manquent à ses obligations dans le cadre d'un projet privé.	Échéance jusqu'à 20 ans pour les emprunteurs garantis par l'État ; jusqu'à 15 ans pour les emprunteurs non garantis par l'État. La période de remboursement du montant en principal du financement devrait correspondre aux exigences des projets financés. Pour les structures de financement avec un remboursement <i>in fine</i> (<i>bullet</i>), la période maximale est limitée à 15 ans et à une durée de vie moyenne de 10 ans. Des restrictions relatives aux échéances peuvent s'appliquer à certaines structures de garanties et certaines devises.	Pour un PGE : absence de frais ; pour les emprunteurs de PNGE : 1 % de l'exposition maximale possible de la banque au titre de la garantie ; commission de confirmation (<i>standby</i>) prélevée sur la partie non décaissée du prêt sous-jacent ; entre 0 et 1 % pour les emprunteurs de PGE provenant de pays à revenu intermédiaire ; entre 0,5 et 1 % pour les emprunteurs de PGE des autres pays ; commission de garantie égale à l'écart de financement par rapport à ce qui aurait été prélevé si la BAD avait octroyé un prêt direct, majorée d'une prime de risque ; autres frais (par exemple les frais juridiques et autres dépenses relatives à l'initiation, à l'évaluation et au processus de placement avec prise ferme (<i>underwriting</i>)) ; frais d'évaluation pour les projets du secteur privé) ; prime de remboursement anticipé.

TABLEAU 2. Fonds africain de développement

	Échéance	Période de grâce	Frais de service	Commission d'engagement	Remboursement du principal
Prêts FAD	Jusqu'à 50 ans	Jusqu'à 10 ans	0,75 % par an sur les montants décaissés et dus	0,50 % par an sur les montants non décaissés courant 120 jours après la signature du prêt	1 % du principal par an de la 11 ^{ème} année à la 20 ^e année. 3 % du principal par an de la 21 ^{ème} à la 50 ^e année.
Ligne de crédit FAD	Jusqu'à 20 ans	Jusqu'à 5 ans	0,75 % par an sur les montants décaissés et dus	0,50 % par an sur les montants non décaissés courant 120 jours après la signature du prêt	N/A

Le Fonds monétaire international

Les différents instruments de financement du FMI sont conçus pour répondre aux différents types de problèmes de balance des paiements. Les Pays à faible revenu (PFR) peuvent obtenir des concours à des conditions concessionnelles dans le cadre du Fonds fiduciaire pour la réduction de la pauvreté et pour la croissance (Fonds fiduciaire RPC) du FMI, actuellement à un taux d'intérêt fixé à zéro. La facilité élargie de crédit (FEC) est l'outil principal d'aide financière à moyen terme des pays à faible revenu faisant face à des problèmes persistants de balance des paiements. Les accords de confirmation (*Standby arrangements* [SBA]) sont historiquement la source principale d'assistance aux pays membres, visant à surmonter les problèmes de balance des paiements à court terme des pays émergents et des pays développés en situation de crise. La fourniture de financements en application de ces facilités et instruments est soumise au cadre juridique et aux politiques applicables du FMI, dont notamment les dispositions relatives à l'accès, à la conditionnalité, à la viabilité de la dette et aux assurances qu'un État doit donner lorsqu'il souhaite obtenir un financement.

Le Groupe de la Banque mondiale

LA BIRD

La BIRD accorde des prêts aux pays à revenu intermédiaire à des taux d'intérêts inférieurs et avec des périodes de remboursement plus longues que celles offertes par les banques commerciales (concessionnel). Le coût réduit du financement par la BIRD permet aux emprunteurs de poursuivre des projets bénéfiques au développement économique, lesquels n'auraient sinon pas été rentables.

L'IDA

L'IDA accorde des prêts et dons destinés à des programmes de développement économique conçus à des conditions concessionnelles encore plus favorables que celles offertes par la BIRD. Les prêts de l'IDA peuvent être assortis d'un taux d'intérêt faible, voire d'un taux d'intérêt nul et leurs remboursements sont étalés sur des périodes allant de 30 à 38 ans incluant des différés d'amortissement allant de 5 à 10 ans. L'IDA peut également accorder des dons aux pays menacés de surendettement.

TABLEAU 3. Facilités et instruments de financement du FMI

Facilité	Objectif	Durée	Financement	Remboursement
Accord de confirmation (SBA)	Besoin de balance des paiements actuel, futur ou éventuel à court terme.	Jusqu'à 3 ans, mais habituellement de 12 à 18 mois.	Commission d'engagement, frais de service et taux de prêt (taux d'intérêt du DTS plus une marge) ; majoration pour les prêts importants.	De 3 ans ¼ à 5 ans.
Facilité élargie de crédit (FEC)	Besoin de balance des paiements à raison de graves déséquilibres des paiements dus à des obstacles de nature structurelle ou qui se caractérise par une croissance lente et un état de balance des paiements intrinsèquement faible.	Jusqu'à 4 ans.	Commission d'engagement, frais de service et taux de prêt (taux d'intérêt du DTS plus une marge) ; majoration pour les prêts importants.	De 4 ans ½ à 10 ans.
Ligne de crédit modulable (LCM)	Besoin de balance des paiements actuel, futur ou éventuel (pour les pays présentant des politiques et antécédents économiques très solides).	1 ou 2 ans.	Commission d'engagement, frais de service et taux de prêt (taux d'intérêt du DTS plus une marge) et majorations.	De 3 ans ¼ à 5 ans.
Ligne de précaution et de liquidité (LPL)	Besoin de balance des paiements actuel, futur ou éventuel (pour les pays présentant des politiques et antécédents économiques solides).	6 mois (fenêtre de liquidité) ou 1 ou 2 ans.	Commission d'engagement, frais de service et taux de prêt (taux d'intérêt du DTS plus une marge) et majorations.	De 3 ans ¼ à 5 ans.
Instrument de financement rapide (IFR)	Besoin de balance des paiements immédiat et urgent.	Achat direct		De 3 ans ¼ à 5 ans.
Facilité de crédit élargie (pays admissibles au concours du Fonds fiduciaire RPC)	Besoin de balance des paiements prolongé.	De 3 à 4 ans prolongable à 5 ans	Taux d'intérêt nul.	10 ans avec un différé d'amortissement de 5 ans ½.

Facilité	Objectif	Durée	Financement	Remboursement
Facilité de crédit de confirmation (pays admissibles au concours du Fonds fiduciaire RPC)	Besoin de balance des paiements actuel, futur ou éventuel.	De 1 à 2 ans	Taux d'intérêt nul ; commission de disponibilité.	8 ans, avec un différé d'amortissement de 4 ans.
Facilité de crédit rapide (pays admissibles au concours du Fonds fiduciaire RPC)	Besoin de balance des paiements immédiat et urgent.	Décaissement direct	Taux d'intérêt nul.	10 ans, avec un différé d'amortissement de 5 ans ½.

TABLEAU 4. Facilités et instruments de financement de l'IDA

Type d'aide financière IDA	Échéance	Différé d'amortissement	Remboursements du principal	Clause d'exigibilité anticipée
Dons	Pas de remboursement	N/A	N/A	N/A
Micro-crédits	40	10	2 % pour les années 11 à 20, 4 % pour les années 21 à 40.	Oui
Prêts réguliers	38	6	3,125 % pour les années 7 à 38.	Oui
Prêts modulés	30	5	3,3 % pour les années 6 à 25, 6,8 % pour les années 26 à 30.	Oui
Garanties	N/A	N / A	N/A	N/A
Financement non concessionnel (Mécanisme de financement complémentaire (IDA 18) et aide temporaire).	Échéance allant jusqu'à 35 ans au maximum, échéance allant jusqu'à 20 ans en moyenne.		Modulable	N/A

Le financement bilatéral

Une dette bilatérale est une dette contractée par un État auprès d'un autre État (dette État-à-État) négociée de façon bilatérale entre le pays débiteur et le créancier officiel. Cette dette peut être (a) une dette concessionnelle, également appelée Aide publique au développement (APD) ou (b) une dette non concessionnelle, simplement appelée aide « non APD ».

La dette non APD résulte fréquemment de prêts consentis entre, d'une part, s'agissant du débiteur, un organisme public ou une entreprise publique et, d'autre part, s'agissant du créancier, un partenaire commercial bénéficiant d'une garantie partielle ou totale fournie par leur propre Agence de crédit à l'exportation (ACE). Lorsque la garantie est appelée, la part de la dette garantie (généralement 80 %) devient une créance de l'ACE et, par voie de conséquence, une dette État-à-État.

Les difficultés liées au financement par des créanciers bilatéraux émergents

La structure du financement bilatéral consenti par des créanciers non traditionnels peut être identique au financement consenti par des créanciers traditionnels. Toutefois, l'expérience a montré que si le décaissement provenant de ces sources de financement est souvent plus rapide que dans le cadre des autres sources de financement assorties d'une conditionnalité, il est la plupart du temps moins transparent, plus coûteux, exige plus de garanties et a tendance à être contracté sans procédure établie.

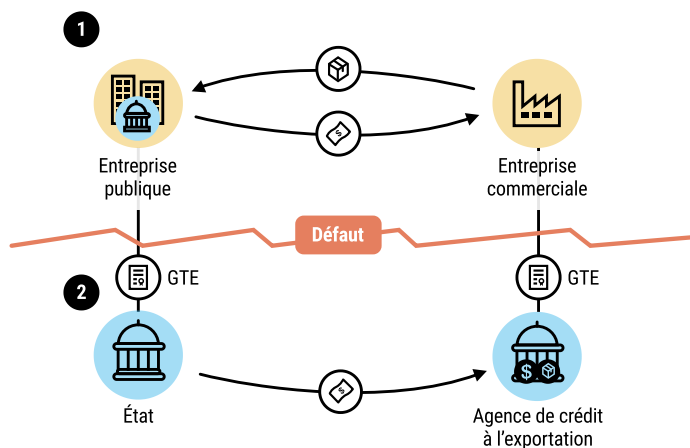


FIG.9. Dette garantie avant et après un défaut

7 Les emprunts souverains

Les emprunts souverains et obligations souveraines (décrits ci-dessous) impliquent un transfert de fonds au bénéfice d'un État, créant ainsi une obligation (dette) à la charge de ce dernier de rembourser les sommes ainsi perçues, auxquelles viennent s'ajouter les intérêts convenus. Dans le cadre des prêts, les fonds sont transférés - comme leur nom l'indique - en tant que prêt au prêteur alors que dans le cas des obligations, les fonds sont transférés au moyen du paiement du prix d'acquisition d'un titre (obligation) émis par l'État et cédé à ce prix aux investisseurs.

Les formes de prêts et de structures de financement

Les prêts peuvent être classés de différentes façons, selon leur objet et la personne à laquelle ils sont consentis. Dans le cas d'une dette souveraine, la typologie la plus pertinente repose sur une distinction entre les prêts directs et les prêts multipartites.

Une brève synthèse de ces principales formes de prêts est présentée ci-dessous.

LES PRÊTS DIRECTS

Un prêt bilatéral est conclu entre un prêteur unique et généralement un seul emprunteur. Même si la forme la plus habituelle de financement est le financement d'une banque à un État (banque-à-État), les prêts directs peuvent également être des prêts accordés par un fonds d'investissement à un État (fonds d'investissement-à-État) ou des prêts accordés par un État à un autre État (État-à-État).

La structure des prêts directs est plus simple que celle des prêts multipartites (voir ci-dessous). En dépit de cet avantage, les gestionnaires de dette doivent tenir compte du fait que les prêts syndiqués permettent habituellement aux décisions d'être prises à une majorité significative des prêts en cours (qui peut varier), ce qui offre beaucoup de flexibilité au pays emprunteur, particulièrement lorsqu'il s'agit de concéder la plupart des clauses de renonciation et de rédiger la plupart des modifications à apporter aux contrats de prêts.

Un prêt bilatéral peut être conçu de façon à correspondre à un objet en particulier, à l'instar des prêts relais (à court terme) faisant la jointure entre des émissions obligataires ou du financement à long terme d'un projet d'infrastructures. S'applique alors le plus souvent dans ce cadre un taux variable qui a pour effet de faire fluctuer le montant des sommes dues. Ces variations peuvent être atténuées par la mise en place de stratégies de couverture (pour de plus amples détails sur les stratégies de couverture, voir le chapitre dédié aux swaps).

LES PRÊTS MULTIPARTITES

Les prêts multipartites sont des prêts intervenant entre un emprunteur et au moins deux entités prêteuses. Ces prêts sont tous des « prêts syndiqués », tant sur la forme que sur le fond.

Les acteurs de marché distinguent fréquemment entre les « prêts syndiqués » et les « prêts club », selon la taille du prêt et la stratégie de commercialisation. Les « prêts syndiqués » sont susceptibles d'impliquer un nombre plus important de prêteurs que les « prêts club », la plupart d'entre eux se préoccupant du rendement du prêt sans avoir nécessairement de relations établies avec le pays prêteur. Les « prêts club », pour leur part, tendent à concerner un nombre plus réduit de prêteurs qui ont en général tous un historique ou une relation étroite avec le pays prêteur. La distinction ainsi opérée par le marché sera expliquée ci-après.

LES PRÊTS SYNDIQUÉS

Les prêts syndiqués sont des prêts dans lesquels une ou plusieurs banques commerciales, agissant en qualité d'arrangeurs (le ou les prêteurs responsables de l'« arrangement » ou de la constitution du syndicat sont appelés « banque chef de file », « prêteur principal », ou « preneur ferme » [*underwriter*]) et de prêteur, négocient aux côtés des prêteurs avec un emprunteur (un État, une entité infranationale ou une entreprise publique) les conditions d'un prêt syndiqué sur la base d'une opération faisant, en tout ou en partie, l'objet d'une prise ferme. Ces prêts syndiqués peuvent ou non être assortis de garanties.

Les prêts syndiqués sont légèrement plus complexes que les prêts directs dans la mesure où un prêteur arrangeur initial déterminera les conditions clés du prêt (tels que son échéance, le montant du principal et le taux d'intérêt), lesquels ne pourront par la suite être modifiés qu'à l'unanimité des prêteurs du syndicat. Cependant, les modifications de toutes les autres conditions du prêt et, partant, des clauses de renonciation (y compris les renonciations relatives aux cas de défaut), peuvent généralement intervenir avec l'accord d'une majorité significative des prêts en cours (qui peut varier).

À l'instar des prêts directs, les prêts syndiqués peuvent également être conçus de façon à répondre à un objectif particulier.

Le rôle du ou des arrangeurs est de négocier avec l'emprunteur le montant du prêt, ses conditions (y compris le droit applicable) ainsi que l'utilisation des fonds (financement d'un projet ou financement d'un déficit budgétaire, etc.). Les conditions reflèteront l'estimation faite par l'arrangeur portant à la fois sur le risque de crédit de l'emprunteur et les conditions actuelles du marché.

Le ou les arrangeurs procéderont à un audit (*due diligence*) succinct de l'emprunteur et prépareront un memorandum d'information afin de commercialiser le prêt auprès de participants potentiels au syndicat.

Les membres du syndicat conviendront ensuite, ensemble, des conditions du prêt et procéderont à la désignation d'un « agent » (habituellement l'un des arrangeurs) qui sera en charge de l'ensemble des tâches administratives du syndicat. Les paiements effectués par et pour le compte de l'emprunteur seront également administrés par l'agent et seront presque toujours réalisés par son entremise.

Bien que les prêteurs agissent en tant que groupe organisé, les obligations d'un prêteur dans le cadre d'un prêt syndiqué ne sont pas solidaires (c'est-à-dire qu'aucun prêteur n'est obligé en cas de défaillance d'un autre). Cela signifie, par exemple, que si un prêteur ne devait pas apporter sa part du montant total du prêt convenu, les autres prêteurs n'auront pas l'obligation de se substituer à lui. Dans le même temps, il existe un certain degré de solidarité entre les prêteurs du syndicat dans la mesure où ils acceptent de partager les sommes recouvrées entre eux au *pro rata* de leurs participations respectives dans le prêt.

LES PRÊTS CLUB

Un prêt club (également appelé « prêt consortial ») est un prêt syndiqué dans la forme. Comme indiqué précédemment, les « prêts club » comportent habituellement un nombre réduit de prêteurs qui tendent à avoir un passé commun ou une relation étroite avec le pays prêteur. Tous ces prêteurs procèdent ensemble à l'arrangement du prêt et l'un d'entre eux assume les fonctions d'agent du crédit syndiqué auxquels ils participent.

LES SOUS-PARTICIPATIONS

Les prêteurs au titre de prêts commerciaux bilatéraux ou de prêts syndiqués disposent de la faculté de transférer leurs participations à d'autres prêteurs. Ce transfert à un autre prêteur peut être effectué (a) en faisant intervenir ce prêteur en tant que participant au prêt, avec l'établissement d'une relation contractuelle directe entre l'emprunteur et celui-ci ou (b) selon un procédé par lequel cet autre prêteur participe au financement et/ou partage les risques de tout ou partie du prêt supportés par le prêteur opérant le transfert, sans qu'une relation contractuelle directe avec l'emprunteur ne s'établisse. Cette dernière méthode est appelée « sous-participation » et le prêteur auquel le prêteur initial transfère son financement et/ou ses risques est un « sous-participant ».

La structure des sous-participations peut être complexe. Elles comprennent (a) des « participations financées » dans le cadre desquelles le sous-participant verse une somme au prêteur cédant et (b) des « participations de risque » dans le cadre desquelles le sous-participant garantit la banque cédante à hauteur d'un certain pourcentage des pertes du prêteur cédant au titre du prêt qu'il a consenti directement. Les accords de sous-participation peuvent prévoir que les participants au

titre des participations financées ou des participations de risque seront autorisés à prendre part au vote touchant aux décisions relatives au prêt syndiqué ou, à l'inverse, les priver de leur droit de vote.

Les sous-participations apportent de la souplesse aux structures de prêt tout en les complexifiant. Même lorsque les sous-participants sont privés de leur droit de vote, ils peuvent néanmoins modifier l'équilibre des intérêts entre les parties. Il importe que les gestionnaires de dette comprennent bien qui sont ces sous-participants s'ils envisagent de leur permettre de participer à la structure de leurs prêts.

Les facilités de crédit

Les prêts peuvent être structurés de façon à offrir une plus grande souplesse aux emprunteurs pour accéder aux fonds sur le long terme, à des conditions déterminées. Ces prêts, qui sont davantage structurés, ne sont pas de simples prêts ; ils offrent un éventail plus large et plus complexe de « facilités » et sont désignés comme tels.

LES CATÉGORIES DE FACILITÉS

Les facilités peuvent revêtir de nombreuses formes :

1. Les facilités renouvelables (*revolving facilities*) permettant à un emprunteur d'effectuer un tirage sur sa ligne de crédit, de le rembourser, puis d'effectuer un nouveau tirage ;
2. Les facilités à terme (*term facilities*) permettant à l'emprunteur d'emprunter un montant précis pour une période définie (la « durée ») ;
3. Les facilités de confirmation (*standby facilities*) par lesquelles des fonds sont conservés en réserve, permettant à l'emprunteur de les retirer sous réserve de la satisfaction de conditions préalablement définies ;
4. Les facilités de garantie/lettres de crédit permettant à l'État étendant le crédit au titre de la facilité d'émettre des lettres de crédit/garanties au profit d'un tiers, l'État conservant une obligation de rembourser le prêteur de la facilité si la lettre de crédit/les garanties sont appelées par le tiers.

Les facilités de crédit peuvent aussi permettre des tirages dans des devises différentes, même s'il est probable que la plupart des gestionnaires de dette souhaitent utiliser le marché au comptant (*spot*) et le marché des swaps pour la gestion de leurs engagements en devises.

LES FACILITÉS GARANTIES PAR RAPPORT AUX FACILITÉS NON GARANTIES

Les facilités de crédit peuvent être garanties ou non garanties. Compte tenu du statut de l'emprunteur, qui est un État, la plupart des prêts souverains ne sont pas garantis.

La finalité d'un prêt garanti est de permettre au prêteur d'avoir accès à l'actif affecté en garantie dans l'hypothèse où l'emprunteur ne respecterait pas ses obligations au titre du prêt (par exemple en cas de défaut). Pour de plus amples informations sur ce point, voir le chapitre consacré au « Prêt garanti ».

La documentation du prêt

Le document du prêt, appelé « convention de prêt », « convention de crédit » ou « accord de facilité de crédit », fixe les conditions contractuelles auxquelles le prêteur accepte de prêter des fonds à l'emprunteur.

Les principales conditions de la convention de prêt

Les dispositions principales des conventions de prêt visent :

Les parties : les noms des parties ;

Les montants de la facilité : les montants que les prêteurs s'engagent à prêter ;

La période de disponibilité : la période pendant laquelle l'emprunteur peut demander aux prêteurs d'octroyer le prêt ;

Les conditions suspensives : les conditions devant être réalisées préalablement à la mise à disposition du prêt par l'emprunteur ;

La finalité du prêt : la finalité pour laquelle les fonds empruntés seront utilisés ;

Les modalités de tirage : les modalités selon lesquelles les fonds doivent être demandés et mis à disposition (date de l’avis de tirage et date de paiement, montant minimum du tirage demandé, etc.) ;

Les délais de remboursement : la ou les dates auxquelles le prêt doit être remboursé (la « date d’échéance »), et, en cas de versements périodiques, les montants de ces « amortissements » périodiques ;

Le remboursement anticipé volontaire : les conditions et modalités selon lesquelles l’emprunteur peut rembourser tout ou partie du prêt par anticipation avant sa date d’échéance. Les remboursements anticipés peuvent donner lieu au paiement de pénalités (*broken funding costs*) et de frais aux prêteurs ;

Le remboursement anticipé obligatoire : les événements dont la survenance permettra aux prêteurs d’exiger de l’emprunteur qu’il rembourse tout ou partie du prêt avant sa date d’échéance. Ces événements donneront lieu à une résiliation anticipée « sans faute » et les dispositions applicables en la matière, de même que leur interaction avec les autres dispositions contractuelles résiduelles applicables à l’emprunteur figurant dans d’autres titres de créance, doivent être bien comprises ;

Les intérêts : le calcul des intérêts (presque toujours sur la base d’un taux d’intérêts variable de base reflétant les coûts des fonds des prêteurs (généralement en se référant à un taux de base reconnu tel que le LIBOR, l’EURIBOR ou le taux des Fonds fédéraux américains), plus une marge, les périodes d’intérêts (habituellement d’une durée d’un, trois et six mois) et les intérêts de retard. Les intérêts sont calculés soit sur une base annuelle de 360 jours (généralement pour des financements en euros et dollars américains), soit de 365 jours (pour des financements en livres sterling) ;

La stipulation relative aux coûts additionnels : cette stipulation est généralement incluse dans les conventions de prêt visant au « partage des risques » afin de protéger le prêteur en cas de hausse du coût du prêt due, par exemple, à une modification législative ou réglementaire ;

Les déclarations et garanties de l’emprunteur : il s’agit des déclarations faites par l’emprunteur concernant son statut juridique, les autorisations et pouvoirs dont il dispose, sa situation financière, ses autres niveaux d’endettement, ses litiges

ainsi que d'autres éléments factuels présentant, pour les prêteurs, un intérêt au regard du prêt qu'ils vont consentir. En cas de déclarations inexactes ou de non exécution des garanties données, le prêteur sera autorisé à résilier la convention de prêt et à tenter d'obtenir le remboursement des sommes dues et, le cas échéant, le versement de dommages-intérêts ;

Les engagements/covenants : les conventions de prêt prévoient trois sortes d'engagements /*covenants*, à savoir, positifs, négatifs et financiers :

1. Un engagement/*covenant* positif est la promesse **de faire** quelque chose au titre de la convention de prêt, comme par exemple l'engagement d'obtenir et de veiller au maintien de l'ensemble des autorisations requises pour assurer la validité de la convention de prêt ;
2. Un engagement/*covenant* négatif est la promesse **de ne pas faire** quelque chose, comme par exemple la « clause d'interdiction des sûretés » (*negative pledge*), à savoir l'engagement de ne pas constituer ou consentir de sûreté (ou équivalent) sur les actifs de l'emprunteur au profit de créanciers tiers. Parmi les autres *covenants* négatifs (qui sont cependant peu susceptibles d'être pertinents dans le cadre de prêts souverains), on trouve notamment les restrictions en matière de distributions/paiements de dividendes, de cessions d'actifs, de capacité à contracter des dettes financières, d'octroi de sûretés sur les actifs, etc. ;
3. Les *covenants* financiers ne sont pas habituels dans les prêts souverains. Lorsqu'ils sont prévus dans les conventions de prêt, ils visent à garantir que l'emprunteur maintienne ou atteigne certains objectifs financiers.

L'immunité souveraine : la renonciation à l'immunité souveraine comprend la renonciation à l'immunité de juridiction (en matière judiciaire ou arbitrale) et la renonciation à l'immunité d'exécution des mesures de saisie/sentences arbitrales sur les actifs et biens commerciaux de l'État ;

Le droit applicable : il s'agit du droit régissant l'interprétation de la convention de prêt. Les prêteurs internationaux demanderont habituellement que le droit anglais ou le droit de l'État de New York soit applicable ;

La clause attributive de juridiction : cette clause précise le type de juridiction et le lieu où les litiges seront résolus ; leur détermination résultent habituellement du droit applicable. Il s'agira donc généralement des juridictions anglaises ou de celles de l'État de New York ou des tribunaux d'arbitrage, particulièrement ceux des

principales places financières ; leur détermination se fera également en fonction de considérations relatives à l'indépendance des juridictions et aux pratiques de marché ;

Les cas de défaut : il s'agit d'évènements dont la survenance donne aux prêteurs le droit d'obtenir le remboursement anticipé du crédit, d'annuler les engagements de crédit n'ayant fait l'objet d'aucun tirage. Les cas de défaut les plus courants sont décrits dans l'encadré X. Au même titre que les autres stipulations de la convention de prêt, cette stipulation devra être considérée avec attention, en particulier s'agissant des clauses de défaut croisé/d'exigibilité anticipée qui impliquent l'ensemble des dettes de l'État. Une attention particulière devra être portée à la définition du périmètre de l'endettement pouvant entraîner des défauts croisés ou l'exigibilité anticipée d'un prêt (ou, de fait, de tout autre créance).

L'immunité souveraine (ou de l' « État »)

L'immunité souveraine (ou, de manière plus juste, de l'« État ») est une doctrine de droit international aux termes de laquelle un État ne peut être soumis aux juridictions d'un autre État sans son consentement. Cette immunité englobe l'immunité relative (a) à la compétence des juridictions pour connaître des litiges, (b) à la compétence des juridictions pour reconnaître les décisions de justice et sentences arbitrales rendues par les juridictions étrangères et (c) à l'application et l'exécution des décisions de justice et sentences arbitrales. Dans la mesure où il s'agit d'une doctrine relevant du droit international, la manière dont elle sera appliquée sera en fonction de la façon dont chaque État souverain et ses juridictions auront choisi de l'appliquer. Certains pays appliquent cette doctrine de façon absolue, sans faire d'exception. D'autres pays (dont les États-Unis d'Amérique et l'Angleterre) appliquent cette doctrine de manière restrictive et vont, dans la plupart des cas, écarter l'application du principe d'immunité dans le cadre des actes de commerce ou des actifs commerciaux d'un autre État.

Lorsque des États cherchent à obtenir un financement, l'on exigera généralement des pays emprunteurs qu'ils renoncent à leur droit d'invoquer leur immunité, quelle qu'elle soit, dès lors qu'il s'agit de procédures relatives à leurs obligations au titre de la dette qu'ils ont contractée. L'étendue de cette renonciation peut, dans une certaine mesure, faire l'objet de négociations.

L'immunité souveraine (ou de l'« État ») est un sujet juridique complexe, éminemment technique, pouvant impliquer un certain nombre de juridictions différentes. Même dans l'hypothèse où l'État concerné n'a pas renoncé à l'immunité dont il bénéficie, l'exécution peut néanmoins être possible si les juridictions compétentes considèrent que l'État souverain est en fait propriétaire des actifs mais que ceux-ci sont détenus par un intermédiaire.

Il s'agit là d'une question de droit délicate pour laquelle il est crucial de rechercher au plus tôt l'assistance de conseillers juridiques. Tout faux pas commis au début de l'opération peut avoir de graves conséquences.

Les règles juridiques applicables en matière de sanctions, lutte contre la corruption et les pots-de-vin, lutte contre le blanchiment d'argent et lutte contre le financement du terrorisme

Aucune levée de fonds n'est possible sans prendre en considération les nombreux régimes juridiques applicables aux sanctions, à la lutte contre la corruption et les pots-de-vin, à la lutte contre le blanchiment d'argent et à la lutte contre le financement du terrorisme.

Les organisations internationales et organismes publics ont recours aux sanctions financières et commerciales dans le but de décourager des régimes ou personnes de se comporter d'une façon généralement condamnée par la communauté internationale ou des États à titre individuel, en interdisant certaines opérations. Les sanctions peuvent prendre la forme de restrictions financières ciblées, à l'instar du gel des actifs ou des mesures de « blocus », ou comporter un contrôle plus large des exportations/importations de biens, technologies et services, tels que les embargos sur les échanges commerciaux et les transports, ou bien l'adoption de la totalité de ces mesures. Les sanctions peuvent viser des entités ou personnes en particulier ou être adoptées à l'encontre de tout un secteur d'activité ou de pays tout entiers.

La législation en matière de sanctions est différente des réglementations applicables en matière de lutte contre la corruption et les pots-de-vin, contre le blanchiment d'argent et le financement du terrorisme. Ces réglementations visent à sanctionner des catégories de comportements illicites et déterminent spécifique-

ment les actes de corruption, pots-de-vin, blanchiment d'argent et financement du terrorisme, chacun d'entre eux étant défini par les réglementations correspondantes de chaque organisation internationale et organisme public édictant et promulguant ces réglementations.

Ces réglementations sont mises en œuvre par l'imposition d'amendes et pénalités, pas seulement à l'encontre des personnes se livrant à l'activité interdite, mais également à l'encontre d'un certain nombre d'autres personnes considérées comme étant des facilitateurs, médiateurs ou intermédiaires. Les institutions internationales fournissant des financements aux États, ou les organisant, seront dans la majorité des cas soumises à un certain nombre de ces régimes juridiques et voudront en conséquence s'assurer que les pays auxquels elles apportent des financements ne soient pas en infraction à l'un quelconque de ces textes. Elles s'en assureront en effectuant leurs propres contrôles et enquêtes et en se fiant aux déclarations faites par les pays et à leurs engagements continus. Ces institutions internationales ne se concentreront pas seulement sur l'opération concernée mais également sur les lois du pays, la façon dont ces lois sont mises en œuvre et sur les engagements continus du pays de participer aux efforts en faveur de l'élimination de ces activités illégales. Si à l'issue de leurs contrôles et enquêtes les institutions ne se déclarent pas satisfaites, il est alors peu probable qu'elles apportent leurs concours au pays pour l'aider à obtenir ses financements. Les efforts déployés d'une manière générale par le gestionnaire de la dette pour lever les fonds et gérer les finances du pays concerné deviendront de ce fait plus difficiles et probablement plus coûteux.

Les États devraient adopter à cet égard des politiques de long terme et obtenir très tôt l'assistance de leurs conseillers juridiques et financiers, en gardant naturellement à l'esprit que leurs conseillers internationaux seront eux-mêmes soumis aux mêmes restrictions imposées par ces régimes juridiques.

Sont habituellement considérés comme des cas de défaut, les événements suivants :

1. Un défaut de paiement (du montant du principal ou des intérêts) sous réserve de l'application d'un court délai de grâce pour remédier au défaut de paiement ;

2. Le non-respect par l'emprunteur de ses autres obligations au titre de la convention de prêt, sous réserve des périodes dites de « remèdes » lui permettant de remédier, dans la mesure du possible, à ses inexécutions ;
3. Une déclaration inexacte ou violation de garantie ;
4. Un défaut croisé (un cas de défaut survenant dans le cadre d'un autre titre de créance) ou l'exigibilité anticipée croisée (une exigibilité anticipée ou mesure d'exécution par des créanciers au titre d'un autre titre de créance), dans chacun de ces cas, sous réserve du franchissement d'un certain seuil et, en outre, pour des titres de créance déterminés ;
5. Un moratoire déclaré sur le paiement de l'ensemble des dettes ;
6. La répudiation du prêt par l'Emprunteur ;
7. Un jugement rendu à l'encontre de l'emprunteur le condamnant à payer une somme dont le montant est supérieur à un seuil convenu ;
8. Un cas d'illégalité (à savoir l'adoption de toute loi, toute règle ou tout règlement applicable qui aurait pour conséquence de rendre illégale l'exécution des obligations convenues au titre du prêt) ;
9. La perte de la qualité de membre du FMI ou le fait de devenir inéligible à l'assistance financière du FMI.

Outre la convention de prêt elle-même, d'autres accords peuvent être conclus en relation avec le prêt, tels qu'une convention constitutive de sûreté (dans le cas d'un crédit garanti), un contrat de garantie ou encore un accord inter-crédanciers (visant à organiser la façon de gérer les intérêts concurrents de prêteurs multiples à l'égard d'un emprunteur unique).

Les pratiques de marché relatives aux prêts syndiqués

Bien qu'il n'existe pas de modèle de contrat utilisé pour l'ensemble des prêts syndiqués, les pratiques de marché et les directives en la matière sont très largement répandues. En Europe, la *Loan Market Association* (LMA) publie par exemple des modèles de contrat type de prêt syndiqué ainsi que des notes d'orientation relatives aux dispositions qu'il contient.

Ainsi que la LMA le déclare, l'association « (...) » a pour objectif principal de favoriser la liquidité, l'efficacité et la transparence des marchés primaires et secondaires des prêts syndiqués en Europe, au Moyen-Orient et en Afrique. Par l'établissement de pratiques de marchés saines, largement reconnues, la LMA vise à

promouvoir le prêt syndiqué comme l'un des principaux produits de financement par la dette à la disposition des emprunteurs dans cette zone du monde » (*Loan Market Association*, 2018).

8 Les obligations souveraines

Bien que les prêts et émissions obligataires donnent tous deux naissance à des « emprunts » par l'État, d'importantes différences formelles existent entre les prêts et les émissions obligataires. À la différence des prêts, dans lesquels des fonds sont mis à disposition (comme son nom l'indique) dans le cadre d'un « prêt » consenti par le prêteur, l'emprunt dans le cadre d'une émission obligataire découle du paiement du prix d'acquisition du titre obligataire par les investisseurs au pays émetteur. De nombreuses autres différences existent en ce qui concerne la forme, la documentation, l'émission et la gestion. Ce chapitre vise à fournir de premiers éléments concernant les principales différences pratiques.

Les obligations sont des titres de créance attestant de l'obligation de paiement de l'émetteur d'obligations vis à vis des obligataires.

Les obligations offrent aux pays emprunteurs une alternative au financement par le prêt ainsi que la possibilité d'atteindre un spectre plus large d'investisseurs potentiels. Les obligations sont des titres de créance négociables, souvent cotés sur une ou plusieurs bourses de valeurs nationales ou internationales. Les obligataires consentent un financement à l'émetteur pour une durée déterminée. En contrepartie, les investisseurs s'attendent à recevoir le paiement d'intérêts, généralement calculés par référence à un « coupon » fixe (un pourcentage déterminé) de la valeur nominale de l'obligation. Le remboursement du montant du principal de l'obligation s'effectue soit *in fine*, à l'échéance, en un versement unique (également appelé un remboursement « *bullet* ») ou conformément à un calendrier d'amortissement convenu entre les parties.

Lorsque des obligations sont émises, elles peuvent être offertes à un cercle d'investisseurs privés ou au public. Si elles sont offertes à un groupe limité d'investisseurs, on parle de « placement privé ». Si elles sont offertes au public, on parle alors d'une émission sur le « marché primaire ». Une fois que les obligations ont été émises et placées auprès des investisseurs, toute négociation ultérieure aura lieu sur ce que l'on appelle le « marché secondaire ». La compensation et le règlement des paiements sur le marché secondaire sont réalisés via les systèmes de compensation internationaux.

Les catégories d'obligations

Par commodité, le terme « obligations » est employé pour désigner différents types de titres de créance négociables, ce qui peut prêter à confusion lorsque l'on est confronté à ces différentes terminologies (titres à court terme, euro-obligations, titres de créance à moyen terme, etc.). Cette confusion est aggravée par le fait que la terminologie utilisée varie aussi d'un pays à l'autre, en fonction de la manière dont ces titres sont réglementés. Ces titres peuvent cependant généralement être classés de la manière suivante :

Remarque sur les euro-obligations

Les « euro-obligations » (ou euro bonds) étaient à l'origine définies comme des obligations émises en dehors du marché national de la devise dans laquelle elles étaient libellées. Peu à peu, l'utilisation de l'expression a été élargie pour viser d'une manière générale les émissions internationales, de sorte que leur définition actuelle est celle d'une émission dans une devise différente de celle de l'émetteur.

Le terme « obligation » comporte plusieurs significations. Seront exposées ci-après les émissions d'obligations considérées comme « classiques » en ce sens qu'elles sont, à l'heure actuelle, celles auxquelles il est le plus fréquemment fait recours.

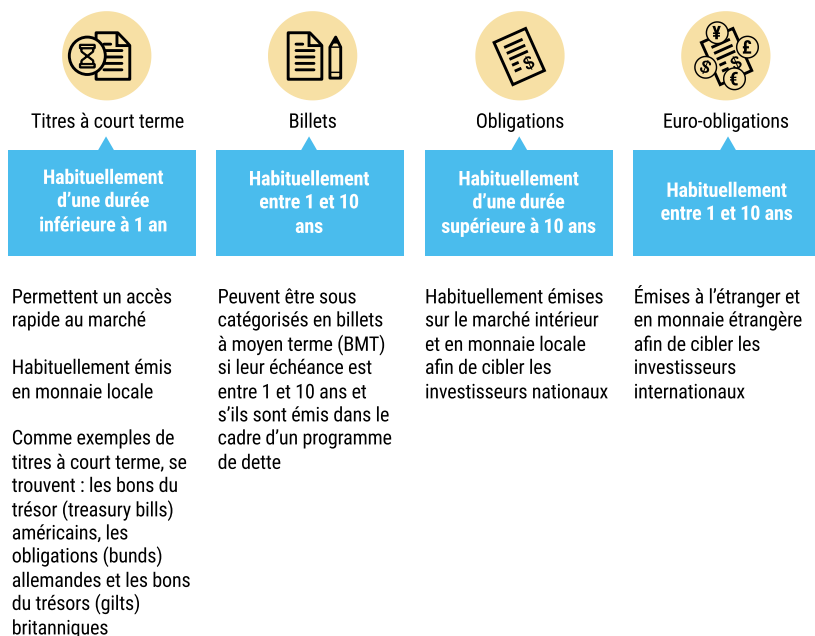


FIG.10. Les catégories d'obligations

Les émissions d'obligations nouvelles : une innovation financière

Les structures d'obligations évoluent de façon permanente afin de permettre aux émetteurs d'accéder à un éventail d'investisseurs toujours plus large. À titre d'exemple, les obligations peuvent être structurées de la manière suivante :

Les obligations indexées sur produits de base : obligations dont la valeur est directement liée au prix d'un produit de base déterminé ;

Les obligations indexées sur l'inflation : obligations visant à protéger les investisseurs contre le risque d'une inflation supérieure à celle prévue initialement et dégradant leurs retours sur investissement ;

Les obligations de projet : obligations dont le produit est utilisé pour financer (ou, plus fréquemment encore, pour refinancer) un projet d'infrastructures spécifique. Le remboursement de ces obligations sera effectué au moyen des recettes générées par le projet en question ;

Les obligations vertes (climat) et **bleues (eau)** : ces obligations sont respectivement dédiées au climat/à l'environnement et aux projets liés aux mers et aux océans.

Les obligations vertes

Les fonds obtenus dans le cadre de ces obligations sont exclusivement consacrés aux projets environnementaux. Sont parfois incluses dans cette même catégorie les « obligations climat », dont les produits sont exclusivement affectés à des investissements relatifs à la réduction des émissions ou à l'adaptation au changement climatique. Une obligation verte (ou climat) est habituellement liée à l'actif ou au projet financés et est également pleinement garantie (*full faith and credit*) par l'émetteur. Certaines obligations vertes ou climat peuvent être hautement structurées, particulièrement lorsqu'elles bénéficient du soutien au crédit d'une institution multilatérale. Dans les pays en voie de développement, les obligations vertes sont utilisées pour financer des projets d'importance cruciale, à l'instar de ceux visant les énergies renouvelables, les systèmes de transports en commun urbains, la distribution d'eau mais également des projets plus ciblés « verts » comme la régénération forestière.

Les marchés de capitaux nationaux vs les marchés de capitaux internationaux

Le marché national de capitaux désigne le marché local du pays émetteur. Les obligations émises sur un marché national sont habituellement libellées dans la devise locale, même si elles peuvent parfois être émises dans une devise étrangère.

Le marché international de capitaux concerne de façon générale tout ce qui se situe au-delà du marché national et est utilisé dans une large mesure pour désigner tous les investisseurs internationaux et le marché les régissant.

La détermination du prix des obligations

Plusieurs facteurs ont une incidence directe sur la détermination du prix des obligations. Parmi les plus significatifs, l'on trouve :

Le risque de crédit

Le cours d'une obligation, tant sur le marché primaire que secondaire, dépend du risque de crédit, tel qu'il est perçu, associé à l'émetteur. Si le marché estime que l'émetteur aura la capacité et la volonté d'honorer ses obligations financières intégralement et aux dates convenues pendant toute la durée de l'obligation, cette confiance se reflètera alors dans le cours boursier de l'obligation. À l'inverse, si le marché estime que l'émetteur pourrait rencontrer des difficultés (quelle qu'en soit la raison) à honorer ses obligations financières pendant toute la durée de l'obligation, le marché exigera un retour sur investissement plus élevé pour le risque pris. La perception du risque de crédit variera au cours de la durée de l'obligation. Ces évolutions de perception du risque, combinées aux fluctuations de marché du taux de base de la devise de l'obligation, affecteront le « rendement » (*yield*) de l'obligation, et ceci au travers des variations du cours auquel se négocie l'obligation, au-dessus ou en-dessous de sa valeur nominale (valeur au pair).

L'échéance

Outre le risque de crédit perçu à l'égard de l'émetteur tel qu'il vient d'être décrit, la maturité de l'obligation, c'est-à-dire le temps qui sépare l'émission de l'obligation de la date à laquelle son émetteur doit rembourser le montant du principal, est également d'importance. Les investisseurs exigent un retour sur investissement supérieur si l'obligation est détenue sur une durée plus longue, puisqu'ils sont exposés plus longtemps au risque. Ce n'est toutefois pas nécessairement le cas. En période d'avant-crise, le rendement (*yield*) sur les échéances plus courtes peut être supérieur à celui des échéances plus longues. Une courbe de rendement inversée est le signe de difficultés à honorer à très court terme les échéances à venir.

Le taux d'intérêt

Le taux utilisé pour le calcul des intérêts versés aux obligataires sera déterminé au moment de l'émission sur la base du risque de crédit perçu à l'égard de l'émetteur, du taux des prêts bancaires en vigueur et de l'inflation prévue à la date de l'émission.

Le taux d'intérêt d'une obligation peut être fixe, variable ou indexé.

Le taux d'intérêt nominal payé sur le montant nominal de l'obligation est appelé « coupon ». Il convient de le différencier du taux d'intérêt effectif de l'obligation, appelé « rendement » (*yield*), lequel est calculé sur la base du cours de négociation de l'obligation (à tout moment supérieur ou inférieur à la valeur au pair), son échéance et son coupon. Par exemple, si une obligation a une valeur nominale de 100 USD, une maturité d'un an et un coupon de 3 %, mais est actuellement négociée au prix de 90 USD, alors son rendement réel est de 3,33 % (coupon/prix actuel, qui est supérieur au taux du coupon). En conséquence, même lorsque l'obligation est à taux fixe, le rendement réel variera dans la mesure où le cours de l'obligation fluctue au fil du temps.

Certaines obligations sont émises sans coupon (les obligations sont alors dites « à coupon zéro »). Elles sont émises à un prix inférieur à leur valeur nominale pour compenser l'absence de paiement de taux d'intérêts. Par exemple, une obligation à court terme avec une échéance à neuf mois (comme par exemple un bon du trésor américain [*US Treasury Bill*]) et un engagement de rembourser 1 000 USD au porteur du bon à l'échéance peut être cédée au prix de 975 USD ; le taux de retour sur investissement effectif est alors de 2,5 % si le bon est conservé jusqu'à sa date d'échéance.

REMARQUE SUR LE TAUX DES PRÊTS BANCAIRES EN VIGUEUR

Dans la mesure où les investisseurs peuvent faire circuler plus aisément leurs capitaux par-delà les frontières dans un marché de capitaux de plus en plus globalisé, l'incidence des taux des prêts bancaires peut lui aussi être d'envergure mondiale. Ainsi, le cours d'une obligation peut baisser dans un pays alors que les taux bancaires augmentent dans un autre.

Le cours de l'obligation au fil du temps

Dans la mesure où le cours des obligations fluctue de façon permanente à raison de leur négociation constante sur les marchés secondaires, l'évolution du cours des obligations peut varier au fil du temps en fonction des modifications de la perception que l'investisseur peut avoir de la solvabilité de l'émetteur, du caractère concurrentiel des taux d'intérêt et des investissements concurrents. Dans des situations extrêmes, la volatilité du cours d'une obligation peut être significative. Par exemple, une obligation initialement émise à un prix de souscription de 80 USD peut subir une très forte décote et se retrouver à un prix de 0,05 USD si les investisseurs estiment que les perspectives de remboursement sont quasi nulles. L'inverse est également vrai puisque le cours d'une obligation peut s'inscrire dans une tendance haussière si les investisseurs estiment que les chances de remboursement ont augmenté depuis l'émission initiale de l'obligation.

Il importera aux gestionnaires de dette souveraine de suivre l'évolution du cours de leurs obligations en circulation car il est un indicateur fort de la confiance des investisseurs et peut alerter sur l'imminence d'une crise financière ou de fluctuations fortes du marché. De la même façon, une amélioration du cours des obligations peut être le signal de l'appétence des investisseurs pour les obligations d'un pays, de telle sorte que le pays concerné pourrait souhaiter procéder à une émission complémentaire d'obligations afin de tirer parti de cette confiance.

Les clauses contractuelles propres aux obligations

De nombreuses dispositions contractuelles applicables aux prêts commerciaux trouvent également à s'appliquer dans le cadre des émissions obligataires (tel est notamment le cas des clauses relatives au paiement, à l'engagement de ne pas constituer de sûretés (*negative pledge*), aux cas de défaut, à l'immunité souveraine, au droit applicable et à l'attribution de compétence). Sont néanmoins présentées ci-dessous deux clauses figurant dans les contrats d'émission obligataire qui ont récemment donné lieu à de nombreux débats et commentaires au sein des marchés de capitaux d'emprunts (*Debt capital markets* ou DCM).

La clause *pari passu*

La clause *pari passu* est une déclaration et un engagement aux termes desquels les obligataires bénéficient, et bénéficieront à tout moment, du même rang que les détenteurs d'autres titres de créance chirographaires et non subordonnés émis par l'émetteur (*pari passu* est une locution latine signifiant « sur un pied d'égalité »). Cette clause a été au cœur d'une procédure longue et controversée devant les juridictions new-yorkaises portant à titre principal sur l'ambiguïté entourant les stipulations contractuelles applicables aux paiements proportionnels. Ce litige a finalement été réglé et la plupart des problématiques juridiques relatives à l'interprétation et l'application de la clause (telle que rédigée dans les obligations souveraines argentines) ont depuis été résolues. Dans le but d'éviter à l'avenir tout débat ou toute confusion, l'Association internationale des marchés de capitaux (ICMA) a établi un modèle de clause *pari passu* qui a levé toute ambiguïté en excluant expressément les paiements proportionnels. Cette formulation est devenue aujourd'hui la norme sur le marché. Il est recommandé aux gestionnaires de dette de se conformer au modèle établi par l'ICMA pour la rédaction de cette clause.

Les clauses d'actions collectives

Le caractère négociable des obligations implique qu'il existe pour chaque série d'obligations une communauté d'investisseurs hétérogènes et anonymes. L'État connaît l'identité des prêteurs dans un contrat de prêt alors qu'il ignore celle des porteurs des titres de créance qu'il a émis et offert au public. Ceci signifie que les échanges entre l'État et ses créanciers visant à d'éventuelles modifications des conditions entourant les obligations doivent avoir lieu de manière plus formelle, conformément à ce qui est prévu par les conditions elles-mêmes.

Les clauses d'actions collectives (CAC) se trouvent au cœur du mécanisme de modification des obligations. Ces clauses permettent au pays émetteur de proposer des modifications aux obligataires qui seront ensuite soumises à leur vote. Les modifications relatives à l'une quelconque des conditions applicables pourra entrer en vigueur et s'imposer à l'ensemble des obligataires dès lors qu'elles auront été acceptées par ces derniers à la majorité prévue au contrat.

Les CAC existent dans les contrats soumis au droit anglais depuis le milieu du 19^{ème} siècle. Pour des raisons historiques, elles n'étaient, jusqu'à récemment, pas habituelles dans les contrats soumis au droit de l'État de New-York. L'impulsion

en faveur d'une approche renouvelée et innovante des CAC a été donnée par le litige porté devant les juridictions de New York à la suite du défaut de l'Argentine. La dernière version des CAC, telle qu'elle ressort du modèle proposé par l'ICMA, offre un éventail de procédures de vote, y compris la possibilité pour le pays émetteur de soumettre au vote de tous les obligataires (ou à un groupe d'entre eux) la modification de leur obligations en bloc, indépendamment de la tranche (ou série) à laquelle chaque obligataire appartient à titre individuel. Les nouvelles CAC ont facilité le processus de modification des obligations des États souverains dans leur ensemble, y compris les modifications portant sur les sujets les plus délicats, à l'instar de la date de maturité, du niveau du coupon et du montant nominal remboursé.

9 L'émission des obligations

L'émission d'obligations souveraines repose sur un processus bien établi. La structure, la documentation juridique, les investisseurs à cibler, la nature des parties impliquées et les conditions de marché sont autant d'éléments pouvant influencer le processus d'émission. La durée du processus d'émission de l'obligation est également variable et dépendra souvent de savoir s'il s'agit de l'émission initiale de l'obligation (appelée émission « inaugurale » [« *debut issue* »]) ou d'une émission fréquente ou d'une cession visant des investisseurs aux États-Unis ou dans un autre pays disposant d'une législation spécifique en matière de valeurs mobilières. Une émission inaugurale peut nécessiter plusieurs mois entre le début et la fin du processus, alors qu'une émission subséquente par un émetteur d'obligations récurrent peut être réalisée en l'espace de quelques semaines. Les émissions soumises à des obligations d'informations plus étoffées s'imposant au pays émetteur pourront prendre plus de temps.

Ce chapitre présente les principales parties impliquées dans une émission obligataire et décrit leur rôle respectif. Suivra la description de la documentation principale nécessaire pour une émission obligataire. Cette description précisera à son tour le processus d'émission obligataire dans la mesure où il y est fait référence dans les différentes parties et dans les documents requis lors des différentes étapes du processus.

Les parties impliquées dans une émission obligataire

Le tableau ci-après présente une synthèse des principales parties impliquées dans une émission obligataire, ainsi que leurs rôles :

TABLEAU 5. Parties impliquées

Arrangeur	Gestionnaire (s)	Conseiller financier	Garant	Teneur de registre
Élabore la structure, la taille et les conditions de l'émission obligataire, en fonction des besoins de l'émetteur. Organise les <i>roadshows</i> et présentations auprès des investisseurs sur la base du prospectus. Nomme les conseillers juridiques en vue de la rédaction de la documentation juridique appropriée.	Travaille en collaboration avec l'arrangeur à la préparation de l'émission obligataire. Se charge des premiers achats et placements des obligations.	Intervient comme conseiller indépendant de l'émetteur. Conseille l'émetteur sur l'ensemble des aspects du processus d'émission obligataire, y compris sur le choix des arrangeurs/teneurs de livres, des gestionnaires, du lieu de cotation de l'obligation, etc.	Tiers garantissant, en tout ou partie, le paiement des coupons et le remboursement du principal.	Est responsable de la tenue du registre des obligataires.

Agent de cotation	Agence de notation	Agent payeur et de transfert	Agent de calcul	Conseiller juridique	Agent aux fins de signification
S'applique uniquement aux obligations cotées sur une bourse de valeurs. Conseille l'émetteur sur les exigences et la procédure applicables à la cotation des obligations. Fait la liaison avec la bourse des valeurs pour la remise de l'ensemble de la documentation nécessaire à la cotation des obligations.	Procède à l'évaluation de la solvabilité de l'émetteur et attribue une note à ses obligations. Il s'agit généralement de Fitch, Moody's ou Standard & Poor's.	S'applique uniquement aux obligations nominatives. Tiers facilitant le transfert de propriété lorsque les obligations sont transférées, le remboursement des obligations ainsi que les paiements du coupon.	Agent tiers chargé d'effectuer les calculs servant de base aux flux liés aux obligations, par exemple calculer un taux d'intérêt.	L'État et l'arrangeur désignent respectivement leurs propres conseillers juridiques pour rédiger et mettre en place la documentation juridique, conduire les procédures d'audit (<i>due diligence</i>), rédiger le prospectus et fournir des avis juridiques (<i>legal opinions</i>).	La désignation d'un agent aux fins de signification agissant pour le compte de l'émetteur lorsqu'une obligation est soumise au droit anglais, afin de permettre la signification des actes en Angleterre en cas de litige est nécessaire.

Les documents essentiels dans le cadre d'une émission obligataire

Une émission obligataire exige un important travail de préparation. Pour les besoins d'une émission obligataire, que cette émission obligataire soit réalisée dans le cadre d'une offre au public largement commercialisée ou d'un placement privé, un certain nombre de documents sont requis. Les principaux documents concernés par une émission obligataire ainsi qu'une brève explication de leur objet sont synthétisés dans le tableau n° 6 :

L'émission obligataire

Sont décrites, ci-après, les cinq phases traditionnelles d'une émission obligataire, à savoir : (1) le pré-lancement ; (2) la commercialisation ; (3) la détermination du prix ; (4) la clôture ; et (5) la phase post-émission.

Le pré-lancement

Il est habituellement recommandé à l'État de faire appel à un conseiller financier (indépendamment des fonctions confiées au chef de file/arrangeur) avec lequel il travaillera sur l'ensemble des aspects préparatoires d'une émission obligataire internationale. Les prestations du conseiller financier comprennent l'assistance en matière du choix des teneurs de livres, des arrangeurs et des gestionnaires. Au moment opportun, l'État aura par ailleurs besoin de recourir aux services de conseillers juridiques afin qu'ils l'assistent dans la préparation de la documentation, la communication des informations exigées par les textes et le processus d'émission des obligations.

La phase de pré-lancement débute lorsque l'État émetteur d'obligations instruit à un ou plusieurs chefs de files/arrangeurs, au moyen d'une lettre-mandat, d'organiser le placement avec prise ferme (*underwrite*) d'une nouvelle émission d'obligations. L'émetteur choisira également un agent payeur et un *trustee* (ou agent financier) pour l'émission. Le chef de file/arrangeur désignera les avocats agissant pour son compte, collaborera avec la bourse de valeurs sur laquelle les obligations seront cotées (si applicable) et échangera avec le pays émetteur et les conseillers juridiques de celui-ci en vue de la préparation de la documentation afférente à l'émission obligataire (dont le prospectus/document d'information relatif à l'émis-

sion). À ce stade, toute l'équipe en charge de l'émission travaille activement avec les agences de notation, les conseillers financiers et les autres parties prenantes, dans le but de préparer l'ensemble de la documentation juridique requise pour pouvoir procéder à l'annonce de l'opération au marché.

Lorsque l'État recherche une certaine forme de rehaussement de crédit auprès d'un garant, à l'instar d'une banque multilatérale de développement, pour améliorer le profil de risque de l'obligation, l'État émetteur aura également besoin d'impliquer un garant (et les conseils de celui-ci) dès le tout début de l'opération.

La phase de commercialisation

Une fois que les documents de l'obligation sont pratiquement finalisés sous la forme convenue, le chef de file/arrangeur annonce au marché qu'il a été mandaté pour organiser une série de réunions entre l'émetteur et les investisseurs, lesquelles sont habituellement tenues dans les principaux centres d'investissement (souvent appelés « *roadshows* »). Lors de ces réunions avec les investisseurs, il est fait usage du « prospectus préliminaire ». Un *roadshow* dure en général entre 4 et 5 jours.

La phase de détermination du prix

La phase de détermination du prix suit immédiatement le *roadshow* durant lequel le chef de file/arrangeur invite les investisseurs à lui indiquer le nombre d'obligations et les conditions commerciales (coupon, prix d'émission, rendement et maturité) auxquelles ils seraient prêts à s'en porter acquéreur. Sur la base de ces retours, le chef de file/arrangeur constitue un « carnet » d'ordres en vue de sa présentation à l'émetteur. L'émetteur détermine ensuite la taille, le prix et l'échéance de l'émission obligataire sur la base du retour de ces investisseurs et le chef de file/arrangeur fait part de cette décision aux investisseurs ayant manifesté un intérêt pour ces obligations.

TABLEAU 6. Documents principaux

Lettre-mandat	L'émetteur mandate une banque d'investissement pour organiser l'arrangement de l'émission obligataire.
Contrat de souscription	Document précisant les conditions applicables à la relation entre le gestionnaire et l'émetteur. Ce document définit les conditions auxquelles le gestionnaire pourra acquérir les obligations de l'émetteur ou rechercher les investisseurs à cette fin.
Contrat d'agent financier ou acte de <i>trust</i>	L'agent financier représente les intérêts de l'émetteur et agit en vue d'honorer les paiements des obligations émises, à la charge de la tenue des registres des paiements, etc. L'acte de fiducie régit la relation entre le <i>trustee</i> (généralement une institution financière) et l'émetteur. Le <i>trustee</i> représente les intérêts des obligataires et agit dans leur meilleur intérêt.
Prospectus préliminaire	Il s'agit de la version finalisée avancée du prospectus préparée par le pays émetteur, fournissant des informations sur l'émission, à destination des investisseurs et utilisée lors des <i>roadshows</i> . Seules les informations relatives à la détermination du prix restent soumises à confirmation.
Prospectus définitif	Il s'agit du document d'offre définitif relatif à l'émission obligataire, déposé afin de permettre la cotation des obligations. En principe, la seule différence avec le prospectus préliminaire est l'insertion des informations relatives à la détermination du prix de l'obligation.
Conditions	Les conditions sont énoncées dans le prospectus et contiennent les conditions commerciales clés applicables entre l'émetteur et les obligataires (engagement de ne pas constituer de sûretés (<i>negative pledge</i>)/cas de défaut/ droit applicable/ immunité souveraine, etc.)
Obligation mondiale (<i>Global bond</i>)	L'obligation représentant le montant total de l'émission. Elle comporte les caractéristiques principales de l'émission de l'obligation.
Avis juridiques	Il est habituel d'exiger l'obtention d'engagements juridiques relatifs au fait que : (a) le pays émetteur a la capacité et le pouvoir d'émettre les obligations et qu'elles présentent un caractère contraignant pour l'émetteur d'un point de vue juridique ; et que (b) les emprunts obligataires de droit anglais sont des contrats licites, valides et ayant force obligatoire (exécutoires).
Contrat de couverture des risques de taux d'intérêts	L'émetteur peut également conclure des opérations de swap de taux d'intérêts ou de devises afin de limiter le risque de taux d'intérêts ou de change de l'obligation.
Convention de nomination d'un Agent aux fins de signification	Accord par lequel l'émetteur désigne une personne pour agir en qualité d'agent aux fins de signification en Angleterre (droit applicable aux obligations). Dans le cas d'États, il est usuel de désigner l'ambassadeur ou l'attaché commercial en poste dans le pays.

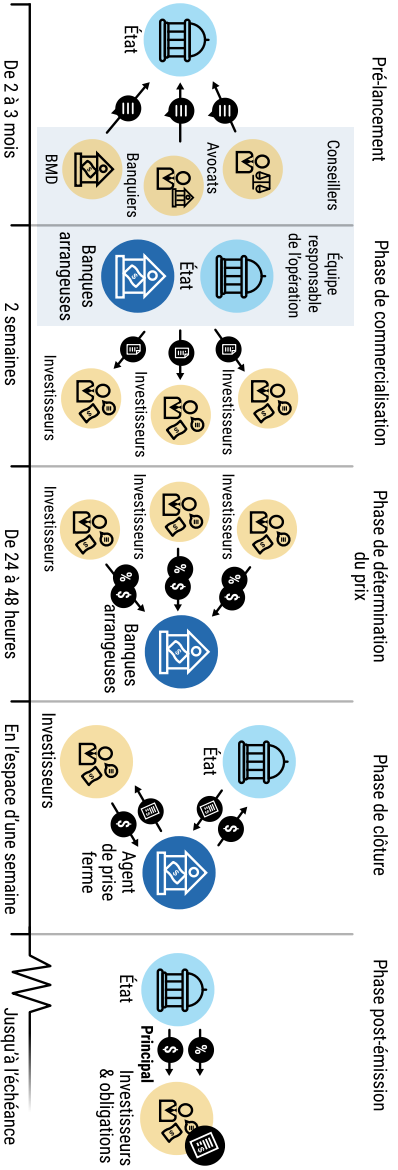


FIG.1.3. Les cinq phases de l'émission obligataire

La phase de clôture

Après la détermination du prix, le chef de file/arrangeur et l'émetteur procèdent à la signature d'un contrat de souscription qui obligera juridiquement les gestionnaires à souscrire aux obligations offertes à la date de clôture financière (laquelle intervient en général cinq jours après la détermination du prix). Les obligations sont allouées aux investisseurs par le chef de file/arrangeur sur la base du carnet d'ordres et les investisseurs sont invités à conclure des accords contraignants portant sur le nombre d'obligations qu'ils souhaitent acquérir à la date de clôture. Au moment de la clôture, l'ensemble des parties impliquées dans l'émission de l'obligation procèdent à la signature de leurs contrats respectifs et les obligations sont formellement émises et remises par l'État. Il est procédé à l'inscription des obligations à la cote des marchés de valeurs mobilières retenus et la notation est confirmée par l'agence de notation choisie. L'émetteur perçoit le produit en espèce de l'émission obligataire de la part du chef de file/arrangeur (lequel a, dans l'intervalle, recouvrer les sommes dues auprès des investisseurs auxquels des obligations ont été allouées) et les obligations sont créditées dans les comptes de titres des investisseurs dans les systèmes de compensation internationaux. La clôture est alors réputée avoir eu lieu.

La phase post-émission

Au cours de la phase suivant l'émission, l'émetteur verse aux détenteurs des obligations les intérêts périodiques et le principal dus en application des dispositions contractuelles applicables aux obligations et cela jusqu'à l'échéance. Ces versements sont effectués par l'intermédiaire de l'agent payeur.

Attention particulière portée à certains aspects du processus d'émission

Cette partie offre une brève description de certains aspects spécifiques du processus d'émission obligataire auxquels une attention particulière doit être portée. Il s'agit de la préparation de la communication par l'État des informations exigées par les textes (*disclosure*), de la procédure d'audit (*due diligence*), du processus de cotation en bourse, des exigences de notation et du processus de placement avec prise ferme (*underwriting*).

LES OBLIGATIONS D'INFORMATION PESANT SUR L'ÉTAT (*DISCLOSURE*)

Lorsqu'un État accède aux marchés internationaux de capitaux d'emprunts, il doit préparer et intégrer dans le prospectus un descriptif du pays afin de permettre aux investisseurs potentiels de prendre une décision d'investissement de manière éclairée. Ce descriptif couvrira de nombreux domaines et fournira notamment une vue d'ensemble du système politique, une description de l'économie du pays et de ses principaux secteurs, une vue d'ensemble de la politique monétaire et du système bancaire, des données sur la balance des paiements, des informations budgétaires ainsi que des données sur la dette publique. Le prospectus comprendra également une partie relative à la description des principaux facteurs de risques que les investisseurs de marché doivent avoir à l'esprit lorsqu'ils examinent l'opportunité d'un investissement.

La préparation des informations à communiquer par l'État (*disclosure*) est un processus chronophage qui nécessite la collecte d'informations auprès de plusieurs institutions au sein du gouvernement. La coordination du processus de collecte des informations est habituellement gérée par le ministère des finances. Toutefois, c'est en principe le conseiller juridique de l'émetteur choisi qui « tient la plume » lors de la rédaction de la partie relative à la communication d'informations incluse dans le prospectus, éventuellement avec l'assistance du conseiller financier. Plusieurs versions de la partie relative aux obligations d'informations de l'État sont habituellement préparées avant de parvenir à sa version finale. Ces versions intégreront notamment les commentaires formulés par les banques chargées du processus d'émission. La version finale de l'étendue et du contenu des informations devant être transmises par l'État sera soumise aux autorités boursières pour approbation avant que l'émission obligataire ne soit réalisée.

L'AUDIT (*DUE DILIGENCE*)

Les banques retenues pour agir en qualité de gestionnaires de l'émission seront exposées à des risques juridiques et à des risques en termes de réputation dans le cadre de l'émission et de la vente des obligations aux investisseurs. Si le prospectus devait contenir des erreurs ou des omissions matérielles, la responsabilité des gestionnaires pourrait être engagée à l'égard des investisseurs procédant à l'acquisition de ces obligations sur le marché. Afin de réduire ces risques, les gestionnaires vont généralement exiger la mise en œuvre d'une procédure destinée à vé

rifier les informations factuelles contenues dans le prospectus et à s'assurer que tous les aspects importants ont été convenablement traités. Cette procédure impliquera habituellement la tenue d'une réunion d'audit (*due diligence*), pouvant aller de quelques heures à une journée, au cours de laquelle les gestionnaires et leurs conseillers juridiques auront la possibilité de poser des questions aux représentants du gouvernement. Cette procédure peut se révéler surprenante pour les émetteurs accédant pour la première fois au marché de capitaux d'emprunts. Elle est néanmoins normale et nécessaire. Les conseillers financiers et juridiques de l'émetteur seront également présents lors de la réunion d'audit et seront en mesure de répondre aux questions que l'État pourrait avoir concernant cette procédure.

LA COTATION EN BOURSE DES OBLIGATIONS

Afin d'obtenir les meilleures conditions possibles et un prix optimal, les émetteurs cherchent typiquement à cibler le plus grand nombre d'investisseurs potentiels. Afin de maximiser la commercialisation d'une émission obligataire, la plupart des obligations internationales des États sont cotées à une bourse de valeurs. La procédure d'admission à la cote, laquelle requiert traditionnellement l'approbation du contenu et du fond du prospectus par une autorité réglementaire du pays du lieu de cotation, peut en outre apporter un sentiment de sécurité supplémentaire aux investisseurs. Les bourses de valeurs habituellement les plus ciblées pour ces émissions sont les bourses de Londres, Dublin, Luxembourg, New York et Tokyo, mais cela dépendra naturellement des investisseurs ciblés.

Il va de soi que la procédure de cotation en bourse prend du temps ce qui, de fait, constitue un défi pour les pays cherchant à tirer parti des fenêtres d'opportunité qui s'offrent à eux dans un marché en rapide évolution. Il est d'usage de réduire les délais de la procédure d'inscription en recourant au système dit de l'enregistrement de référence (« *shelf registration* ») autorisant le fractionnement de l'émission en plusieurs émissions. L'État peut anticiper ses besoins de financement à long terme et procéder ainsi à un enregistrement de référence pour un montant supérieur au montant de ses besoins actuels de financement (par exemple en doublant ou triplant le montant devant être émis) et, ensuite, en fonction de ses besoins à venir, procéder à l'émission d'une nouvelle série d'obligations sans avoir à supporter les lourdes formalités d'un enregistrement complet.

Une autre pratique visant à éviter les délais d'accès à la cote consiste à recourir au placement privé. Dans le cadre d'un placement privé, les obligations émises sont allouées par le biais d'une offre privée faite auprès d'un investisseur unique ou d'un cercle restreint d'investisseurs (et non pas par le biais d'une offre au public). Ce placement intervient hors de toutes bourses de valeurs mais peut toutefois nécessiter une structuration et des diligences importantes afin de gagner la confiance des investisseurs et de les convaincre à se porter acquéreur des obligations ainsi émises.

LA NOTATION DES OBLIGATIONS

Dans le cadre du processus d'émission, les obligations sont habituellement notées par des agences internationales de notation (*Credit rating agencies*, CRA). Il s'agit de sociétés indépendantes intervenant à la demande de l'émetteur afin de procéder à l'évaluation de la solvabilité de l'instrument financier. Ces sociétés indépendantes s'attachent à réduire « l'asymétrie d'information » en analysant les risques de défaut relatifs aux obligations émises par l'État. Trois agences de notation dominent le marché international de la notation de crédit, à savoir : Fitch Ratings, Moody's Investisseurs Service Limited et Standard & Poor's Rating Services.

La prise ferme (*underwriting*) des obligations

Lorsqu'une obligation est émise sur le marché primaire, le pays émetteur aura recours aux services d'une ou plusieurs banques d'investissement agissant en qualité de chef de file ou d'arrangeur de l'émission. Le chef de file/arrangeur joue un rôle central en ce qui concerne la coordination de l'émission, la commercialisation et l'établissement du carnet d'offres. Le chef de file/arrangeur assumera certains des risques liés à la prise ferme (*underwriting*) dans le cadre du placement initial. En particulier, il (1) assistera l'émetteur dans la détermination des conditions financières et du calendrier de l'émission envisagée, (2) fera tout son possible pour commercialiser les obligations auprès des investisseurs au sein des marchés choisis et (3) acceptera, dans certaines circonstances, de se porter lui-même acquéreur des obligations auprès de l'émetteur dans l'hypothèse où la commercialisation échouerait en tout ou partie.

En règle générale, la prise ferme désigne le processus par lequel le chef de file/arrangeur s'assure auprès des investisseurs de leurs engagements d'acheter les obligations de l'émetteur dans le cadre de l'émission initiale. Plusieurs structures de prise ferme peuvent être convenues avec les banques garantes (*underwriting banks*), lesquelles s'accompagnent du paiement de diverses commissions aux banques impliquées en compensation de l'étendue des risques commerciaux auxquelles elles s'exposent. En résumé, la prise ferme implique :

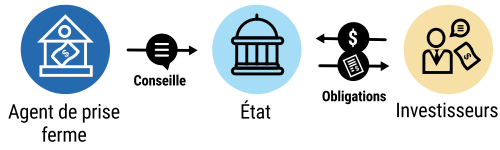
Niveau 1 : de mettre en œuvre tous les moyens (*best efforts*) pour placer les obligations sans toutefois s'engager à acquérir les obligations qui ne sont pas achetées par des investisseurs tiers, ce qui présente un risque minimal pour l'agent de placement (*underwriter*) qui justifie de ce fait, de la perception de commissions de prise ferme moins élevées ;

Niveau 2 : de souscrire aux obligations qui n'auraient pas été placées lors de l'émission initiale, ce qui présente un risque plus important pour l'agent de placement, celui-ci pouvant se retrouver avec un montant conséquent d'obligations dans ses carnets en fonction de la réussite de l'émission et justifie le versement de commissions de prise ferme plus élevées ;

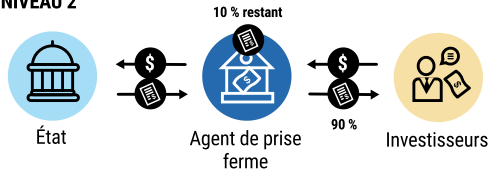
Niveau 3 : de souscrire à l'intégralité de l'émission obligataire avec l'objectif de vendre ultérieurement les obligations (à ses propres risques) à des investisseurs tiers, ce qui présente le niveau de risque le plus élevé pour l'agent de placement et justifie de ce fait le versement de commissions de prise ferme les plus élevées.

Ces trois niveaux sont illustrés par le schéma se trouvant ci-dessous :

NIVEAU 1



NIVEAU 2



NIVEAU 3

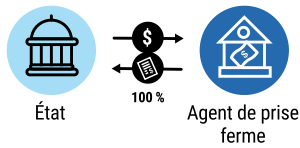


FIG.14. Les trois niveaux de souscription

10 Le prêt garanti

Le prêt garanti est un mode de financement auquel les États africains ont de plus en plus fréquemment recours, notamment avec les créanciers émergents, non traditionnels. Cette forme de prêt a tendance à être très complexe et, bien qu'elle puisse être utile pour accéder à de nouveaux créanciers et de nouvelles sources de financement, elle est également extrêmement risquée et peut entraîner des difficultés insurmontables en période de graves difficultés financières.

L'engagement de ne pas constituer de sûretés (*negative pledge*) de la Banque mondiale

Lorsque la Banque mondiale accorde des prêts à un pays membre ou avec sa garantie, les Conditions générales applicables au financement (*General Conditions for Financing*) (telles qu'elles sont publiées occasionnellement) seront applicables à ce crédit. Dans le cadre de telles opérations de financement, la Banque mondiale n'exige généralement pas la constitution de sûreté de la part du pays membre concerné. Toutefois, afin de protéger les intérêts de la Banque mondiale, les Conditions générales contiennent une clause aux termes de laquelle le pays membre concerné s'engage à ne pas constituer de sûretés (*negative pledge*) limitant strictement sa capacité à accorder des sûretés relatives aux obligations libellées dans une monnaie étrangère au profit d'autres prêteurs sans par ailleurs accorder de garanties à la Banque mondiale.

L'étendue de l'engagement de ne pas constituer de sûretés de la Banque mondiale est large et couvre non seulement les « véritables » sûretés (telles que les nantissements et hypothèques), mais également les « privilèges et droits de priorité de

quelque nature que ce soit ». Il est important de relever que cet engagement restreint également l'octroi de garantie par les entreprises publiques du pays membre concerné, ce qui soulève fréquemment des difficultés pour les compagnies pétrolières nationales et autres grandes entreprises publiques lorsqu'elles cherchent à emprunter sur les marchés internationaux. Les infrastructures financées par l'État et les projets financés en tout ou partie par des sources commerciales doivent être structurés avec attention afin de minimiser les risques d'inexécution de cet engagement. Historiquement, et par principe, la Banque mondiale concède rarement des renonciations formelles à cet engagement.

La majorité des emprunts (par exemple au moyen de prêts ou d'émissions obligataires) ou autres expositions financières (par exemple par le biais de garanties, contre-garanties ou engagements d'indemnisation) ne sont pas garantis, ce qui signifie que le paiement des obligations financières repose sur la pleine garantie (*relies on the overall full faith and credit*) du pays débiteur, qui s'appuiera à son tour, sur ses ressources et actifs pour honorer ses obligations de paiement. Dans certains cas, les créanciers demanderont que leurs expositions financières soient adossées à un actif déterminé du débiteur, lequel devra leur être réservé, à l'exclusion des autres créanciers ou du débiteur lui-même. Cet actif, affecté en garantie de l'obligation, exclusivement réservé au profit d'un ou plusieurs créanciers déterminé(s), peut-être de toute nature : il peut s'agir ainsi d'un bien immobilier, de comptes bancaires, de réserves d'or, de recettes fiscales futures, des recettes des péages perçues pour l'utilisation d'un projet d'infrastructure, de rendements futurs des produits de base (tels que le pétrole ou le gaz) ou encore de créances provenant de la vente de ces produits de base.

Le financement par le biais d'un endettement garanti peut revêtir de nombreuses formes et dépendra soit du type d'actif affecté en garantie, soit de la forme de l'instrument financier utilisé. Par exemple, un bien immobilier peut être affecté en garantie, que ce soit au moyen d'une **hypothèque** inscrite sur ce bien pour garantir une obligation financière (telle qu'un prêt, un titre obligataire ou une garantie) ou au moyen de sa cession au créancier financier qui le louera en retour et accordera une option de rachat au pays débiteur (opération de cession-bail [*sale and lease-back*]). L'hypothèque fait naître ce que l'on appelle parfois une « sûreté classique », relevant de la catégorie des sûretés pouvant être réalisées (lorsque la propriété du bien immobilier peut être cédée ou faire l'objet d'une acquisition forcée) en cas de défaut du débiteur. Les autres instruments de sûreté classiques sont habituellement sans équivoque en ce qui concerne leurs objectifs et fonctions et

comprennent divers instruments, tels que les nantissements (portant généralement sur les comptes bancaires, titres obligataires, etc.) ou les cessions à titre de garantie (généralement pour les créances).

Le **contrat de cession bail** est un exemple d'instrument de « sûreté efficace » dans la mesure où il garantit un paiement au moyen du transfert immédiat de la propriété du bien immobilier à l'origine de l'opération et exigera du prêteur qu'il loue immédiatement le bien à l'emprunteur en retour, pendant une certaine durée. À l'expiration du bail, le titre de propriété de l'actif sera rétrocédé à l'emprunteur. Une **convention de pension livrée** (*repurchase agreement*) (également appelée « **repo** ») est un autre exemple de sûreté effective dès lors que cette opération exigera de l'emprunteur qu'il cède l'actif au prêteur et le laisse sous la garde du prêteur ou d'un tiers dépositaire (*custodian*). À l'expiration du contrat, le prêteur aura l'obligation de revendre l'actif à l'emprunteur au prix convenu à l'avance (lequel inclura un montant équivalent aux intérêts qui auraient été appliqués dans le cadre d'un prêt similaire). Il est souvent fait recours à ce type d'opération pour les réserves d'or, les revenus pétroliers ou les droits sur des productions futures.

Parmi les autres types de sûretés « efficaces », on trouve, par exemple, l'achat anticipé réalisé au moyen du **paiement par anticipation** de la production de produits de base. Un contrat de vente ordinaire, à savoir la vente de marchandises en contrepartie du versement d'un paiement, est transformé en un financement assorti d'une sûreté efficace se concrétisant par le paiement par anticipation d'une somme importante en contrepartie de la livraison de marchandises sur une très longue période. Ces contrats d'achat anticipé à long terme se différencient des *repos* dans la mesure où les produits de base vendus sont *in fine* pris par le prêteur, c'est-à-dire la personne ayant payé ces produits par anticipation. En raison du transfert de propriété, ce type de sûretés apporte en général une bien meilleure garantie au prêteur/à l'acquéreur. Ces structures sont extrêmement complexes et peuvent s'avérer couteuses en période de détresse financière. Pour plus de détails, voir ci-dessous.

Les sûretés peuvent être consenties, soit en sus de la pleine garantie (*overall faith and credit*) de l'État, soit dans le cadre de ce que l'on appelle un **financement avec droit de recours limité**, dont il est habituellement fait usage dans le cadre de projets de développement d'infrastructures ou de développement d'actifs énergétiques. Le financement avec droit de recours limité se concentre sur l'actif ou le projet en cours de développement et limite les risques de l'État à cet actif ou à ce

projet. En d'autres termes, même dans l'hypothèse où la vente de l'actif affecté en garantie de l'emprunt ne permettrait pas de couvrir le solde impayé de cet emprunt, le pays débiteur ne sera pas tenu de couvrir la différence. Un risque résiduel subsiste néanmoins pour l'État : si le projet n'a pas été conçu convenablement, si les promoteurs du projet du secteur privé ne sont pas en mesure de l'achever ou de l'exploiter et de l'entretenir de manière efficace, il se peut alors que l'État doive intervenir pour remédier à ces défaillances. L'État peut prendre des mesures visant à atténuer ces risques, non seulement à travers l'ingénierie contractuelle en début du projet ou la mise en place d'une procédure de passation des marchés publics appropriée pour choisir les meilleurs promoteurs, mais aussi en exigeant un soutien financier adapté de la part de ces derniers s'ils ne devaient pas honorer leurs obligations dans les conditions prévues au contrat.

D'autres sortes de financements garantis peuvent apparaître, en fonction des circonstances et de la créativité des participants. Par exemple, les autorités infranationales ayant droit à une partie des recettes provenant de la vente des produits de base du pays lèvent des fonds en escomptant les flux futurs de recettes en provenance de leur ministère fédéral de tutelle en émettant, au profit de leurs bailleurs de fonds, des ordres permanents de paiement irrévocables à exécuter par le ministère fédéral des finances. Ces formes de financement sont souvent non déclarées et masquent l'état réel de l'endettement général du pays. Elles peuvent, en cas de difficultés, révéler de considérables déficits inattendus. Les gestionnaires de dette devraient veiller à suivre ces financements, les comptabiliser et, lorsque cela est possible, les inclure dans la dette globale qu'ils gèrent.

AVERTISSEMENT

Les sûretés consenties par un État, en sus de sa pleine garantie (*overall faith and credit*) (c'est-à-dire non limitées à l'actif nanti), doivent être attentivement envisagées. S'ils ne sont pas désintéressés, les créanciers privilégiés peuvent (ce qu'ils font généralement) procéder à la liquidation ou à l'acquisition de la sûreté qui leur a été octroyée et, en sus, demander à l'État de combler tout déficit qui subsisterait à la suite de la réalisation de leur sûreté. Cette situation a tendance à générer des inégalités entre les créanciers de l'État et pourrait placer ce dernier dans une situation de grande faiblesse car il offre à ses créanciers un désintéressement de leurs créances financières immédiat et généralement facile à obtenir. Lorsque la sûreté est constituée sur des actifs importants de l'État (telle qu'une partie de sa

production future de pétrole ou de gaz), elle est susceptible de nuire pendant longtemps à la capacité de l'État à relancer son économie. Il est donc essentiel d'agir avec la plus grande prudence avant d'accepter des accords de financement contenant une sûreté avec droit de recours illimité.

Une fois qu'un débiteur commence à consentir des sûretés (avec un droit de recours illimité) à certains de ses créanciers, particulièrement lorsqu'il s'agit d'un État débiteur dont l'exécution forcée des actifs est difficile, la pression des autres créanciers en vue de l'obtention de sûretés similaires sera forte car l'avantage de crédit comparatif des créanciers privilégiés sur les créanciers chirographaires est considérable. Les créanciers chirographaires cherchent généralement à se protéger par des clauses prévoyant l'engagement de ne pas constituer de sûretés (*negative pledge*), visant soit à interdire complètement l'octroi de sûreté (avec un droit de recours illimité) (en général dans le cadre de prêts) soit, en guise d'alternative à une telle interdiction, à exiger que la sûreté leur soit également étendue (c'est en général le cas dans le contexte d'une émission obligataire).

Les accords de financement pré-exportation

Les pays exportateurs de produits de base, en particulier les pays africains exportateurs de pétrole, ont eu, ces dernières années, de plus en plus souvent recours aux accords de financement pré-exportation. Les caractéristiques essentielles des accords de préfinancement ou de prépaiement de produits de base peuvent être synthétisées de la façon suivante : une société de négoce conclut un contrat commercial avec un exportateur de produits de base (dans la plupart des cas, la compagnie pétrolière nationale) ; l'exportateur s'engage à vendre un nombre prédéfini de marchandises sur une période donnée et la société de négoce s'engage à les acheter à un prix généralement basé sur les conditions de marché en vigueur à la date de la vente en appliquant une formule prédéfinie. Il est exigé de la société de négoce qu'elle paie par anticipation (c'est-à-dire finance) une partie des recettes futures de la vente de marchandises sur la base du taux d'intérêt, de l'échéancier de paiement et de l'échéance convenus (habituellement sous la forme d'un montant maximum de stock de dette autorisé à chaque date anniversaire). La dette qui est en résulte est alors remboursée automatiquement, chaque année, par l'attribution d'un pourcentage donné sur la vente à chaque livraison de marchandises. Ce mécanisme s'appliquera jusqu'à ce que le montant maximum de stock de dette autorisé soit atteint.

À certains égards, ces accords présentent des caractéristiques intéressantes dans la mesure où ils sont simples et rapides à conclure, qu'ils ne nécessitent pas la réalisation d'un audit (*due diligence*) conséquent et qu'ils stipulent habituellement des taux d'intérêt raisonnables. Toutefois, le coût global pour l'État excède souvent le taux d'intérêt externalisé en raison des commissions payables (commission de *praecipium*, commission d'agent, etc.) ainsi que des nombreuses clauses prévoyant le paiement d'intérêts progressifs dans diverses situations (retards de paiement, défaut, etc.). En outre, la société de négoce peut retirer une rémunération supplémentaire « dissimulée » selon la manière dont la formule de prix est négociée, y compris, par exemple, par le biais des remises consenties au regard du prix du marché et d'autres caractéristiques qui font des négociants de véritables « faiseurs de prix » (« *price makers* ») dans l'opération.

Du point de vue des finances publiques, ces contrats sont difficiles à gérer dans la mesure où ils peuvent empêcher un État d'accéder à des recettes importantes lorsqu'il en aura le plus besoin, puisqu'ils comportent des aspects procycliques susceptibles d'accélérer le surendettement en cas de difficultés.

Par exemple, en cas de baisse des cours mondiaux du pétrole ou du ralentissement de la production de pétrole, il y a un risque important que les volumes disponibles pour le négociant ne génèrent pas des recettes suffisantes pour rembourser le pré-financement. Lorsque cela se produit, des mécanismes de hausse des taux d'intérêts se déclenchent. Cette situation impose la renégociation de l'échéancier d'amortissement/remboursement avec des commissions supplémentaires à payer aux négociants. Tout ceci se produira dans un contexte où le pays sera dans le même temps frappé durement par la baisse des revenus du pétrole disponibles. Pour cette raison, l'État devrait toujours prêter une attention particulière à l'analyse de ces contrats et s'assurer de la transparence de la compagnie pétrolière nationale lorsqu'il conclura ce type de contrat.

11 Les swaps

Les swaps de taux d'intérêt (*interest rate swaps*) et les swaps de devises (*cross-currency swaps*) sont fréquemment utilisés par les États pour couvrir les risques de taux d'intérêt et les risques de change. Ce sont des exemples de transactions sur produits dérivés négociées de gré à gré (*over-the-counter* [OTC]).

Les swaps de taux d'intérêt (*Interest Rate Swaps*)

Dans le cadre d'un swap de taux d'intérêt (*interest rate swap*), typiquement, une partie accepte de payer un taux d'intérêt variable sur un montant du principal notionnel en échange d'un taux d'intérêt fixe sur ce même notionnel. Les montants du principal eux-mêmes ne sont pas échangés. Les paiements de taux d'intérêt seront réalisés aux dates du calendrier de paiement convenu pendant la durée de l'opération de swap de taux d'intérêt.

Un État ayant emprunté des fonds (par exemple, 100 millions USD) à un taux d'intérêt variable (par exemple, sur la base du LIBOR) payable semestriellement, peut souhaiter couvrir le risque de hausse du LIBOR. Il peut couvrir ce risque en concluant une opération de swap de taux d'intérêt avec une banque. La banque s'engagera à payer le taux LIBOR à l'État sur un principal notionnel de 100 millions USD aux mêmes dates de paiements d'intérêts que le prêt et l'État s'engagera à payer à la banque un taux fixe sur le même principal notionnel et aux mêmes dates de paiement.

L'effet de cette opération pour l'État est qu'il paye un taux fixe au titre du swap et reçoit le taux variable dont il doit s'acquitter auprès du prêteur.

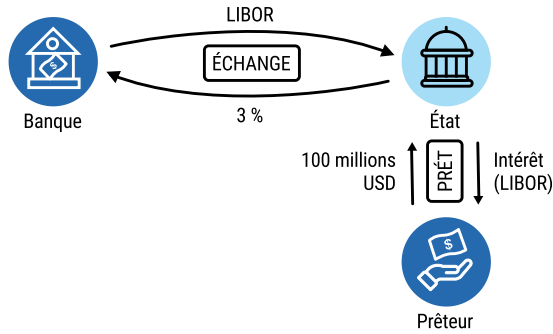


FIG.15. Swap de taux d'intérêt

Les swaps de devises (*Cross-Currency Swaps*)

Aux termes d'un swap de devises, une partie accepte de payer un taux d'intérêt (lequel peut être fixe ou variable) sur un principal notionnel libellé dans une monnaie, en échange d'un taux d'intérêt différent (lequel peut être fixe ou variable) sur un principal notionnel libellé dans autre monnaie. À la différence de l'échange de taux d'intérêt, les montants en principal sont échangés au début et à la fin d'une opération de swap de devises. Les paiements de taux d'intérêt seront réalisés aux dates du calendrier de paiement convenu pendant la durée prévue de l'opération.

Un État ayant emprunté des fonds (par exemple, 100 millions USD) à un taux d'intérêt variable (par exemple, sur la base du LIBOR) payable semestriellement, peut souhaiter couvrir à la fois le risque de hausse du LIBOR et le risque de dépréciation de sa propre monnaie par rapport au dollar américain (USD). Il peut couvrir ces risques en concluant une opération de swap de devises avec une banque. Au début de l'opération, la banque s'engagera à verser à l'État la contre-valeur en monnaie locale de 100 millions USD et l'État s'engagera à payer la somme de 100 millions USD (la somme qu'il a empruntée) à la banque. Pendant la durée de l'opération, la banque payera à l'État le taux LIBOR sur un montant en principal notionnel de 100 millions USD aux mêmes dates prévues pour le paiement des intérêts dans le cadre du prêt et l'État payera à la banque, à ces mêmes dates de paiement, un taux fixe sur un montant en principal notionnel égal à la contre-valeur en monnaie locale de la somme de USD 100 millions USD. À

l'échéance de l'opération, la banque versera à l'État 100 millions USD (permettant à la banque de rembourser sa dette en USD) et l'État paiera à la banque un montant identique dans sa monnaie locale à celui qu'il a reçu au début de l'opération.

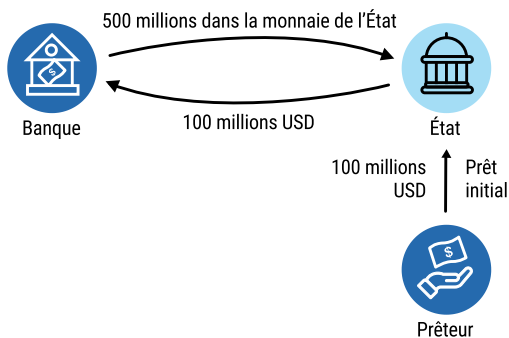


FIG.16. Opération de swap de devises (échange initial)

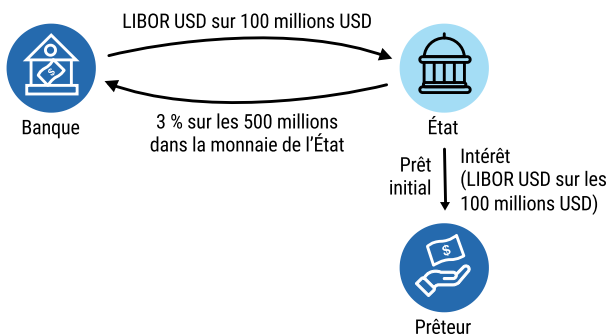


FIG.17. Opération de swap de devises (paiements pendant l'opération)



FIG.18. Opération de swap de devises (échange final)

En effectuant cette opération, l'État a couvert à la fois son risque de taux d'intérêt et son risque de change associés au prêt en USD.

Les swaps sur marchandises (*Commodity Price Swap*)

Outre la couverture du risque de taux d'intérêt et du risque de change par une opération d'échange (*swap*), un État peut également souhaiter couvrir le risque du prix des marchandises (à savoir le risque de baisse des prix des marchandises qu'il exporte). Il peut couvrir ce risque en mettant en place un swap sur marchandises (*commodity price swap*) aux termes duquel il accepte de payer un certain montant à sa contrepartie dans l'hypothèse où le prix des produits de base devait excéder un niveau convenu et, à l'inverse, de recevoir des paiements si le prix des produits de base devait passer sous ce niveau.

Les contrats de swap (ou contrat d'échange)

Les swaps de taux et les swaps de devises sont généralement négociés de gré à gré (OTC) : ils sont négociés de manière privée et ne sont pas soumis à la standardisation qui serait requise pour les contrats cotés en bourse, bien que les opérations de swap soient parfois disponibles sur les plateformes de négociation.

Bien qu'elles interviennent de manière réciproque entre deux parties contractantes, certains types d'opérations sur produits dérivés OTC – à savoir les opérations qui sont relativement standards et qui n'ont pas été personnalisées – peuvent être compensés par l'intermédiaire de chambres de compensation. Les opérations sur produits dérivés OTC non standards et non personnalisées demeurent des opérations réciproques pendant toute leur durée.

Les contrats afférents aux opérations sur produits dérivés OTC sont complexes. Ils sont souvent établis à partir de modèles types, dont des contrats-cadre, publiés par l'Association Internationale des Swaps et Dérivés (*International Swaps and Derivatives Association, Inc.* [ISDA]) ; ils peuvent cependant être àprement négociés.

Bien que les opérations sur produits dérivés soient élaborées dans le but de réduire les risques d'une partie (par exemple, le risque de taux d'intérêt pour un État) en déplaçant ces risques sur une autre partie, l'une des conséquences pour la partie concluant une opération sur produits dérivés est qu'elle prend un risque de crédit, à savoir le risque d'inexécution de la part de sa contrepartie dans le cadre d'une opération qui, autrement, lui aurait été profitable. Il existe plusieurs techniques permettant d'atténuer ou de réduire ce risque.

L'une des techniques principales est la « compensation » (*netting*). Le contrat-cadre publié par l'ISDA contient des dispositions relatives à la compensation avec déchéance du terme (*close-out netting*). Ces dispositions contractuelles autorisent une partie à mettre fin aux opérations en cours en cas de défaillance de l'autre partie et, après la résiliation, à calculer un solde net unique payable entre les parties reflétant les coûts (ou gains) de la partie non défaillante que cette dernière a exposés (ou perçus) pour remplacer les opérations auxquelles il a été mis fin.

Une autre technique habituelle visant à réduire le risque de crédit réside dans la collatéralisation (*collateralisation*). Il est d'usage pour les parties à une opération sur produits dérivés OTC d'échanger des marges sous la forme d'espèces et/ou de titres.

Les repos (ou opérations de pension livrée)

Afin de lever des fonds, les États ont également recours aux opérations dites « repo » (selon la terminologie anglaise), telles que décrites au chapitre intitulé « Le prêt garanti ». Tout comme pour les swaps, le vendeur échange ses actifs avec l'acquéreur contre un versement en espèces, avec une date déterminée de mouvement des actifs en sens inverse (*retransfer*). Les opérations de « repo » sont formalisées de la même manière que pour les swaps et les parties peuvent également utiliser la documentation standardisée du marché.

12 La dette souveraine conforme aux principes de la charia

Au cours de ces dix dernières années, a été constaté sur le marché obligataire souverain une augmentation significative d'émissions d'emprunts structurés dans une forme leur permettant d'être conforme à la loi islamique, également connue sous le nom de Charia (le terme arabe pour loi). Les obligations conformes à la Charia peuvent représenter des options intéressantes pour les pays emprunteurs cherchant à commercialiser des produits financiers auprès d'investisseurs intervenant dans des marchés au sein desquels la conformité à la Charia peut être requise ou privilégiée par les investisseurs institutionnels, les fonds souverains ou les investisseurs privés.

D'une manière générale, la conformité à la Charia provient de l'interdiction posée par le droit de la finance islamique, de la revente de contrats d'emprunt, de la réalisation de bénéfices non liés à une activité économique et de l'utilisation des financements au soutien d'une activité/de biens interdits (par exemple : l'alcool, les produits porcins, les armes, la pornographie et les jeux d'argent). D'un point de vue économique, la conformité à la Charia se différencie d'un prêt traditionnel par le fait que le prêteur est autorisé à réaliser des bénéfices uniquement en participant à l'activité financée et, même dans ce cas, uniquement si l'investissement génère des bénéfices.

Les instruments obligataires conformes à la Charia les plus répandus actuellement sont les « *Sukuk* » (du terme arabe « certificat »). Ils se rapprochent sensiblement des obligations adossées à des actifs. La structure générale d'un *Sukuk* exige que les fonds générés par la vente du titre soient placés dans un véhicule *ad hoc* (*special-purpose vehicle* [SPV]) et ce dernier investira ensuite dans des activités conformes à la Charia. Les personnes ayant investi dans le *Sukuk* partageront ultérieurement les bénéfices générés par le portefeuille d'investissements détenu par le SPV (comme par exemple le partage des bénéfices provenant de placements ou le produit des loyers issus d'investissements immobiliers). Ces obligations seront émises selon les mêmes normes de diligence que celles requises pour les obligations souveraines, y compris s'agissant de la notation par les agences de notation.

Il existe de nombreuses autres structures reproduisant conformément aux principes de la Charia l'équivalent économique des prêts, connus sous le nom de *Murabaha*, et celui du crédit-bail, connus sous le nom de *Ijara*.

La structure des *Murabaha* varie mais elle reproduit en substance le mécanisme suivant : l'emprunteur effectif, simultanément, vend des biens au prêteur effectif pour 100, avec règlement immédiat et revend les mêmes biens pour plus de 100 (disons 120) à l'emprunteur effectif à des conditions de paiement différé.

Les *Ijaras* sont structurés d'une manière sensiblement identique à des baux, avec le paiement de loyers fixes calculés par avance.

Pour les pays emprunteurs, il importe qu'ils comprennent bien que l'émission de *Sukuks* ou d'autres formes d'emprunt conformes à la Charia nécessitera à la fois une structuration complémentaire au début de l'opération (en d'autres termes, des honoraires et frais d'avocat) et un contrôle tout au long de la vie du titre (afin qu'il reste conforme à la Charia). La nature limitée des activités pouvant être financées au moyen d'instruments conformes à la Charia peut également constituer un défi pour les gestionnaires de dette.

13 Les passifs conditionnels

Les passifs conditionnels seront examinés en détail dans ce chapitre. Il s'agit de passifs potentiels qui deviennent des passifs réels en cas de survenance d'un événement à venir. Ce n'est pas parce qu'ils ne mobilisent pas immédiatement un flux de trésorerie étatique qu'ils doivent être ignorés par les gouvernements et gestionnaires de la dette publique. De fait, leur importance potentielle en période de difficultés exceptionnelles pourrait excéder celle des passifs réels de l'État en période ordinaire.

Les gestionnaires de dette devront veiller à ce que l'incidence des risques liés aux passifs conditionnels sur la situation financière de l'État soit prise en considération lors de l'élaboration des stratégies de gestion de la dette. Les passifs conditionnels correspondent à des créances financières potentielles contre l'État et qui ne se sont pas encore concrétisés mais qui sont susceptibles de déclencher une obligation ou un passif financiers dans certaines circonstances. Les passifs conditionnels représentent la partie immergée de l'iceberg, ce qui signifie que seule une partie des passifs d'un État est visible et peut donc être appréhendée, mais qu'ils ne peuvent l'être dans leur totalité, précisément à raison du caractère éventuel des passifs conditionnels. Ce type de passif a pris une importance considérable au cours de ces trois dernières années et, dans certains cas, a été la source de « surprises » très coûteuses en termes budgétaires.

L'histoire récente sur le continent africain montre que les passifs conditionnels représentent une source importante de risque budgétaire. Dans plusieurs cas, le fait de ne pas avoir fait état de tels risques et de ne pas s'être prémuni contre eux

a provoqué une forte augmentation de la dette publique et a déclenché des crises financières.

Filant la métaphore de l'iceberg, le croquis ci-dessous illustre l'ampleur que peuvent avoir les passifs :

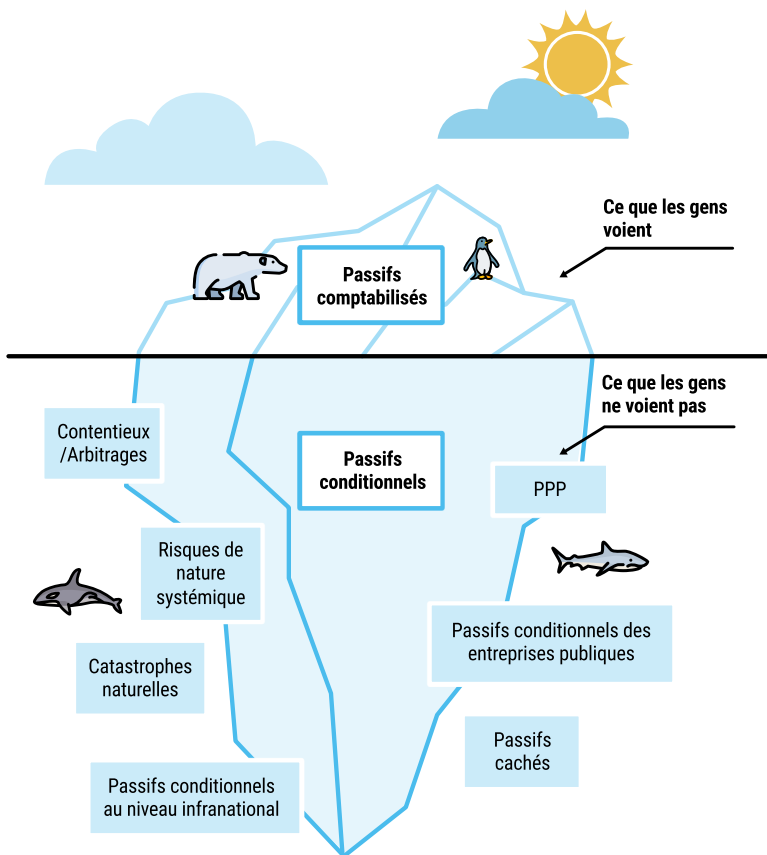


FIG.19. L' « iceberg » des passifs conditionnels

Seront examinés dans ce chapitre les catégories suivantes de passifs conditionnels, ainsi que leurs conséquences :

1. Les passifs conditionnels explicites découlant d'obligations contractuelles expresses, telles que les rehaussements de crédit et autres instruments de soutien au crédit. Y sont compris les garanties, contre-garanties, engagements d'indemnisation et mécanismes de soutien des prix ;
2. Les passifs conditionnels implicites découlant des obligations de service public et des obligations générales de l'économie politique de l'État, comme le soutien aux systèmes de retraite et aux services de santé et d'éducation ;
3. Les passifs conditionnels de nature systémique découlant des obligations de l'État jugées trop importantes pour qu'elles ne soient pas exécutées (« *too-important-to-allow-to-fail* »), à l'instar de l'obligation d'assurer le maintien d'un système bancaire et d'un secteur énergétique. (La signification de la terminologie utilisée ici diffère de la norme comptable/définition statistique de la dette) ;
4. Les passifs conditionnels au niveau infranational ;
5. Les demandes d'arbitrage survenant en temps ordinaire, pouvant donner naissance à une obligation financière de l'État.

Les décideurs politiques reconnaissent que les passifs conditionnels représentent un risque potentiel au regard de la viabilité de la dette de l'État. Ce point sera traité plus en détail au paragraphe « Remarque particulière sur le contrôle des passifs conditionnels » du chapitre intitulé « La comptabilisation, le *reporting* et la conservation de données de qualité afférentes à la dette ».

Les passifs conditionnels explicites (ou légaux/contractuels)

Les passifs conditionnels explicites sont expressément stipulés dans un document de prêt (ou tout autre document). Ils prennent la forme de garanties, contre-garanties, engagements d'indemnisation ou autres mécanismes de soutien des prix du gouvernement. Ils sont généralement connus sous l'appellation « rehaussement de crédit » ou « soutien au crédit ».

Les garanties

Une garantie est l'engagement pris par une personne (le « garant ») de répondre du paiement d'une dette ou de l'exécution d'une obligation contractée par une autre personne (le « débiteur principal » - lequel peut être une entreprise publique ou une autre entité financée par l'État), consenti au profit d'une tierce partie créancière (le « créancier » - lequel peut être un prêteur ou appartenir à une autre catégorie de contreparties à un contrat) en cas de défaut de paiement ou d'inexécution de son obligation par le débiteur principal. Les garanties sont des formes de soutien au crédit très répandues et largement reconnues. Comme pour tous les instruments de rehaussement de crédit, le plus grand soin doit être apporté à la rédaction et à la compréhension des garanties. Les gestionnaires de la dette souveraine devraient plus particulièrement avoir parfaitement conscience (a) de l'étendue des obligations garanties et (b) des facteurs déclencheurs autorisant le créancier à exiger un paiement ou toute autre forme d'exécution au titre de la garantie.

Lorsqu'il octroie des garanties, l'État assumera uniquement la charge des obligations du débiteur principal en cas de défaut de paiement ou d'inexécution de son obligation par ce dernier au titre de son contrat avec le créancier. Ainsi, du point de vue du gestionnaire de la dette et du pays gestionnaire, les garanties présentent l'avantage d'être des instruments de rehaussement de crédit efficaces sans impact direct sur les liquidités de l'État.

Les garanties peuvent être consenties directement par l'État au créancier ou indirectement par le truchement d'une autre agence ou entité publique.

LES GARANTIES SOUVERAINES DIRECTES

Les États africains consentent fréquemment des **garanties souveraines** directes dans le cadre de projets d'infrastructures.

Les garanties peuvent être formalisées par des documents distincts et indépendants (« *stand-alone* ») ou être intégrées dans d'autres documents (par exemple dans le contrat d'emprunt conclu entre le créancier et le débiteur principal) qui couvriront plusieurs autres éléments en sus de la garantie.

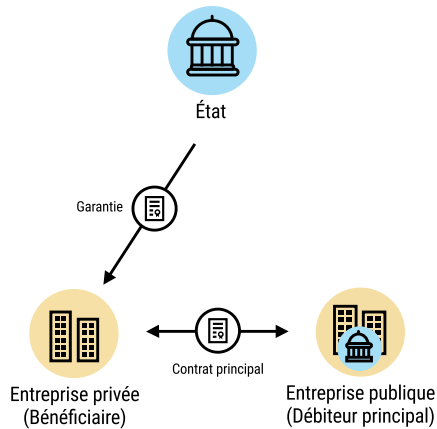


FIG.20. Les garanties souveraines directes

Les garanties souveraines directes peuvent prendre diverses formes et peuvent parfois apparaître sous différentes dénominations en raison de la nature du dispositif global mis en place entre le créancier et le débiteur principal ou des conventions du marché au sein duquel ils interviennent.

Par exemple, dans le cas de projets d'infrastructures de grande envergure, les dispositions relatives à la garantie peuvent être incluses dans un document indépendant ou dans l'un des nombreux documents du projet, comme les accords de mise en œuvre (*implementation agreements*), les conventions de concession (*concession agreements*) et les lettres de confort/accords de soutien de l'État. Les garanties peuvent aussi prendre la forme de contrats d'option d'achat et de vente (*put-and-call option agreements*), conclus également dans le cadre de projets ou d'investissements directs importants (avec une option d'achat et une option de vente portant soit sur les actions émises par une société, soit sur ses actifs).

Il est par conséquent important pour les gouvernements et les gestionnaires de dette qu'ils prêtent une attention particulière à la fonction de l'instrument de garantie utilisé, qu'ils analysent les accords avec soin et ne se limitent pas nécessairement au nom ou à la forme précise sous lequel/laquelle la garantie utilisée est présentée.

L'étendue des garanties varie considérablement, allant d'une simple garantie limitée destinée à couvrir un paiement au créancier en cas de résiliation, jusqu'à une garantie portant sur chaque paiement financier, quel qu'il soit, ou sur tous les autres pertes, coûts et dépenses du créancier. Néanmoins, l'objectif principal d'une garantie souveraine reste toujours le même, à savoir : augmenter ou soutenir la solvabilité du débiteur principal. Bien que les liquidités de l'État n'en soient pas affectées immédiatement, ses actifs et recettes sont exposés.

LES GARANTIES INDIRECTES OU CONTRE-GARANTIES

Dans le cadre d'une garantie indirecte ou contre-garantie l'État s'engage à garantir les obligations d'un autre garant, au lieu de celles du débiteur principal.

Quatre parties au moins sont impliquées lorsqu'une contre-garantie est émise par un État : l'État lui-même en qualité de contre-garant, le garant principal, le débiteur principal et le créancier. Le garant principal est habituellement une institution financière à laquelle les agences de notation ont attribué une note élevée. Le contre-garant ajoute un niveau supplémentaire de rehaussement de crédit à l'opération sous-jacente dans la mesure où la solvabilité du contre-garant sera aussi examinée par le créancier (ainsi que par toutes les autres parties intéressées, telles que les agences de notation, etc.) à l'occasion de l'analyse financière de l'opération.

Une institution financière (le garant principal) peut, par exemple, exiger une contre-garantie de la part de l'État pour accepter d'émettre une lettre de crédit au profit d'une société privée (le créancier). Pour l'État, l'octroi d'une contre-garantie au garant principal représente un risque de crédit équivalent à celui de l'octroi d'une garantie directement au profit du créancier. Le créancier peut toutefois n'être en mesure ou n'être disposé à conclure le contrat initial que si le soutien au crédit provient d'une institution financière/du garant principal.

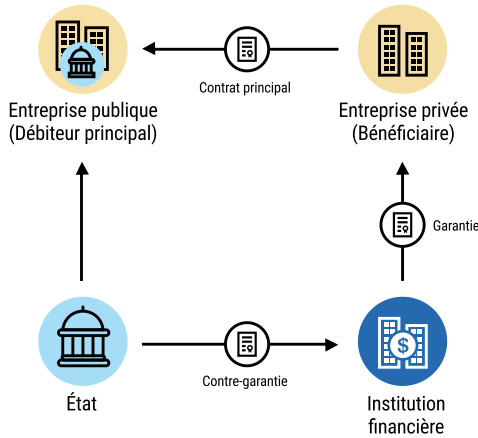


FIG.21. Structure de la contre-garantie

La contre-garantie peut également être utilisée dans le cadre de la **garantie partielle de risque** (GPR). La GPR est un instrument émis par une banque multilatérale (le garant principal) au profit d'une société privée (le créancier) afin de garantir un nombre défini de paiements au titre d'un projet d'infrastructures ou d'un autre projet de grande envergure. En retour, la banque multilatérale (le garant principal) exigera de l'État (le contre-garant) qu'il contre-garantisse les obligations de la banque multilatérale au titre de la GPR. Si la banque multilatérale devait être appelée à faire un paiement en application de la GPR, elle en demandera le remboursement à l'État au titre de la contre-garantie. En conséquence, l'État aura un passif lié au risque auquel est exposée la banque multilatérale d'avoir à effectuer un paiement en application de la GPR.

Il est important de relever qu'en raison de la contre-garantie, la structure de la GPR donnera naissance à un passif conditionnel similaire à celui résultant de l'octroi d'une garantie directe par l'État au profit du créancier. Ceci provient du fait que le risque est, à terme, identique (à savoir la défaillance du débiteur principal (habituellement une entreprise publique) vis-à-vis de son créancier au titre du contrat garanti par la GPR). Pour l'État, l'avantage de la GPR réside dans sa capacité à obtenir de meilleures conditions financières pour le débiteur principal (sa propre entreprise publique) dès lors que le risque pour le créancier est réduit par l'entremise de la banque multilatérale qui agit en qualité de garant principal.

LA CONTRE-GARANTIE DE L'ÉTAT DANS LE CADRE DU CRÉDIT À L'EXPORTATION

La plupart des pays développés possèdent des agences de crédit à l'exportation (ACE) spécialisées. Parmi les ACE les plus importantes figurent par exemple : la Banque Import-Export américaine (*US Export-Import Bank* [US EXIM]), la Coface (*Compagnie Française d'Assurance pour le Commerce Extérieur*, en France), la SACE (en Italie), Hermes (en Allemagne) et l'ECGD (*Export Credits Guarantee Department*, au Royaume Uni). Les entreprises étrangères qui souhaitent faire des affaires sur le territoire d'un État ou avec les ressortissants de cet État peuvent obtenir un soutien de la part de l'une ou plusieurs de ces ACE (ou d'autres organismes d'assurance contre les risques à l'exportation) de leur propre pays. Les prêts qui sont conclus avec la couverture fournie par une ACE le sont généralement au taux d'intérêt du marché et à des maturités plus longues que celles qui peuvent habituellement être accordées par les prêteurs privés.

Alors que le financement par le biais des ACE est essentiel pour certains produits (tels que les avions), l'intervention de l'État dans le secteur du crédit à l'exportation vise principalement à assurer ou à garantir un crédit à l'exportation privé. Dans toutes ces situations, la garantie (ou une autre forme de soutien) donnée par l'ACE sera contre-garantie par l'État et, dans l'hypothèse où la garantie consentie par l'ACE devait être appelée, la créance sous-jacente deviendra une créance de type État-à-État. Il appartiendra en conséquence aux gestionnaires de dette de contrôler l'exposition de l'État à de telles contre-garanties ACE, en prenant soin de déterminer si la couverture ACE est accordée ou non par un membre du Club de Paris.

Les engagements d'indemnisation

Le soutien de l'État peut aussi prendre la forme d'un engagement d'indemnisation d'une partie en cas de survenance d'un préjudice. De tels engagements d'indemnisation sont plus larges dans leur champ d'application que les mécanismes compensatoires mais ont, à terme, des effets similaires à ceux des garanties ou contre-garanties globales.

Par exemple, une assurance couvrant un risque politique émise par une banque multilatérale dans le but de faciliter la mobilisation de fonds pour un projet d'infrastructures spécifique, exigera classiquement de l'État qu'il s'engage à indemniser

la banque multilatérale en cas de demande d'indemnisation faite dans le cadre de la police d'assurance. À cette fin, un passif subordonné au risque d'une demande d'indemnisation au titre de la police d'assurance couvrant le risque politique sera créé par l'existence de l'engagement d'indemnisation, lequel devra être comptabilisé au titre des passifs conditionnels.

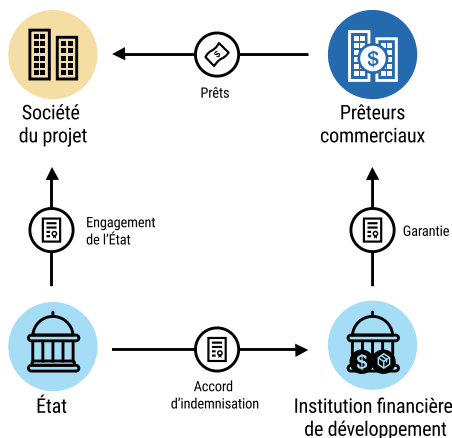


FIG.22. Structure de l'indemnisation

La principale différence existant entre les engagements d'indemnisation et les garanties réside dans le fait que, dans le cadre d'une garantie, le garant pourra être tenu responsable uniquement si la demande est fondée. En revanche, en cas de demande d'indemnisation d'assurance, l'on ne s'interrogera pas sur le point de savoir si la partie indemnisée *aurait dû* subir un préjudice, mais uniquement si elle *a réellement* subi un préjudice. Il est techniquement plus facile d'être dédommagé dans le cadre d'un engagement d'indemnisation que dans le cadre d'une garantie.

Les engagements de soutien des prix

Les engagements de soutien des prix sont des contrats par lesquels l'État s'engage à intervenir si le revenu anticipé par le créancier se révèle inférieur au montant « plancher » minimum convenu à l'avance (le « revenu minimum attendu »). Les variations du revenu peuvent être liées au prix des produits de base, au taux de change ou à d'autres facteurs pertinents et, par conséquent, le mécanisme com-

pensatoire peut varier de manière significative d'un contrat à un autre, en fonction de la nature du risque garanti par l'État. Toutefois, à terme, dès lors que le créancier formule une réclamation au motif d'une insuffisance de revenus, l'État payera la différence entre le revenu minimum escompté et le revenu réel.

Les engagements de soutien des prix remplissent par conséquent une fonction similaire à celle d'une garantie. Les passifs conditionnels qu'ils génèrent devraient être examinés et évalués avec le même soin et la même rigueur.

Éléments clés relatifs aux passifs conditionnels explicites

La portée des instruments de rehaussement de crédit donnant lieu à des passifs conditionnels explicites peut varier dans une large mesure. Ils peuvent ainsi couvrir de manière globale l'ensemble des obligations du débiteur principal au titre du contrat principal ou bien être limités à des catégories spécifiques de préjudice, à un certain montant plafonné ou à des circonstances particulières dans lesquelles ils peuvent être appelés à jouer.

Les instruments de rehaussement de crédit peuvent également couvrir des risques qui ne sont pas prévus au contrat principal mais qui, par nature, sont considérés comme étant sous le contrôle de l'État (comme par exemple le risque politique). Les termes des instruments de rehaussement de crédit dépendront ainsi de plusieurs facteurs, y compris de la solvabilité du débiteur principal, de la nature des risques couverts et de l'existence d'autres instruments de rehaussement de crédit.

L'État doit avoir une compréhension claire de la nature de l'obligation du débiteur principal envers le créancier. Aussi, devrait-il, dans tous les cas, procéder à l'analyse tant des termes de l'instrument de rehaussement de crédit qu'il lui est demandé de consentir, que de ceux du contrat principal. À défaut de procéder à ce double examen, il s'expose à une grave erreur d'appréciation de la nature et de l'étendue du passif conditionnel assumé.

L'État devrait se réserver le droit d'être formellement informé de toute notification d'inexécution/défaut (même mineur[e]) adressée au débiteur principal au regard des obligations qui font l'objet du soutien accordé par l'État ou au regard du contrat principal. Les instruments de rehaussement de crédit consentis par l'État ne devraient pas pouvoir être étendus à la couverture des passifs survenant

au titre du contrat principal si ce dernier est modifié ou si ses termes font l'objet de renonciations sans l'accord préalable de l'État. L'État devrait conserver le droit de pouvoir remédier à une inexécution/un défaut avant que cette inexécution/ce défaut ne conduise à la résiliation du contrat principal (entraînant la mise en œuvre de l'instrument applicable) dans la mesure où il peut s'avérer nettement moins coûteux de remédier à une inexécution/un défaut que de procéder au paiement dû au titre des instruments de rehaussement de crédit.

Les passifs conditionnels implicites

Il n'existe pas de documentation juridique expresse propre aux passifs implicites (ou tout autre type de reconnaissance expresse). L'État peut cependant exercer son pouvoir discrétionnaire souverain et reconnaître un passif une fois qu'il se matérialise. Les passifs implicites sont la plupart du temps le fruit de la pression sociale (tel que la défaillance d'un régime de fonds de pensions).

Les passifs conditionnels « systémiques »

Quand bien même la gestion globale de son économie par un État, serait, à son niveau, saine, celui-ci peut malgré tout se retrouver confronté à des difficultés en période exceptionnelle à raison des risques économiques de nature systémique échappant à son contrôle. Ces risques économiques systémiques présentent un certain nombre de défis qui n'existent pas en temps normal. Atténuer ces risques peut exiger de l'État qu'il apporte son soutien à certains secteurs de son économie même s'il n'est tenu par aucune obligation contractuelle de le faire (à la différence des cas où il s'agit de ses titres de créance, des contrats de prêt qu'il a contractés ou des instruments de rehaussement de crédit qu'il a signés, etc.)

Dans la mesure où un État tire sa puissance économique de l'activité économique de son marché national, il est de fait tributaire de secteurs de marché clés pour mettre en œuvre sa politique économique et sa stratégie de gestion de la dette. Ainsi, par exemple, l'effondrement du secteur bancaire national, de graves difficultés financières dans le secteur des entreprises ou encore des perturbations techniques dans le secteur énergétique provoqueraient une chute de l'activité écono-

mique et, par ricochet, un fléchissement de la richesse et de la croissance de l'État. Certes, le système du secteur bancaire, des entreprises et du secteur énergétique de chaque État peuvent être différents, mais si l'un d'entre eux devait se retrouver en situation d'insolvabilité l'État doit être prêt à intervenir et prendre les mesures qui s'imposent, y compris à mettre en œuvre des plans de sauvetage financier dans des situations exceptionnelles. Si l'État n'agit pas, le système dans sa totalité, ou à tout le moins les secteurs sans lesquels le système ne peut survivre, risqueraient de s'effondrer.

Une gestion prudente de la dette exige par conséquent que la santé financière des secteurs clés, tels que le secteur bancaire, le secteur des entreprises et le secteur énergétique, soit surveillée d'une manière adéquate respectant l'indépendance institutionnelle des acteurs du secteur bancaire et du secteur énergétique tout en garantissant que les risques auxquels ces derniers sont exposés soient gérés convenablement et, si besoin, soutenus de manière appropriée.

Les passifs à l'échelle infranationale

LES ÉTATS FÉDÉRAUX, INSTANCES GOUVERNEMENTALES RÉGIONALES, MUNICIPALITÉS

Certains États, et particulièrement les plus grands d'un point de vue géographique, peuvent être dotés d'un système administratif décentralisé. Un tel système peut connaître différentes variantes composées d'États formant une fédération ou d'instances gouvernementales régionales, chacun d'entre eux ayant son propre système de gouvernance. En outre, les grandes agglomérations urbaines ou les secteurs commerciaux d'importance systémique peuvent bénéficier d'instances municipales propres ou d'autres formes d'administration locale.

Dans chacun de ces cas, les autorités situées au niveau infranational disposeront de leur propre budget qu'ils pourront gérer de manière indépendante. À nouveau, une gestion prudente de la dette exige que leurs passifs, ainsi que leurs recettes ou autres actifs, fassent l'objet d'une surveillance dès lors que, en période exceptionnelle, l'une ou l'autre de ces autorités infranationales pourrait se retrouver confrontée à des difficultés financières. Dans une telle situation, l'État pourrait être contraint d'étendre son soutien à une ou plusieurs de ces autorités infranatio-

nales, voire même de prendre en charge leurs passifs existants, faisant naître de ce fait un passif supplémentaire dont il faudra tenir compte dans la stratégie globale afférente à la gestion de la dette de l'État.

Les demandes d'arbitrage

Il est probable que des traités bilatéraux d'investissement (TBI) aient été conclus par un État avec d'autres États. De tels traités offrent aux investisseurs privés résidant dans ces États et investissant dans le pays hôte une large palette de protections. Celles-ci visent la plupart des investissements directs étrangers et s'étendent même, dans de nombreux cas, aux investissements dans des titres de créance souverains. Les TBI autorisent habituellement ces investisseurs à soumettre à un tribunal arbitral toute demande qu'ils pourraient avoir à l'encontre d'un État, faute pour ce dernier de ne pas leur avoir fait bénéficier du niveau de protection prévu par le traité.

Dans l'hypothèse où la procédure d'arbitrage devait aboutir au prononcé d'une sentence ordonnant à l'État un paiement compensatoire, il est important que les gestionnaires de la dette publique tiennent compte de la nécessité de l'exécuter. Il leur appartiendra de déterminer si le défaut d'exécution de la sentence arbitrale, ou même un simple retard de paiement, aura une incidence sur des obligations de l'État au titre de l'un de ses instruments de dette (telle que le déclenchement de clauses de défaut croisé) ou si cela peut entraîner des mesures de saisie à l'encontre des actifs de l'État.

Les investisseurs intéressés par l'acquisition de titres de créance émis par l'État tiendront compte des sentences arbitrales existantes dans leur évaluation du risque interne et, sur la durée, l'État pourrait devoir payer une prime de risque importante pour défaut d'exécution des sentences arbitrales. D'une façon plus générale, le défaut d'exécution de sentences arbitrales est susceptible d'affecter de manière négative l'ensemble des investissements directs étrangers.

Dans certains cas, les sentences arbitrales peuvent être cédées ou négociées sur le marché secondaire. Les gouvernements et gestionnaires de dette devront suivre ces situations de près puisqu'elles seront vraisemblablement le signe d'une volonté renforcée des fonds spécialisés de faire valoir avec une vigueur accentuée (et obtenir) l'exécution de ces sentences arbitrales.

Les sentences arbitrales rendues dans le contexte de litiges relatifs à un investissement direct étranger devraient être distinguées des sentences arbitrales ou décisions de justice pouvant être rendues à l'encontre d'un État dans le contexte d'une situation de surendettement ou de restructuration de la dette. La première de ces situations survient en temps ordinaire alors que la seconde survient uniquement en période de difficultés exceptionnelles.

L'ampleur de l'incidence potentielle des passifs conditionnels

Du fait de leur nature, la matérialisation des passifs conditionnels est difficile à prévoir. En outre, une fois que les passifs conditionnels commencent à se concrétiser, ils ont tendance à s'accumuler rapidement, dans un effet boule de neige. Une défaillance conduit à une autre défaillance, qui en conduit à une autre, et ainsi de suite.

Le défi pour le gestionnaire de la dette consiste à concevoir un système de contrôle et d'analyse des passifs conditionnels et à décider de la façon dont seront pris en compte leurs incidences budgétaires éventuelles.

Les questions relatives à l'enregistrement, à la comptabilisation, au signalement et à la diffusion d'informations (*reporting*) ainsi qu'au contrôle des passifs conditionnels sont examinées plus en détail au chapitre intitulé « La comptabilisation, le *reporting* et la conservation de données de qualité afférentes à la dette ».

La gestion de la dette publique

Points clés

La responsabilité de la gestion du profil et du portefeuille de la dette publique est essentielle étant donné les graves conséquences macroéconomiques que des défauts de paiement peuvent avoir en matière de dette publique.



Une gestion de la dette publique efficace permettra de garantir la satisfaction des besoins de financement de l'État ainsi que celle de ses obligations de paiement et ce à moindre coût, à moyen et long terme et en maintenant le risque à un niveau prudent.



Une stratégie d'endettement cohérente, qui évalue les coûts et risques associés aux options de financement, sera primordiale pour la prise de décisions d'emprunt responsables et peut contribuer au développement d'un marché des capitaux national efficient.



Des données de qualité afférentes à la dette sont primordiales pour l'accomplissement des différentes fonctions relatives à la gestion de la dette, en particulier s'agissant des passifs conditionnels car ils peuvent entraîner des conséquences « inattendues ».



Les gestionnaires de dette ont accès à divers outils et ressources élaborés par le FMI et la Banque Mondiale dans le but d'aider les pays en développement à améliorer la gestion de leur dette.



14 Les fonctions, cadres et outils

L'importance de la gestion de la dette publique

La gestion de la dette publique correspond au processus de détermination et de mise en œuvre d'une stratégie relative à la gestion de la dette d'un État dans le but de lever les fonds nécessaires à moindre coût, sur le moyen et le long terme, en maintenant le risque à un niveau prudent, et d'atteindre tout autres objectifs pouvant être fixés en termes de gestion de la dette, à l'instar du développement et du maintien d'un marché de titres publics efficient.

L'étendue de la gestion de la dette publique devrait englober les principales obligations financières sur lesquelles l'administration publique exerce son contrôle.

Une mauvaise gestion de la dette peut souvent avoir des conséquences néfastes sur la viabilité financière d'un État, avec des répercussions sur sa notation de crédit et ses flux financiers.

Une mauvaise gestion de la dette peut souvent avoir des conséquences néfastes sur la viabilité financière d'un État, avec des répercussions sur sa notation de crédit et ses flux financiers.

Un élément prépondérant dans la gestion de la dette réside dans l'évaluation et le contrôle du coût du service de la dette et de l'accumulation des arriérés de paiement, qui réduisent souvent le volume des ressources disponibles pouvant être mobilisées à d'autres fins. Une diminution des ressources financières peut, par exemple, impacter la capacité du gouvernement à consacrer des fonds à des secteurs sociaux essentiels comme la santé et l'éducation. Une gestion saine de la dette publique peut contribuer à réduire les coûts du service de la dette de l'État en donnant confiance aux créanciers.

LA RÉDUCTION DES COÛTS D'EMPRUNT DE L'ÉTAT

Un élément prépondérant dans la gestion de la dette réside dans l'évaluation et le contrôle du coût du service de la dette et de l'accumulation des arriérés de paiement, qui réduisent souvent le volume des ressources disponibles pouvant être mobilisées à d'autres fins. Une diminution des ressources financières peut, par exemple, impacter la capacité du gouvernement à consacrer des fonds à des secteurs sociaux essentiels comme la santé et l'éducation. Une gestion saine de la dette publique peut contribuer à réduire les coûts du service de la dette de l'État en donnant confiance aux créanciers.

LA GESTION DES RISQUES INHÉRENTS AU PORTEFEUILLE DE LA DETTE

Le portefeuille de la dette publique est composé de structures financières complexes et risquées, générant des risques importants pour la balance des paiements d'un État et la stabilité financière du pays. Une gestion de la dette publique efficace vise à s'assurer que ces risques sont gérés et contrôlés avec soin, de sorte qu'ils n'exposent pas de manière significative le portefeuille à une hausse des coûts prévus et à des risques liés à la dette publique et à sa gestion.

Des exemples de risques encourus dans le cadre de la gestion de la dette sont présentés dans l'encadré ci-dessous.

Exemples de risques devant être gérés :

1. Le risque de marché : l'évolution défavorable des conditions du marché (telles que les taux d'intérêt, les taux de change d'une devise étrangère ou les prix des produits de base) peut entraîner une hausse des coûts du service de la dette ou la perte d'occasions de les réduire.
2. Le risque de refinancement : lors du refinancement d'une obligation existante ou arrivant à échéance, il y a un risque que l'accès au marché soit restreint ou uniquement accessible à des taux plus élevés.
3. Le risque de liquidité : il peut ne pas être possible de vendre une obligation à bref délai ou de façon rentable du point de vue financier.
4. Le risque de crédit : une contrepartie peut ne pas respecter le calendrier des paiements prévu ou ne pas s'acquitter de la totalité des sommes dues.
5. Le risque opérationnel : une mauvaise comptabilisation, des données non vérifiées ou d'autres erreurs pouvant survenir lors du transfert de données d'un système à un autre, peuvent conduire à un paiement inférieur ou supérieur au montant dû.

LA CONTRIBUTION À LA STABILITÉ MACROÉCONOMIQUE

Une gestion mauvaise et inadéquate de la dette publique contribue aux problèmes de la soutenabilité de la dette au sein de nombreux pays en développement et nourrit l'instabilité monétaire et économique. Elle aura également des répercussions sur l'efficacité des politiques macroéconomiques élaborées et sur d'autres aspects de la gestion des finances publiques. Dans la mesure du possible, la mise en œuvre quotidienne de politiques de gestion saines de la dette devrait renforcer les objectifs des politiques macroéconomiques et des réformes destinées à améliorer l'efficacité des marchés financiers nationaux. Une gestion de la dette prudente aide ainsi les pays à atteindre la stabilité macroéconomique, prérequis à une croissance et un développement durables.

LE DÉVELOPPEMENT ET LE MAINTIEN D'UN MARCHÉ EFFICIENT DES TITRES ÉMIS PAR L'ÉTAT

Dans la plupart des pays, les décisions des gestionnaires de la dette publique ont été d'importants catalyseurs pour le développement de la structure générale du marché national des valeurs mobilières. Ces décisions visent le choix des catégories d'instruments financiers à émettre, la stratégie d'émission la plus appropriée et la structure de commercialisation la plus apte à soutenir ces instruments financiers – tous ces éléments étant primordiaux pour le développement des marchés de capitaux nationaux.

Les décisions des gestionnaires de dette publique peuvent également avoir une incidence positive sur le secteur privé du pays. Il est bénéfique pour les institutions financières nationales d'avoir à leur disposition des instruments publics de la dette dans lesquels elles peuvent investir et pouvant servir de référence (*benchmarks*) pour la détermination des prix d'autres instruments, y compris de nature privée.

En outre, un marché financier national bien développé peut encourager le développement économique et permettre à l'économie d'être plus à même de résister aux chocs extérieurs, à l'instar des fuites de capitaux.

LA PROTECTION DE LA RÉPUTATION DE L'ÉTAT

La qualité des pratiques de gestion de la dette publique peut avoir des conséquences importantes sur la réputation d'un État. Elle influe sur l'opinion que le marché a de sa gestion et de ses compétences financières et, *in fine*, ses notations de crédit et ses risques de défaut. Il est essentiel que la dette publique soit gérée selon les normes éthiques et professionnelles les plus élevées.

Les fonctions liées à la gestion de la dette

De nombreuses fonctions sont attachées à la gestion de la dette. Elles visent à :

DÉFINIR LA POLITIQUE PUBLIQUE EN LA MATIÈRE

La gestion de la dette publique implique la définition des objectifs à atteindre en la matière et le développement de la stratégie de la dette correspondante. Les objectifs et la stratégie de la dette sont intégrés dans la stratégie macroéconomique

globale d'un pays (en fonction de la stratégie de développement économique du pays) et fourniront des éléments permettant de prendre les décisions relatives aux coûts et risques que l'État est prêt à supporter, à la structure de la maturité, à la composition de la monnaie, à la structure des taux d'intérêt, etc.

METTRE EN PLACE LE CADRE RÉGLEMENTAIRE ADÉQUAT

Cette fonction comporte la mise en place d'un cadre juridique et réglementaire soigneusement défini afin de faciliter la réalisation des objectifs de gestion de la dette. Cela devrait comprendre un cadre juridique complet composé d'un ensemble cohérent de dispositions figurant dans une loi relative à la gestion des finances publiques ou, à tout le moins, dans une loi consacrée à la dette publique ainsi que des dispositions législatives relatives à la responsabilité budgétaire. Ce cadre réglementaire peut aussi fixer les règles applicables aux entités publiques et organismes situés au niveau infranational afin de les guider dans leurs émissions de titres et autres formes d'emprunt.

En outre, un cadre institutionnel établissant les règles applicables à chacune des institutions concernées par les opérations de gestion de la dette publique devrait être fixé.

Enfin, un dernier point, mais non des moindres, la mise en place d'un cadre organisationnel disposant de manuels dédiés aux fonctions et aux procédures ainsi que d'une description des postes de travail pour l'ensemble des institutions et membres du personnel impliqués, est nécessaire.

ASSURER LA TRANSPARENCE ET RENDRE DES COMPTES » (ACCOUNTABILITY)

Un volet important de la gestion de la dette réside dans la communication au public des éléments significatifs des opérations de gestion de la dette, en particulier au regard du stock et de la composition des passifs au titre de la dette et des actifs financiers d'un pays et, s'ils existent, des passifs conditionnels.

Le pouvoir législatif et le public devraient aussi être informés, au moyen d'un rapport annuel, du cadre dans lequel la gestion de la dette s'opère ainsi que des résultats de la stratégie de gestion de la dette.

Le cadre institutionnel de la gestion de la dette

L'obligation de rendre des comptes et les responsabilités de chacune des parties impliquées dans les activités de gestion de la dette devraient être clairement structurées (comme illustré dans le schéma figurant ci-dessous). Les premiers mécanismes de gouvernance se trouvent habituellement au niveau du parlement/congrès/assemblée nationale et s'inscrivent dans l'architecture constitutionnelle du pays. Les pouvoirs nécessaires aux différentes fonctions de gestion de la dette sont ensuite donnés au ministère des finances/conseillers des ministres et/ou à la banque centrale.

La responsabilité opérationnelle des activités de gestion de la dette est en général partagée entre le *front office*, le *middle office*) et le *back office*, chacun d'entre eux ayant des fonctions et obligations distinctes de rendre des comptes ainsi que leurs propres lignes hiérarchiques de *reporting*. Dans certains pays africains, ces activités sont réunies au sein d'un bureau de gestion de la dette (BGD) unique, alors que dans d'autres pays ces activités sont réparties entre plusieurs départements au sein du ministère des finances et sont, pour certaines d'entre elles, confiées à la banque centrale.

Quelle que soit l'architecture institutionnelle en place, la clarté des rôles et responsabilités, la coordination des politiques, le partage de l'information, la transparence et l'obligation de rendre des comptes, sont des éléments essentiels pour une gestion efficace de la dette.

LE FRONT OFFICE

Le *front office* a pour mission de mobiliser les ressources à la fois auprès des sources nationales et des sources étrangères, à moindre coût et au moment où elles sont nécessaires. Le *front office* met généralement en œuvre le programme d'emprunt sur la base de la stratégie de gestion de la dette qui a été approuvée par le gouvernement, négocie avec les créanciers, échange avec les acteurs de marché, examine régulièrement les conditions du marché et, enfin, communique les informations aux donateurs/créanciers, institutions financières internationales, banques commerciales, etc.

LE SERVICE INTERMÉDIAIRE (*MIDDLE OFFICE*)

Le *middle office* est chargé de conseiller le gouvernement et de lui transmettre les analyses lui permettant de faire face à ses besoins de financement à moindre coût et en maintenant le risque à un niveau prudent. Le *middle office* contrôle les performances du *front office* en veillant à qu'elles soient conformes à la stratégie choisie et aux limites fixées en termes de coûts et de risques ; il se charge également de l'évaluation et de la coordination de tous les types de risques, à savoir les risques de marché, de refinancement, de liquidité, de crédit ainsi que les risques opérationnels et conditionnels.

Parmi les fonctions du *middle office* l'on trouve : la détermination des limites d'endettement du gouvernement conformes aux exigences des politiques budgétaire et monétaire, l'établissement de la stratégie de la dette, la fourniture de prévisions fiables au regard du service de la dette sur lesquelles se fondent les prévisions budgétaires, ainsi que la réalisation régulière d'analyses relatives à la soutenabilité de la dette. Le contrôle des passifs conditionnels peut également relever des attributions du *middle office*.

LE BACK OFFICE

Le *back office* est généralement chargé de l'enregistrement de la dette, du traitement des confirmations des opérations, des règlements et des paiements ainsi que de la tenue des registres de tous les contrats d'emprunts, décaissements, paiements, accords de restructuration de la dette, accords de réaffectation des prêts, garanties émises, règlements d'opérations, etc. Le *back office* est également chargé de préparer des projections relatives au service de la dette et aux décaissements utiles au processus d'élaboration du budget.

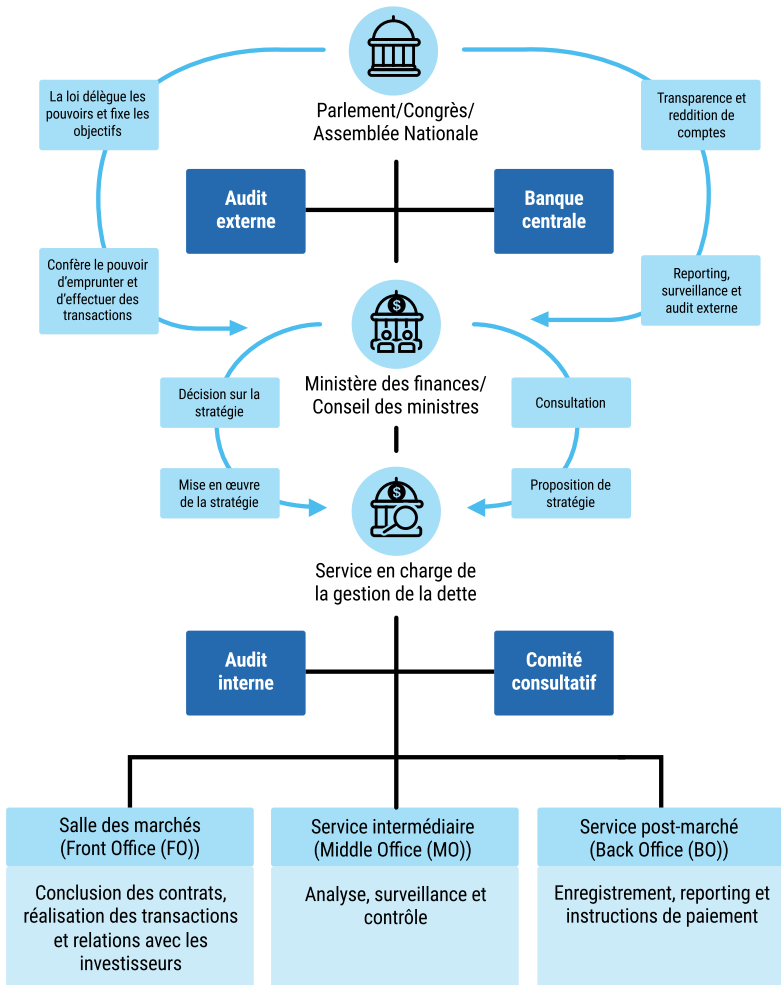


FIG.23. Cadre de la gouvernance de la gestion de la dette

Le contrôle de la dette publique

Les emprunts et la dette publics peuvent comporter des risques considérables s'ils ne sont pas gérés convenablement. Les institutions supérieures de contrôle (ISC) peuvent jouer un rôle important à cet égard en améliorant la gestion de la dette publique et en veillant à ce qu'elle n'atteigne pas des niveaux insoutenables.

Les audits financiers et de performance réguliers (rapport coûts-avantages) de la dette publique sont des éléments essentiels permettant de garantir que les gestionnaires de la dette publique rendent compte de leurs actions en la matière. Les contrôles de la performance de la dette publique peuvent contribuer à renforcer l'efficacité, l'efficience et l'économie de la gestion de la dette et permettent une plus grande transparence des risques et des avantages qui y sont associés.

Les rapports de contrôle des ISC devraient permettre d'influencer les décideurs politiques et, par conséquent, contribuer sensiblement à l'amélioration de la gestion de la dette publique. Par exemple, les ISC pourraient (1) améliorer la transparence de la dette publique et l'obligation de rendre compte (*accountability*) par l'examen des pratiques actuelles de *reporting* ; (2) renforcer les contrôles internes des programmes de dette publique afin de réduire les risques de fraude et de corruption ; et (3) moderniser le cadre juridique de la dette publique par l'examen des bonnes pratiques édictées dans le cadre des lignes directrices en matière de contrôle de la dette publique que l'on trouve dans les normes internationales des institutions de contrôle des finances publiques [connues sous l'acronyme anglais ISSAI]).

Les rapports de contrôle des ISC sont présentés annuellement au pouvoir législatif et relèvent dès lors du domaine public. Ils sont ainsi accessibles au public aux fins d'inspection.

Les ressources et outils pour une gestion efficace de la dette

Cette section présente une brève synthèse des ressources et outils actuellement à la disposition des représentants de gouvernement en charge de certaines des fonctions mentionnées précédemment, parmi lesquelles la comptabilisation et l'analyse des données de la dette et le renforcement de la gestion de la dette.

1. Les systèmes d'information de la gestion de la dette (comptabiliser et conserver les données de la dette) ;
2. Le cadre de soutenabilité de la dette pour les pays à faible revenu (PFR) (fonctions analytiques) ;
3. L'analyse de la soutenabilité de la dette pour les pays ayant accès aux marchés (fonctions analytiques) ;
4. L'outil de stratégie de gestion de la dette à moyen terme (SDMT) (fonctions analytiques) ;
5. Le cadre de la gestion actif-passif (GAP) par l'État (fonctions analytiques) ;
6. L'évaluation de la performance en matière de la gestion de la dette (EPGD) (renforcer la gestion de la dette).

LES SYSTÈMES D'INFORMATION AFFÉRENTS À LA GESTION DE LA DETTE

Le Système de comptabilisation et de gestion de la dette du Secrétariat du Commonwealth (*Commonwealth Secretariat Debt Recording and Management System* [CS-DRMS]) et le Système de gestion et d'analyse de la dette (SYGADE) de la CNUCED sont les deux principaux systèmes d'information en matière de gestion de la dette destinés à aider les pays dans le cadre de la comptabilisation et la gestion de leur dette, en leur offrant un référentiel complet pour les données relatives à la dette intérieure et extérieure, tant publique que privée, sur la base d'un instrument à la fois, ainsi que des outils d'analyse et de gestion des portefeuilles de prêts. Ces deux systèmes font régulièrement l'objet d'améliorations afin de tenir compte de l'évolution des instruments, des pratiques des créanciers, de normes de *reporting* en matière d'endettement et des technologies, dans le but de refléter les bonnes pratiques applicables à la gestion de la dette .

La version la plus récente du logiciel CS-DRMS est la version Meridian. Meridian est actuellement disponible à l'essai auprès de certains pays choisis et a été mis à la disposition de l'ensemble des clients en janvier 2019. À la différence de CS-DRMS, le logiciel est destiné à la conception de la stratégie de la dette et à d'autres fonctions du *middle office*

LE CADRE DE VIABILITÉ DE LA DETTE POUR LES PAYS À FAIBLE REVENU (CVD-PFR)

Le FMI et la Banque Mondiale ont élaboré un cadre pour guider les pays et les donateurs dans la mobilisation des financements nécessaires au développement des PFR tout en réduisant les risques, pour l'avenir, d'une accumulation excessive de dettes. Depuis sa création en 2005, le Cadre de viabilité de la dette (CVD) est devenu l'outil d'analyse de la soutenabilité de la dette le plus utilisé dans les PFR, bien que d'autres outils économétriques existent. Le DSF exige que des analyses de viabilité de la dette (AVD) soient régulièrement effectuées.

Une AVD se compose des éléments suivants : (a) une analyse des projections d'endettement d'un pays sur les dix années à venir et de sa vulnérabilité aux chocs économiques et politiques — qui est calculée sur la base des hypothèses de scénarios de référence et de tests de résilience et (b) une évaluation du risque de surendettement extérieur et global, réalisée sur la base de seuils indicatifs de soutenabilité de la dette et de scénarios de référence dépendant, respectivement, du cadre macroéconomique et d'autres informations spécifiques au pays.

Les évaluations sont réalisées au moyen de modèles standardisés et sont effectuées dans le cadre tant du financement du FMI que de la surveillance au titre de l'Article IV. Par ailleurs, les AVD sont utilisées pour décider de l'accès d'un pays au financement du FMI ainsi que pour fixer les limites d'endettement dans le cadre des programmes appuyés par le FMI, tandis que la Banque Mondiale les utilise pour déterminer la proportion de dons et de prêts dans l'assistance qu'elle accorde à chaque PFR et pour fixer les limites d'endettement non concessionnels.

L'ANALYSE DE VIABILITÉ DE LA DETTE POUR LES PAYS AYANT ACCÈS AUX MARCHÉS

Le FMI a également élaboré un outil distinct d'analyse de viabilité de la dette pour les pays ayant accès aux marchés (PAM), lesquels ont habituellement un accès significatif aux capitaux internationaux. Cet outil repose sur des études de probabilité portant sur la trajectoire de l'endettement et l'accès au financement à des conditions favorables.

L'OUTIL DE LA STRATÉGIE DE GESTION DE LA DETTE À MOYEN TERME

L'outil de la SDMT est un outil analytique sous forme de fichier-tableur mis au point pour assister les autorités des pays dans l'analyse et la recherche du bon compris entre les coûts et les risques qui sont inhérentes aux choix de financement d'un pays. Cet outil a pour but d'aider les pays à élaborer une SGD qui (a) intègre les liens essentiels avec la politique macroéconomique, (b) qui est conforme au maintien de la viabilité de la dette et (c) qui favorise le développement du marché national de la dette.

LE CADRE DE LA GESTION DE L'ACTIF ET DU PASSIF DE L'ÉTAT

La gestion actif-passif (GAP) mise en œuvre par un État lui permet de procéder à l'examen de l'ensemble des actifs et passifs accumulés dont il a le contrôle. Ce cadre utilise des tests de résilience budgétaire pour mesurer la capacité des finances publiques à résister aux chocs et peut révéler des points de vulnérabilité qui pourraient échapper aux analyses traditionnelles de gestion de la dette. Cela s'explique par le fait que le cadre de la GAP étend le champ de l'analyse financière au-delà des mesures traditionnelles de l'endettement pour englober tous les actifs (que ce soient les actifs financiers, les infrastructures ou les ressources naturelles) ainsi que des passifs rarement inclus dans l'endettement public (tels que les engagements au titre de la retraite des employés du secteur public). Bien que la qualité des données puisse soulever des difficultés, particulièrement lorsque l'on considère le secteur public élargi, une GAP peut se révéler utile même dans un environnement de données très restreint.

L'ÉVALUATION DE LA PERFORMANCE DE LA GESTION DE LA DETTE

La Banque Mondiale a, conjointement avec d'autres partenaires, élaboré un programme visant à aider les pays en développement à améliorer la gestion de leur dette. La pierre angulaire de ce programme est l'EPGD, une méthodologie destinée à évaluer la performance en matière de gestion de la dette publique à travers un ensemble exhaustif d'indicateurs de performance couvrant la totalité des fonctions de gestion de la dette publique. Cet ensemble d'indicateurs vise à refléter une norme internationalement reconnue dans le domaine de la gestion de la dette

et peut être appliqué dans tous les pays en développement. Néanmoins, le contexte du pays doit être pris en considération lors de l'évaluation de ses besoins et de sa capacité à gérer sa dette publique. Les besoins d'un pays sont façonnés par les contraintes des marchés de capitaux auxquelles il fait face, y compris le régime des taux de change, la qualité de ses politiques réglementaires et macroéconomiques, la capacité de ses institutions à élaborer et mettre en œuvre des réformes, sa notation par les agences de notation, etc. Le développement des compétences et l'assistance technique doivent en conséquence être soigneusement définis pour répondre aux objectifs politiques, en tenant compte des spécificités du pays.

15 La comptabilisation, le *reporting* et la conservation de données de qualité afférentes à la dette

Disposer de données afférentes à la dette précises, exactes et exhaustives constitue la pierre angulaire d'une gestion saine de la dette publique. Il est essentiel que les emprunteurs s'assurent que des registres complets de l'endettement public global (en incluant celui des entités hors budget et les passifs conditionnels) soient tenus de manière précise et mis à jour périodiquement et que les rapports et données relatifs à l'endettement public soient régulièrement rendus accessibles au public. Une comptabilisation saine et un *reporting* fiable de l'endettement renforcent la confiance et la crédibilité auprès des décideurs politiques, des institutions multilatérales, des investisseurs, des marchés financiers et du grand public. Les gouvernements qui échouent à contrôler leurs passifs financiers s'exposent à des coûts afférents au service de la dette inutilement lourds et ne seront probablement pas en mesure d'offrir à leur population les services tels qu'ils ont été programmés.

L'importance des données de la dette sera abordée dans ce chapitre dans le cadre de deux situations distinctes du point de vue de leur temporalité : lors de la gestion quotidienne des activités courantes et lors de circonstances exceptionnelles.

La comptabilisation et le *reporting* continu de la dette

Les bonnes pratiques en matière de gestion de la dette exigent une collecte et une gestion des données centralisées sur une base consolidée qui englobe le secteur public dans son intégralité. Y seront ainsi intégrés l'administration publique et l'ensemble des entités publiques (ce qui comprend les entreprises publiques, les banques publiques et autres composantes détenues par l'État). Merci de vous reporter au schéma ci-dessous :

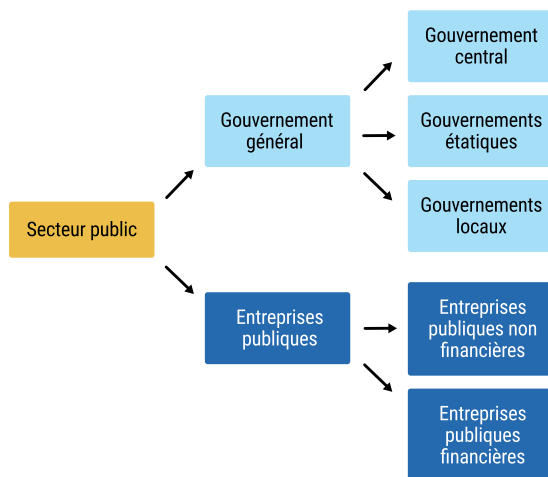


FIG.24. L'endettement du secteur public

Il devrait être tenu compte de tout nouvel endettement contracté ou de tout nouveau passif assumé ayant une incidence sur les finances publiques. L'ensemble des instances gouvernementales relevant du « bilan comptable » de l'État devrait procéder à des *reporting* de manière régulière et, en outre, à chaque fois qu'un nouvel endettement est contracté ou qu'un nouveau passif susceptible d'avoir une incidence sur les finances publiques est assumé.

Sont présentés ci-dessous des exemples de passifs habituels :

- L'ensemble des accords et prêts auprès du FMI et de toutes autres institutions multilatérales (le Groupe de la Banque Mondiale, la BAD, etc.) ;
- L'ensemble des dettes intérieures libellées en monnaie locale ;
- L'ensemble des dettes publiques libellées en devises étrangères ;
- L'ensemble des mécanismes et contrats de couverture de la dette souveraine (par exemple les swaps de taux d'intérêt et les swaps de devises ;
- L'ensemble des passifs conditionnels de l'État (par exemple, les garanties, les engagements d'indemnisations, les partenariats public-privé [PPP]) ;
- L'ensemble des dettes et passifs conditionnels au niveau infranational ;
- L'ensemble des dettes et passifs conditionnels des entreprises publiques, fonds de sécurité sociale et banques publiques ;
- La dette et les passifs conditionnels de la Banque Centrale.

Tenir les registres à jour – aspects pratiques

L'expérience a montré que de nombreux États ne disposaient pas de registres précis, exacts et à jour de leurs dettes et passifs consolidés. Les aspects pratiques de la comptabilisation et de la conservation de registres à jour posent encore de grandes difficultés d'un point de vue opérationnel aux autorités de nombreux pays à raison du partage des responsabilités sur le plan de la gestion de la dette entre plusieurs entités et organismes publics, du manque de soutien et d'appropriation des questions de la gestion de la dette au plus haut niveau et de la rotation importante des effectifs au sein des services en charge de la gestion de la dette. Dans plusieurs pays africains, les données relatives à la dette souffrent de lacunes importantes, en particulier en ce qui concerne les garanties consenties par l'État ou les créances détenues par des entités du secteur public ne faisant pas partie des administrations publiques. Cette situation peut conduire à une grave sous-estimation des passifs du secteur public, tout en nuisant à la qualité de l'AVD.

Les pays qui entament le processus de développement des compétences en matière de gestion de la dette publique doivent donner la priorité à l'élaboration de systèmes de comptabilisation de la dette et de *reporting* fiables. Les systèmes d'information afférents à la gestion de la dette devraient prévoir la mise en place et la tenue de registres régulièrement mis à jour de l'ensemble des détenteurs de la

dette existante et des passifs conditionnels des institutions et organismes énumérés ci-dessus. Les informations devraient être transmises sous forme matérielle ainsi que sous forme électronique.

Les informations transmises ne devraient pas uniquement viser la documentation originale établissant le passif mais également les avenants, adjonctions, demandes de renonciation et consentements y afférents, extensions, reconductions, notifications et toutes les autres communications importantes à l'attention ou provenant d'un ou plusieurs créanciers sous-jacents. Dans le cadre des émissions obligataires, seront inclus parmi les informations transmises les échanges avec les agents de cotation/bourses des valeurs et les systèmes de compensation internationaux. En outre, des procédures saines de restauration des données devraient être mises en place afin d'atténuer le risque de perturbation grave des activités de gestion de la dette en cas de vol, incendie, catastrophes naturelles, troubles sociaux ou actes de terrorisme.

Dans la mesure où l'émission de la dette publique repose de plus en plus fréquemment sur des systèmes électroniques d'inscription en compte efficaces et sûrs, des procédures complètes de restauration (y compris des systèmes de sauvegarde et des contrôles) sont essentielles pour garantir la continuité des activités de gestion de la dette, préserver l'intégrité des registres de propriété et donner pleinement confiance aux détenteurs de la dette au regard de la sécurité de leurs investissements.

Tandis que des systèmes d'information de la gestion de la dette robustes sont essentiels à la gestion de la dette et à l'analyse des risques, leur mise en place pose fréquemment des difficultés majeures aux gestionnaires de dette en termes de dépenses et de gestion du temps. En outre, les coûts et la complexité du système devraient être adaptés aux besoins du pays. Il existe d'autres défis d'infrastructures qui ont une incidence sur l'adoption par les gestionnaires de dette publique des meilleures pratiques en la matière.

Les exigences en matière de *reporting* continu

Chaque État est soumis à des obligations de *reporting* à l'égard de trois parties prenantes distinctes, à savoir :

1. Le pouvoir législatif : habituellement, chaque État dispose dans son corpus législatif et/ou réglementaire de normes lui imposant un *reporting* régulier concernant ses passifs consolidés auprès de son parlement/congrès/assemblée nationale et d'autres représentants élus. Dans certains cas, ces obligations sont expressément prévues dans les lois relatives à la gestion de la dette publique ;
2. Les institutions multilatérales : le FMI entreprend régulièrement des missions dans les pays, en général une fois par an, afin d'examiner et d'évaluer les politiques économiques et financières des États et les tendances dominantes (mission de consultation au titre de l'Article IV), en consultation avec les ministres, les responsables des banques centrales et d'autres parties prenantes. Dans le cadre de ces consultations, les États ont le devoir de communiquer au FMI l'ensemble de leurs passifs actuels et conditionnels, ainsi que leurs plans de financement futurs. À l'issue de ce processus, les services du FMI établiront un rapport exhaustif, dont le contenu sera discuté avec l'État concerné, et présenté au conseil d'administration du FMI avant sa publication ;
3. Les investisseurs internationaux : la communication régulière d'informations aux investisseurs fait généralement partie des dispositions prévues dans les contrats de financements internationaux. Cette obligation s'impose également dès lors qu'il y a une cotation en bourse, les émetteurs étant tenus de présenter des rapports périodiques et de signaler tout fait exceptionnel concernant tout événement significatif pertinent. Même si cette communication ne relève pas d'une obligation contractuelle et/ou d'une exigence des autorités boursières, l'on considère qu'il est de « bonne pratique » de tenir les investisseurs informés.

La comptabilisation et le *reporting* de la dette en cas de circonstances exceptionnelles

En période de difficultés (par exemple au cours de négociations sur l'allègement de la dette), les créanciers exigeront habituellement un *reporting* plus soutenu et plus détaillé et peuvent exercer à cet effet des pressions considérables sur le ministère des finances. Un examen exhaustif de l'endettement exige la collecte de données (si elles ne sont pas d'ores et déjà disponibles) et une analyse mise à jour sur la base de nouvelles contraintes de temps ou d'un contexte politiquement plus sensible. À cet égard, il est important de bien tenir compte des questions qui sont étroitement liées les unes des autres, en conservant à l'esprit les discussions me-

nées avec les créanciers en vue de la résolution de la crise. Le processus peut s'avérer être de longue haleine, minutieux, laborieux et susceptible de se prolonger dans le temps. Des intérêts nationaux clairs doivent être défendus ce qui peut conduire à soigneusement soupeser les enjeux liés à des questions importantes, telles que celles relatives à la politique budgétaire, l'indépendance économique, les relations étrangères ou bien encore la sécurité nationale.

Ce travail devrait être mené par une équipe de représentants politiques interministérielle de haut niveau, œuvrant en collaboration avec une équipe réduite de conseillers extérieurs (juridiques, financiers et en communication). Pour de plus amples détails, voir le chapitre consacré au choix des conseillers (chapitre 17) ainsi que le paragraphe pertinent au sein du chapitre dédié à la gestion des situations de surendettement (chapitre 19).

Remarque particulière sur le contrôle des passifs conditionnels

Le contrôle continu des passifs conditionnels repose sur trois éléments, à savoir :

La comptabilisation interne : tous les passifs conditionnels doivent être comptabilisés et contrôlés en interne par les gestionnaires de la dette publique ;

Le reporting externe : il est également nécessaire de rendre compte et de comptabiliser officiellement les passifs conditionnels, conformément à la réglementation applicable et aux normes comptables ou de *reporting* appropriées ;

La gestion et le contrôle : par leur nature même, les passifs conditionnels sont incertains. La probabilité que l'un ou l'autre d'entre eux évolue en un passif réel est variable. Les gestionnaires de la dette publiques devront les surveiller de manière constante et en se fondant sur différents scénarios de référence et des scénarios de chocs. Les normes applicables aux contrôles des passifs conditionnels continuent d'évoluer (il s'agit de situations imprévues complexes). Il n'existe pas de solution unique susceptible de couvrir tous les scénarios pour tous les pays. Pour autant, le contrôle des passifs conditionnels est encouragé pour accroître la transparence.

S'ils ne sont pas contrôlés et gérés de façon convenable, les passifs conditionnels peuvent, en période exceptionnelle, avoir d'importantes répercussions défavorables sur la soutenabilité de la dette d'un État.

LES PASSIFS CONDITIONNELS DANS LE CONTEXTE DU CADRE DE VIABILITÉ DE LA DETTE

Le FMI a élaboré des lignes directrices pour les PFR énoncées dans le Cadre de viabilité de la dette (CVD), ce qui peut donner une idée de l'ampleur de l'incidence potentielle de ces passifs conditionnels. Conformément aux lignes directrices de décembre 2017, les hypothèses de « chocs par défaut » étaient les suivantes :

1. Pour les dettes des entreprises publiques, le choc par défaut est fixé à 2 % du PIB ;
2. Pour les PPP, le choc par défaut est estimé à 35 % du stock de capital des PPP du pays ;
3. Sur les marchés financiers, le choc par défaut est fixé à 5 % du PIB.

Les hypothèses mentionnées ci-dessus sont uniquement des lignes directrices. D'une manière générale, il est attendu des gestionnaires de dette qu'ils les affinent en fonction de la situation spécifique du pays. En se fondant sur l'expérience des États-Unis et de l'Europe lors de la crise financière mondiale pendant laquelle les passifs conditionnels de nature systémique ont représenté une proportion significative du PIB, un gestionnaire de dette prudent peut souhaiter effectuer des tests de résilience extrêmes afin d'appréhender toutes les ramifications potentielles d'une crise de nature systémique au sein de son pays.

De meilleurs systèmes de comptabilisation et de gestion de la dette permettront d'améliorer le contrôle, l'identification et la couverture des risques sous-jacents et de réduire la matérialisation des passifs (et des passifs conditionnels en particulier). Pour de plus amples développements, voir le chapitre intitulé « Les passifs conditionnels ».

16 La stratégie de gestion de la dette

La SGD d'un État est un plan à moyen terme destiné à éclairer la prise de décisions en matière d'emprunt, en prenant en compte les préférences en termes de coûts et de risques ainsi que les contraintes financières et de la balance des paiements du pays.

La SGD fournit un cadre à l'intérieur duquel l'État peut faire des choix éclairés quant à la meilleure façon de répondre aux besoins de financement. Dans les limites posées par ce cadre, une fois que l'État a approuvé une SGD, le gestionnaire de la dette publique dispose du pouvoir d'adopter une approche disciplinée afin d'atteindre et de mettre en œuvre les objectifs de gestion de la dette.

Il est essentiel que la SGD s'inscrive dans le cadre global de la politique macroéconomique à moyen terme. Une SGD efficace sera le fruit d'une étroite collaboration entre les services en charge de la gestion de la dette et les autorités concernées en charge des politiques budgétaires et monétaires (à savoir, respectivement, le ministère des finances et la banque centrale).

Traditionnellement, les objectifs principaux d'une SGD visent à :

- Faciliter la mobilisation des fonds nécessaires auprès de différentes sources appropriées afin de répondre aux besoins de financement de l'État ;

- Réduire le coût global du financement en maintenant le risque à un niveau acceptable ;
- Gérer le profil de la dette souveraine grâce à une gestion proactive du passif ;
- S'assurer qu'il soit satisfait aux obligations de paiement.

Le processus d'élaboration de la stratégie de la dette

Une SGD officielle, après avoir été adoptée par les parties prenantes clés au sein de l'État, peut aider à mobiliser une large base de soutien en faveur d'une gestion financière responsable. Afin de garantir la transparence et la reddition des comptes (*accountability*), les caractéristiques importantes de la SGD devraient être transmises aux acteurs principaux (y compris aux législateurs, aux investisseurs locaux et internationaux, aux agences de notation et au grand public). Il est de bonne pratique pour un État de revoir et d'actualiser sa stratégie de gestion de la dette sur une base annuelle (ou selon toute autre fréquence) et plus fréquemment si la situation macroéconomique ou les conditions de marché changent de manière significative.

L'un des éléments clés nécessaire au développement d'une saine stratégie de la dette réside dans la collecte de données précises et exactes sur le montant total de l'endettement existant (y compris les dettes et passifs conditionnels des entreprises publiques) et sur les conditions de cet endettement (par exemple, la devise, la maturité, le taux d'intérêt et le type d'instrument, le droit applicable et la destination des fonds).

Afin de mettre en œuvre la SGD, un plan d'emprunt annuel devrait être élaboré par le gestionnaire de la dette publique. Le plan d'emprunt annuel devrait prendre en considération la volatilité sous-jacente des flux de trésorerie de l'État et également traduire les exigences d'emprunt identifiées lors de l'établissement du budget de l'exercice financier.

Ainsi que cela a d'ores et déjà été exposé, l'outil de la SDMT élaboré par la Banque Mondiale et le FMI offre aux pays une approche complète et structurée de l'élaboration de la stratégie de la dette. Les principales étapes à suivre sont les suivantes :

1. Identifier les objectifs et le périmètre de la gestion de la dette publique : les objectifs pertinents en matière de gestion de la dette sont souvent conçus dans le but de garantir, au moment opportun et à moindre coût, la satisfaction des besoins de financement de l'État ainsi que celle de ses obligations de paiement tout en maintenant le risque à un niveau prudent. Un objectif secondaire peut viser à soutenir le développement du marché national de la dette ;
2. Identifier la SGD en place et analyser le coût et les risques du stock de la dette existant ;
3. Identifier et analyser les sources de financement potentielles, y compris les caractéristiques des coûts et risques y afférents, les conditions de marché en vigueur et l'exposition existante à une source de financement en particulier ;
4. Préparer une AVD traduisant les hypothèses macroéconomiques de référence du gouvernement et les différentes options de financement. Cette phase exigera une interaction étroite avec les autorités en charge des politiques budgétaires et monétaires concernées ;
5. Identifier les solutions de financement privilégiées et échanger avec les autorités en charge des politiques budgétaires et monétaires afin d'obtenir un consensus. Sur la base des retours et commentaires reçus, il se peut que le gestionnaire de la dette doive présenter une proposition de stratégie alternative en vue de son approbation.

La stratégie de la dette et le développement des marchés nationaux de la dette

Les pays émetteurs africains se sont financés dans des monnaies étrangères à raison de la profondeur limitée des marchés financiers nationaux. Ils ont dès lors été contraints de se financer dans des monnaies étrangères sans augmentation correspondante des flux d'entrée en devises étrangères.

Il s'agit là d'un sujet de préoccupation dans la mesure où un niveau élevé d'exposition de la dette aux monnaies étrangères accroît la vulnérabilité d'un État aux risques de refinancement et de change.

Le renforcement des marchés nationaux de la dette peut aider à atténuer ces risques et fournir une source stable de financement à long terme. Les marchés nationaux ont également un rôle important à jouer dans la mobilisation des capitaux privés pour financer les développements intérieurs. Dans le même temps, les mar-

chés nationaux des obligations souveraines élaborent des outils de gestion des risques macroéconomiques et budgétaires et fournissent des prix de référence aux entreprises locales.

Bien que plusieurs pays africains aient réalisé des progrès dans l'émission de titres de créance libellés en monnaie locale et dans le développement des marchés financiers locaux, il reste encore beaucoup à faire dans ce domaine à travers tout le continent africain. La SGD peut aider à identifier les enjeux institutionnels majeurs du développement des marchés locaux de la dette et contribuer à y répondre.

Les coûts et risques des sources potentielles de financement

Lors de l'élaboration de la stratégie de la dette, le gestionnaire de la dette publique dispose de toute une gamme de solutions de financement possibles à examiner, pouvant comprendre les solutions suivantes¹ :

1. **Les prêts concessionnels** – Les instruments de dette concessionnels octroyés par les prêteurs multilatéraux et bilatéraux se caractérisent souvent par des maturités longues, de longs différés d'amortissement (délais de grâce) et des taux d'intérêt inférieurs au marché. À raison de ces caractéristiques, les prêts concessionnels sont habituellement la source la plus avantageuse de financement de la dette concernant les dépenses de développement. Toutefois, il existe des contraintes potentielles qui doivent être considérées par le gestionnaire de la dette dès lors que ces créanciers posent fréquemment des conditions spécifiques qui doivent être satisfaites avant que les décaissements ne puissent avoir lieu. Les créanciers multilatéraux peuvent, soit limiter l'utilisation des fonds à des usages précis, soit fixer d'autres conditions de nature politique. S'agissant des prêts bilatéraux, ces conditions peuvent inclure l'obligation qui vient s'imposer aux bénéficiaires d'utiliser ou de se procurer des biens et services exportés par le pays créancier ;

2. **L'emprunt libellé en monnaie locale** – Un nombre croissant de pays a émis des dettes libellées en monnaie locale, ce qui n'augmente pas le stock de la dette du pays en monnaie étrangère. La nature de la base d'investisseurs nationaux du pays déterminera la capacité du marché national à absorber le montant et la gamme souhaités d'instrument de la dette. À ce jour, pour la plupart des pays africains, la majorité de ces dettes a été souscrite par des investisseurs internationaux puisque les marchés financiers nationaux ne sont pas suffisamment développés. Il en résulte que la stabilité de ces flux de capitaux est soumise à l'humeur variable du marché, particulièrement lors des situations de risque de dépréciation de la monnaie. En outre, les maturités des instruments de la dette libellés en monnaie locale sont souvent plus courtes que celles disponibles pour les instruments libellés en monnaie étrangère. Les taux d'intérêt des instruments libellés en monnaie locale tendent à être plus élevés. La maturité plus courte de ces financements et la volatilité de la base des investisseurs internationaux accroissent les risques de refinancement pour l'État concerné. En outre, il existe un risque que des emprunts souverains excessifs auprès des banques et institutions financières locales conduisent à refuser des prêts aux autres sociétés et entrepreneurs locaux, qui sont pourtant nécessaires pour stimuler la croissance économique ;
3. **La dette internationale** (à l'instar des emprunts obligataires et des prêts syndiqués) – Les marchés internationaux de la dette offrent une autre forme de financement non concessionnel. Par comparaison avec le financement concessionnel, l'utilisation des profits n'y est pas étroitement contrôlée. Bien que les marchés internationaux de la dette offrent les sources de financement les plus profondes et les plus liquides, l'accumulation d'un volume important d'endettement non concessionnel libellé en monnaie étrangère peut entraîner de graves risques de change et de refinancement pour le pays débiteur. Les pays émetteurs devraient avoir conscience du fait que les émissions obligataires de taille plus réduite ont pour effet de diminuer la liquidité du marché secondaire et offrent généralement des conditions financières moins avantageuses. Des structures d'émissions obligataires innovantes ont été élaborées récemment en Afrique intégrant, soit des garanties partielles octroyées par des institutions multilatérales (telles que la Banque Mondiale et la BAD), soit des assurances consenties sous l'égide de l'Agence africaine d'assurances commerciales, soit les deux. Ces innovations ont permis à certains pays africains de se tourner vers les marchés de capitaux internationaux à des conditions plus avantageuses ;

4. **Les alternatives de financement structuré** – Certains pays débiteurs n’ont pas accès aux marchés internationaux de la dette. Ceci peut être dû à toutes sortes de raisons. Dans ce cas, le gestionnaire de la dette publique peut envisager des instruments structurés de nature plus complexe. Ces instruments peuvent comprendre des structures de financement indexées sur le pétrole ou sur d’autres produits de base, des conventions de pension livrée relatives à l’or ou à d’autres actifs disponibles, des obligations adossées à des actifs et des titres de type LPN (*Loan Participation Notes*). Bien que ces outils de financement puissent être disponibles pour répondre à des problèmes de liquidité à court terme, ils sont traditionnellement complexes, onéreux et non transparents. Ils peuvent parfois susciter des préoccupations politiques de la part du FMI, de la Banque Mondiale et d’autres partenaires multilatéraux, par exemple à la suite d’inquiétudes nées de la transparence et de la viabilité de la dette ou de la conformité à l’engagement pris par la Banque Mondiale de ne pas constituer de sûretés (*negative pledge*). En outre, si jamais une restructuration de ces dispositifs devait être nécessaire, il pourrait s’avérer compliqué et coûteux de les dénouer.

Le rôle des conseillers

Points clés

Les conseillers professionnels indépendants, intervenant dans les domaines financier, juridique et de la communication, jouent un rôle essentiel pour aider le pays à atteindre ses objectifs.



Il devrait être fait appel aux conseillers dès que cela est possible et ils devraient être tenus informés.



Les conseillers peuvent apporter leur assistance en périodes normales, mais également lors de situations de crise. Leur solide expérience acquise lors de situations similaires peut être extrêmement utile aux pays confrontés à des difficultés.



Il est important que le pays développe ses propres compétences, sur la base de l'expertise et du savoir-faire de son équipe de conseillers et des bonnes pratiques internationales.



17 Qui peut m'aider et pourquoi ai-je besoin d'eux ?

Les conseillers professionnels indépendants

Les pays ont accès à une myriade de programmes d'assistance technique proposés par des institutions multilatérales, que ce soit pendant les bonnes périodes ou les périodes plus difficiles. Ces programmes sont toutefois principalement destinés à aider au développement des compétences des fonctionnaires et ne devraient pas, en conséquence, être considérés comme se substituant aux conseillers professionnels indépendants, intervenant pour des missions de conseil dans les domaines financier, juridique et de la communication.

Les conseillers financiers

Les conseillers financiers internationaux sont des professionnels possédant une solide expertise au regard des questions macroéconomiques et financières auxquelles les États sont confrontés. Ils ont acquis une grande expérience en travaillant pour plusieurs pays dans différentes régions du monde et peuvent s'appuyer tant sur les leçons apprises que sur les meilleures pratiques au niveau mondial.

Il existe plusieurs entreprises indépendantes spécialisées dans la fourniture de conseils aux États en matière macroéconomique et financière. Certaines sont réputées pour leur expertise à l'échelle régionale, tandis que d'autres ont une pratique plus globale et peuvent, le cas échéant, collaborer avec des experts locaux qualifiés ne se trouvant pas dans une situation de conflit d'intérêts et ayant une connaissance approfondie du marché et de l'environnement politique et économique locaux. Les conseillers financiers peuvent remplir des fonctions variées afin d'assister les fonctionnaires du ministère des finances, les bureaux de gestion de la dette (BGD) et les banquiers des banques centrales.

Le schéma n° 19 synthétise les principales fonctions des conseillers financiers :



CONSEILLERS FINANCIERS : POURQUOI AI-JE BESOIN D'EUX ?



Viabilité

Afin d'assister l'État à l'établissement du cadre macro-financier du pays à moyen terme (4 ans) pour garantir la viabilité.



Stratégie de financement

Afin d'assister l'État à l'établissement et la gestion d'une stratégie de financement optimale dans le but d'atténuer les « risques ».



Accès au marché

Afin d'assister l'État à évaluer l'accès au marché (sources de financement, profil optimal de maturité et conditions financières optimales, objectifs en termes de courbe de rendement, etc.).



Gestion des passifs

Afin d'assister l'État à mettre en œuvre des stratégies de gestion des passifs appropriées afin de mieux gérer les risques.



Notation de crédit optimale

Afin d'assister l'État à obtenir et conserver les meilleures notations de crédit du pays.



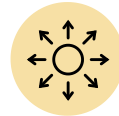
Communication

Afin d'assister l'État dans le cadre de sa communication de la stratégie et de la vision du pays auprès de ses corps/autorités au niveau national, des institutions financières internationales et de la communauté des investisseurs.



Coordination

Afin d'assister l'État dans le cadre de la coordination avec les institutions multilatérales en vue de la mise en place de services de gestion de la dette appropriés et de la détermination de leurs fonctions.



Renforcement des compétences

Afin d'assister l'État à transférer l'expertise macro-financière et de gestion de la dette aux gestionnaires de dette en temps normal, en période de crise et en situation d'après-crise.

FIG.25. Fonctions des conseillers financiers

Les conseils juridiques

Les conseillers juridiques sont des cabinets d'avocats internationaux réputés (ou des consultants juridiques expérimentés), spécialisés dans la fourniture de conseils de grande qualité aux États souverains ; ils interviennent dans un large spectre de domaines juridiques et stratégiques, y compris et sans s'y limiter, le financement de la dette, le cadre réglementaire applicable, les risques juridiques, la gestion des passifs et le contentieux. Il existe plusieurs cabinets d'avocats internationaux réputés pour leur expertise en matière de conseil aux États souverains. Si besoin, ces cabinets peuvent travailler en partenariat avec des cabinets d'avocats correspondants, compétents au niveau local.

Les conseillers financiers et conseillers juridiques dans les cas de restructuration de la dette

Les conseillers financiers et conseillers juridiques qui sont désignés font partie intégrante de l'équipe gouvernementale en charge de conduire les négociations au nom de l'État avec les institutions multilatérales (y compris avec le FMI), les institutions bilatérales et les créanciers privés. Il est important de souligner que les conseillers juridiques et conseillers financiers travaillent exclusivement dans l'intérêt à long terme de leur client (le pays concerné).

Les conseillers juridiques et conseillers financiers feront souvent office d'interlocuteurs privilégiés entre les équipes gouvernementales et les services du FMI concernés, en particulier lorsque le pays bénéficie d'une assistance dans le cadre d'un programme appuyé par le FMI. En fonction de l'ampleur du travail à effectuer, par exemple :

1. Les conseillers financiers peuvent prêter assistance à l'État pour entamer le dialogue avec le FMI sur les hypothèses sous tendant l'analyse de viabilité de la dette (AVD), laquelle détermine le montant de l'allègement de la dette nécessaire pour ramener l'endettement à des niveaux soutenables avec un haut degré de probabilité ;
2. Les conseillers juridiques apporteront leur assistance à l'analyse des risques juridiques, à l'élaboration et à l'évolution de la stratégie juridique ;
3. Les conseillers financiers et conseils juridiques travailleront de concert sur la stratégie coordonnée à adopter pour entamer le dialogue avec les créanciers.

Le schéma ci-dessous (n°20) illustre le rôle conjoint joué par les conseillers financiers et les conseillers juridiques dans les situations de restructuration de la dette :

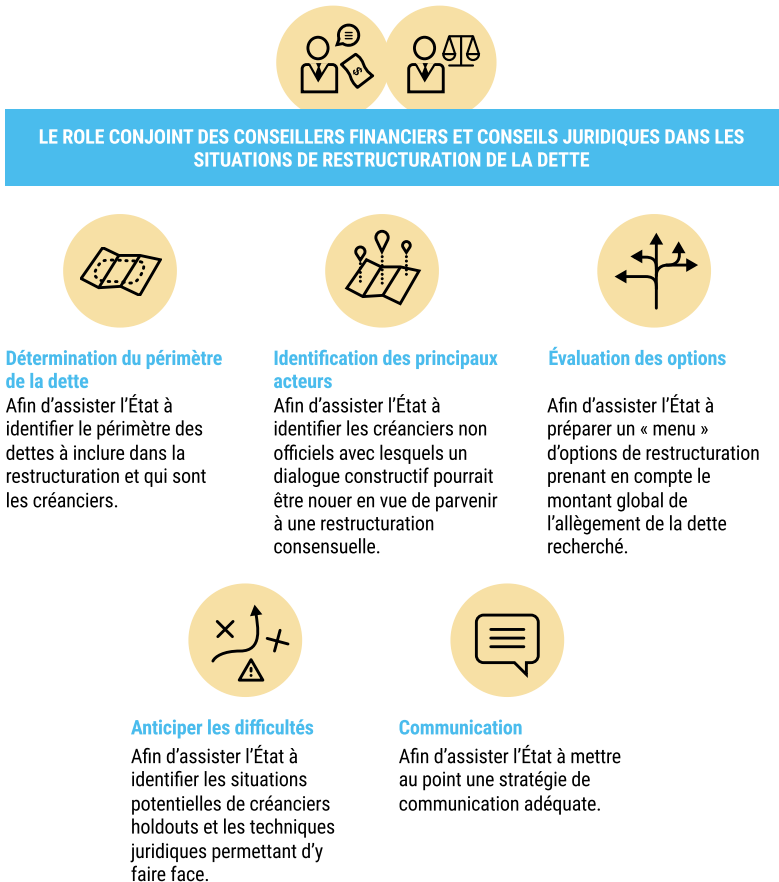


FIG.26. Le rôle conjoint des conseillers financiers et conseillers juridiques dans les situations de restructuration de la dette

Les conseillers en communication

Outre les conseillers financiers et conseillers juridiques, les États peuvent envisager de faire appel à des conseillers spécialisés dans les médias et la communication. Ces derniers travailleront avec l'État, en collaboration avec les conseillers fi-

nanciers et conseillers juridiques, en vue d'assurer une communication saine, efficace, transparente et crédible sur la stratégie macroéconomique et financière du pays, les plans de développement, les financements nécessaires ou l'allègement de la dette dans le cadre de sa stratégie de restructuration. Les conseillers en communication apporteront leur assistance en vue de s'adresser de la meilleure façon possible aux :

1. Représentants du gouvernement au niveau national (les autres ministères, le parlement/congrès/assemblée nationale, et les autres acteurs du gouvernement, etc.) ;
2. Acteurs nationaux (investisseurs nationaux, agences non gouvernementales et, de façon plus importante encore, la population, etc.) ;
3. Investisseurs internationaux et à la communauté financière (les partenaires de développement et donateurs, les investisseurs étrangers actuels et potentiels, les analystes de crédit, etc.).

Comment les choisir ? Les bonnes pratiques en matière de marchés publics pour le choix des conseillers

Les règles en matière de marchés publics ont pour but de garantir que le processus de sélection est concurrentiel, équitable et transparent et qu'il conduit au choix de conseillers expérimentés et jouissant d'une excellente réputation.

Toute procédure de marché public devrait comporter cinq étapes, comme indiqué dans le schéma suivant :



FIG.27. Procédure de marché public

À la suite de la période d'appel d'offres, toutes les offres doivent être examinées en prenant en considération l'expertise et l'expérience des conseillers ayant candidaté, acquises lors de missions de conseil précédentes et analogues, la méthodologie que les conseillers se proposent de mettre en œuvre pour fournir les services attendus ainsi que le coût de leurs services ; tous ces éléments devront être correctement soupesés afin de déterminer le meilleur conseiller possible pour le gouvernement.

Au-delà des compétences des conseillers et du coût de leurs services, lors de l'examen des offres, l'examineur doit également tenir compte des conflits d'intérêts. Le conflit d'intérêts étant largement défini, il survient lorsque les intérêts propres du conseiller s'opposent aux intérêts de l'État ayant lancé l'appel d'offres.

Un conflit d'intérêts devrait être examiné attentivement et des paramètres devraient être fixés par l'État afin de déterminer quels sont les conflits acceptables et auxquels il peut être renoncé et à quelles conditions, et quels sont les conflits auxquels il ne peut en aucun cas être renoncé.

En outre, bien qu'il existe nombre d'institutions – petites et grandes– et d'individus offrant des services de conseils financiers et juridiques, seule une poignée de cabinets sont spécialisés dans la fourniture aux États de conseils financiers et juri-

diques indépendants. Aussi, dans ce contexte, la meilleure voie à suivre est souvent de rechercher et d'obtenir l'avis d'un conseiller neutre et indépendant (par exemple auprès de certaines institutions multilatérales) avant de procéder au recrutement. Ainsi, par exemple, la Facilité Africaine de Soutien Juridique (ALSJ) se consacre au processus de marchés publics, à l'engagement et au financement relatifs à l'assistance technique et juridique aux États africains. Les États africains peuvent toujours s'adresser à l'ALSJ afin d'obtenir son assistance pour choisir et financer leurs conseillers juridiques et leurs conseillers financiers.

Le surendettement

Points clés

Il est nécessaire que les États souverains agissent rapidement et qu'ils répondent à tout risque de surendettement dès que celui-ci apparaît.



Il existe de nombreux indicateurs signalant qu'un État souverain pourrait bientôt être en situation de détresse financière. Ces indicateurs n'ont certes qu'une valeur informative, mais ils ne devraient pas pour autant être sous-estimés ou négligés.



Une fois que la situation de crise a été reconnue par les autorités d'un pays, il est nécessaire de l'évaluer et de la résoudre de manière méthodique et selon un calendrier opportun.



Au nombre des mesures essentielles devant être envisagées figurent : (1) l'implication rapide des conseillers ; (2) l'initiation de démarches auprès du FMI et la réalisation d'une analyse de viabilité de la dette avec l'assistance d'un conseiller financier ; (3) la définition du volume et du périmètre de la dette ; (4) l'élaboration d'une stratégie de résolution adaptée à la nature de la crise (liquidité par rapport à solvabilité) ; et (5) la mise en œuvre d'une stratégie complète de communication afin d'obtenir le soutien nécessaire des différentes parties.



À chaque catégorie de créanciers, sa stratégie, celle-ci étant fonction de leurs cadres et politiques de prêts respectifs.



Le risque de mauvaises surprises plane au-dessus de ces exercices et la plus grande attention devrait être prêtée aux implications de nature systémique et aux risques de contentieux.



18 La nécessité d'une intervention temporellement opportune

Le moment précis auquel un pays débiteur doit commencer à prendre des mesures urgentes pour palier une menace grandissante de surendettement ne sera pas le même d'une situation à une autre. Bien que des premiers indicateurs d'alerte peuvent laisser entrevoir l'imminence de l'apparition de difficultés, il est probable que, à un certain moment, de graves perturbations dans la stratégie de la gestion de la dette de l'État surviennent et rendent impératif de faire face à la menace et de commencer à prendre des décisions stratégiques.

La surveillance des indicateurs et la reconnaissance au moment opportun de l'accroissement des difficultés financières est d'importance critique car, bien souvent, les conséquences d'une crise prenant de l'ampleur peuvent être atténuées grâce à l'adoption de mesures décisives à un stade précoce. À l'inverse, il a été démontré à maintes reprises que l'incapacité de prendre conscience de la nécessité d'adopter des mesures urgentes aggravait les effets d'une crise de la dette et en augmentait le coût final pour tous les acteurs, souverains, publics ou privés.

Savoir reconnaître une crise en évolution

Même lorsque le pays débiteur ne se trouve pas dans l'incapacité totale d'accéder au marché (le débiteur souverain dans ce cas n'est capable d'émettre aucun titre de créance ou ne peut obtenir aucun prêt sur le marché), il peut arriver que le pays débiteur considère que le coût de refinancement de sa dette sur les marchés de la dette, nationaux ou internationaux, a atteint des niveaux qui ne sont pas soutenables à moyen ou long terme (compte tenu de la situation particulière dans laquelle le débiteur se trouve). Par exemple, les investisseurs peuvent n'être prêts à prolonger des crédits à court terme qu'à des taux d'intérêt élevés ou à des conditions désavantageuses en termes de garanties. Le gestionnaire de la dette publique et les autres responsables du gouvernement seront tentés de considérer cette situation comme un problème temporaire qui s'atténuera avec le temps. L'expérience a toutefois montré que de telles situations étaient rarement temporaires et que les États devaient adopter, à temps, des mesures concrètes permettant de pallier les causes des perturbations du marché avant que la crise ne s'aggrave.

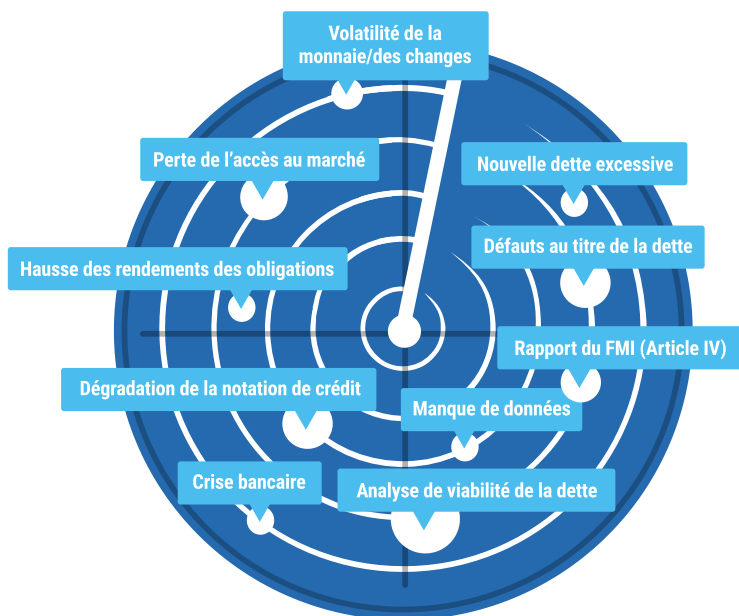


FIG.28. Les indicateurs d’alerte à surveiller

Les indicateurs d’alerte à surveiller

Il existe de nombreux indicateurs signalant qu’un État peut être sur le point de se trouver en situation de surendettement. Même si les causes et la gravité des situations de détresse financière peuvent varier, certains indicateurs devraient être surveillés par tous gestionnaires de dette prudents. Parmi ceux-ci figurent les indicateurs faisant l’objet d’une surveillance directe de la part des gestionnaires de la dette dans le cadre de l’analyse de viabilité de la dette, ainsi que les indicateurs des agences de notation, investisseurs, prêteurs, institutions multilatérales et autres parties prenantes. Toute asymétrie d’information entre les évaluations faites par l’État, les institutions multilatérales, les agences de notation et le marché peuvent venir compliquer davantage un scénario de surendettement.

Sont brièvement résumés ci-dessous certains indicateurs possibles de surendettement :

- **La dévaluation de la monnaie/le déclin des réserves de change** : la dévaluation de la monnaie ou une baisse rapide des réserves de change, par rapport à la composition du stock de la dette ou de la balance commerciale de l'État, peut être un indicateur de surendettement et conduire à, ou traduire une perte de confiance au niveau international dans la gestion de l'économie ;
- **La détérioration de l'accès au marché de la dette** : la baisse de la demande de titres libellés dans la monnaie locale du pays ou en une devise étrangère sur les marchés de la dette locaux ou internationaux est un indicateur de surendettement potentiel dans la mesure où il indique que les investisseurs ne sont pas disposés à prendre davantage de risques en capitaux. Cela arrive souvent lorsqu'un État cherche à reconduire ou refinancer des titres de créance arrivant à maturité ;
- **Le rendement des obligations** : la baisse du cours des obligations et la hausse inverse des rendements peuvent vouloir indiquer une évolution rapide vers le surendettement dès lors que les agences de notation peuvent déclasser les obligations en catégorie spéculative dite « *junk* » (communément appelées « obligations pourries »), ce qui provoquera ensuite la vente de leurs obligations par de nombreux investisseurs institutionnels (celles-ci ne remplissant plus les exigences de leurs portefeuilles en matière de qualité de crédit) ;
- **L'Analyse de viabilité de la dette (AVD) par l'État ou par le FMI/la Banque mondiale** : des changements importants dans l'analyse périodique de la capacité de l'État à assurer le service de sa dette extérieure et globale, sur la base des seuils indicatifs de soutenabilité de la dette et des scénarios de référence internationaux, sont parmi les indicateurs les plus fiables d'une détresse financière. Cette analyse fera habituellement partie d'une ADV réalisée par les gestionnaires de la dette d'un État et/ou par le FMI/la Banque mondiale. D'autres rapports établis par ces institutions seront examinés par la quasi-totalité des acteurs du marché dans leur analyse de la dette. Les rapports du FMI/de la Banque mondiale, y compris celui de l'habituel Article IV, comprennent une revue des risques, tels que le risque de volatilité du taux de change, celui des politiques monétaire, budgétaire et réglementaire, de la stabilité du système bancaire, des exportations et du déficit commercial, du recouvrement des impôts et taxes, des risques pesant sur la viabilité générale de la dette ainsi que des difficultés d'ordre général auxquelles le pays fait face ;

- **Les agences de notation (Credit Rating Agencies - CRA)** : une mise sous surveillance négative (*negative watch*) ou une dégradation de la notation d'un État par les CRA est un indicateur fort de détresse financière dans la mesure où les CRA appliquent dans le cadre de leurs évaluations des risques, des critères transparents et reconnus. Cet indicateur peut être plus intermittent dès lors que les CRA publient généralement des orientations uniquement lors de la survenance d'un évènement important ou à intervalle régulier (généralement six mois) ;
- **Le défaut au titre des contrats d'endettement de l'État** : la survenance d'un cas de défaut dans le cadre d'un ou plusieurs contrats d'endettement de l'État est un indicateur fort de détresse financière potentielle, dans la mesure où cette situation peut permettre aux créanciers d'exiger le remboursement anticipé de leur créance ou d'exercer d'autres voies de recours. Même dans le cas où il est rapidement remédié au cas de défaut, avant même que les créanciers ne réagissent, les gestionnaires de la dette devraient considérer le cas de défaut comme le signe d'une augmentation du risque de crise financière, surtout que les acteurs de marché traiteront cet indicent comme le signe avant-coureur d'une plus grande instabilité financière ;
- **La crise du système bancaire** : il existe un vieil adage dans le monde de la restructuration de la dette souveraine selon lequel : « il ne faut *jamais laisser une crise de la dette souveraine devenir une crise bancaire et ne jamais laisser une crise bancaire devenir une crise de la dette souveraine* ». Même un État affichant des perspectives positives au regard de son endettement peut être gravement impacté par une crise ou un effondrement de son système bancaire intérieur en raison du risque pesant sur l'État de devoir intervenir pour recapitaliser les banques ou assumer des passifs au titre d'actifs dépréciés ;
- **L'accumulation rapide d'une nouvelle dette souveraine** : des niveaux d'endettement nouveaux supérieurs au potentiel de croissance économique à moyen terme d'un État ainsi qu'à sa capacité à honorer le service de la dette correspondant, sont également susceptibles d'être un indicateur de surendettement imminent. Même si le petit groupe de prêteurs à l'origine de l'endettement peut estimer que l'État est en mesure d'assurer le service de sa dette, le marché dans son ensemble peut être parvenu à un consensus général sur le point de savoir si la dette nouvellement accumulée a fait basculer l'État dans une situation insoutenable ;

- **L'insuffisance de données historiques** : l'absence d'historique de comptabilisation et de données afférentes à la dette souveraine, y compris de la dette non financière du secteur public et des garanties de prêts, devrait servir d'indicateur de surendettement aux gestionnaires de la dette nouvellement désignés, car cette absence laisse penser que l'accumulation précédente de la dette et/ou les stratégies antérieures de la dette sont le résultat d'un processus de prise de décision non éclairé.

19 Comment dois-je gérer les situations de surendettement ?

L'équipe et le plan

La gestion d'une situation de surendettement requiert une équipe stratégique et un plan. Plus l'équipe dirigeant et gérant les efforts de l'État est préparée, plus les difficultés seront aisément et rapidement résolues. Il devrait s'agir de la première étape de la gestion de la crise ; l'État et ses dirigeants ne devraient pas tarder à prendre ces mesures. Nier l'existence du problème et tarder à le résoudre ne fera qu'aggraver les difficultés et accroître les pertes sèches inévitables que la crise entraînera.

Il sera nécessaire que l'équipe, qui sera probablement constituée de façon *ad hoc* au sein du ministère des finances de l'État concerné, dispose des ressources et du soutien lui permettant d'accomplir les tâches qui l'attendent. Ses membres devront avoir à la fois l'expertise et le pouvoir d'élaborer, de décider et de mettre en œuvre les solutions. Les services gouvernementaux, les banques centrales, les gestionnaires de la dette et les dirigeants des entreprises publiques devraient être prêts à coopérer et à prêter main forte à l'équipe constituée.

Le plan d'action

Lorsqu'ils rencontrent des difficultés dans le cadre de la gestion de leur dette, les États vont devoir adopter une série de mesures dans le but de faciliter l'analyse et la résolution de ces difficultés au moment opportun et de manière méthodique. En premier lieu, en lien avec ses conseillers et les institutions multilatérales (telles que le FMI et la Banque mondiale), l'État devra évaluer la gravité du surendettement, ainsi que ses causes, et préparer une AVD à jour afin de déterminer les actions qui devront être mises en oeuvre. Lors de cette consultation, il conviendra également de déterminer la dette existante impayée ainsi que toutes les obligations de paiement imminentes relatives à la dette. Sur la base de cette analyse portant sur le montant de la dette et des paiements relatifs à la dette, l'État devra ensuite déterminer le périmètre de la dette à restructurer et élaborer une stratégie de résolution. Enfin, l'État doit évaluer les possibles implications de nature systémique de cette stratégie de résolution du surendettement (comme par exemple pour le secteur bancaire) et le soutien politique nécessaire à l'adoption et à la mise en oeuvre des décisions politiques difficiles qui devront être prises. Bien que ce processus puisse se révéler complexe et difficile à gérer, une résolution des problèmes de la dette faite de manière transparente et méthodique peut permettre d'éviter des retards inutiles et de réduire les écueils éventuels susceptibles d'avoir de lourdes répercussions sociales.

Les écueils à éviter

Les gestionnaires de la dette souveraine et les responsables du gouvernement en charge seront souvent soumis à des pressions de différentes natures, notamment politiques, qui auront pour but de retarder l'adoption des mesures, certes pénibles et impopulaires, mais nécessaires à la résolution des difficultés financières auxquelles le pays est confronté. Les actions entreprises dans le but d'empêcher l'adoption de ces décisions difficiles exacerbent souvent elles-mêmes le problème. Parmi les mauvais exemples en matière de gestion de la crise de la dette souveraine figurent les initiatives visant à : (1) octroyer aux créanciers bilatéraux l'accès à des ressources ou à des actifs étatiques stratégiques, en échange d'engagements de prêts bilatéraux ; (2) contraindre les fonds de pension nationaux à investir un pourcentage de leurs portefeuilles dans la dette souveraine ; (3) exiger des banques nationales l'allongement des lignes de crédits octroyées au gouverne-

ment à des conditions non commerciales et/ou (4) procéder à la vente d'actifs de l'État à des prix bradés dans le but de réunir des liquidités pour rembourser la dette.

La gestion courante de la dette *contre* la gestion de la dette en période de difficultés

Il est important de différencier la gestion courante de la dette, qui est une opération habituelle pour les États, de la gestion de la dette dans des scénarios de surendettement. Des perturbations du marché national ou international peuvent conduire un État à être confronté à des problèmes de liquidités à court terme, pouvant le faire dévier de sa stratégie actuelle de gestion de la dette (SGD). Dans l'hypothèse d'un manque de liquidités à court terme, l'économie de l'État reste saine, ses politiques macroéconomiques sont bien adaptées au pays et l'on s'attend à ce que l'État génère suffisamment de recettes pour lui permettre de faire face à ses besoins de financement à moyen et long termes. À raison de ces perspectives favorables, les acteurs du marché n'appréhenderont pas la situation comme une situation de surendettement, mais comme une situation de pénurie momentanée de liquidités. Dans une telle hypothèse, un État peut déployer les outils traditionnels de gestion du passif, tels que les crédit-relais, les offres d'échanges ou les opérations de *rollover*. Pour de plus amples développements relatifs à la gestion de la dette, veuillez vous reporter au chapitre intitulé « La stratégie de gestion de la dette ».

Le surendettement

Au niveau de l'État, le surendettement correspond à une perturbation plus durable du secteur de la finance résultant de la perte de confiance du marché dans les perspectives et politiques économiques. Cette perturbation du secteur de la finance ne permet plus à l'État d'accéder au marché, ce qui entraîne des problèmes de balance des paiements puisque l'État n'est plus capable d'emprunter pour faire face à ses besoins. À raison du caractère incertain des perspectives économiques, l'État ne peut pas simplement compter sur le déploiement de ses propres outils de

gestion du passif mais devra, au lieu de cela, analyser la situation de manière plus approfondie afin de déterminer l'ampleur du problème, souvent avec l'assistance de conseillers et des institutions multilatérales, telles que le FMI et la Banque mondiale.

L'État devra ensuite envisager de combler son déficit de financement. Lorsque cela est possible, il peut souhaiter solliciter des donateurs et partenaires de développement sensibles à la situation dans laquelle il se trouve dans le but d'obtenir des dons et/ou des financements concessionnels. Dans des circonstances plus extrêmes, l'État peut alors être contraint d'entreprendre des démarches auprès du FMI ou d'autres institutions multilatérales en vue d'obtenir des financements et/ou de solliciter un allègement de sa dette auprès de ses créanciers afin de remédier à son incapacité à honorer ses obligations au regard de sa dette. Les formes d'allègement de la dette accordées par les créanciers peuvent varier et aller de la renégociation des maturités (opération de reprofilage) à une restructuration profonde des obligations au titre de la dette (opération de restructuration) et, dans un cas comme dans l'autre, l'État devra avoir adopté un programme de résolution donnant aux créanciers l'assurance que l'allègement de la dette permettra à l'État de sortir du scénario de surendettement.

Vous trouverez ci-dessous un aperçu général des processus de consultation, d'évaluation et de résolution qui sont déployés dans le cadre d'un scénario de surendettement.

La consultation

À partir d'un certain stade, on ne peut plus nier que l'État fait face à une situation de surendettement. Dans une telle situation, le gestionnaire de la dette devrait immédiatement entreprendre deux démarches afin de commencer à évaluer le problème et les solutions pouvant potentiellement être mises en oeuvre, à savoir :

DÉSIGNER DES CONSEILLERS EXTERNES

Il convient de recruter le plus rapidement possible des conseillers financiers et conseillers juridiques expérimentés en vue d'aider l'État à évaluer les options qui s'offrent à lui au niveau financier et juridique. Ces conseillers devront avoir de l'expérience en matière de restructuration de dettes souveraines afin d'être en me-

sure d'accompagner l'État tout au long du processus de restructuration à venir. Retarder la désignation de tels conseillers peut rendre la tâche du gestionnaire de la dette souveraine difficile lorsqu'il s'agit de répondre de façon optimale à une situation prenant rapidement de l'ampleur. Pour de plus amples développements sur cette question, veuillez vous reporter au chapitre intitulé « Le rôle des conseillers ».

SE RAPPROCHER DU FMI

L'État devrait entreprendre des démarches auprès du FMI afin d'obtenir de ce dernier qu'il l'aide dans l'évaluation des solutions qui s'offrent à lui pour faire face à la crise de la dette. Le type d'assistance financière qu'il peut recevoir de la part du FMI dans cette situation, ainsi que les conditions dans lesquelles elle lui sera apportée, dépendront du résultat de l'analyse de viabilité de la dette menée par le FMI. Si le FMI considère, sur la base de l'AVD, que la dette de l'État n'est pas soutenable, le FMI ne peut fournir d'assistance financière à l'État débiteur sauf si celui-ci adopte des mesures crédibles – elles doivent être jugées comme telles par le FMI – pour restaurer la viabilité de sa dette. Il appartient à l'État de décider de restructurer ou non sa dette. Pour le FMI qui apporte son concours financier à l'État dans cette situation, avoir la certitude que ces mesures sont en train d'être prises sera érigée en condition. Un tel financement peut néanmoins être octroyé avant que la restructuration de la dette ne soit achevée dès lors que le FMI est convaincu qu'un processus crédible de restructuration est en cours et que celle-ci se traduira par une participation importante des créanciers en vue de restaurer la soutenabilité de la dette. Le financement par le FMI sera subordonné à la mise en œuvre satisfaisante de ces mesures.

Si l'AVD parvient à la conclusion que la dette de l'État est soutenable, alors le FMI peut apporter une assistance financière à l'État sans exiger la restructuration de la dette. Dans ces situations, il sera en principe suffisant de convenir d'une combinaison d'ajustements des politiques et de financement (y compris de la part du FMI et des créanciers bilatéraux) pour préserver la viabilité de la dette.

Dans un cas comme dans l'autre, il sera nécessaire que l'État et le FMI élaborent un cadre macroéconomique comprenant l'enveloppe de financement global, les paramètres et conditions du financement par le FMI, ainsi que les ajustements budgétaires et structurels qui devront être réalisés par l'État. Ce cadre servira à orienter les négociations entre l'État et ses créanciers en fonction des besoins du mo-

ment. Le FMI peut, sous certaines conditions, accorder des financements avant ou après la survenance d'un défaut de l'État. Dans l'hypothèse où le défaut s'est matérialisé (situation dans laquelle l'État a accumulé des arriérés de paiement à l'égard de ses créanciers multilatéraux, bilatéraux et/ou privés), le financement ne pourra être accordé que si certaines conditions sont respectées en application des politiques du FMI relatives aux arriérés de paiement.

Lorsqu'un État ne se trouve pas dans une situation nécessitant l'assistance financière immédiate du FMI, il lui sera possible de négocier la restructuration de sa dette avec ses créanciers commerciaux (à l'exclusion de ses créanciers membres du Club de Paris) sans être adossé à un programme appuyé par le FMI. Cependant, le processus est dans ce cas généralement plus long et plus complexe dans la mesure où l'effort de restructuration nécessaire n'est pas sous-tendu par un programme d'ajustements appuyé par le FMI.

La stratégie de développement

Après avoir procédé à la désignation de ses conseillers financiers, conseillers juridiques et conseillers en communication, et consulté le FMI pour déterminer la nature et les conditions de l'assistance financière dont il peut bénéficier, l'État débiteur devrait alors entreprendre trois démarches préalables afin de permettre la mise en œuvre ultérieure de la nécessaire opération de restructuration de la dette, à savoir : (1) définir le périmètre de la dette souveraine devant être inclus dans l'opération à venir de restructuration de la dette ; (2) évaluer les risques de contentieux de l'État et les priorités en termes de protection des actifs et ; (3) convenir d'une stratégie de communication avec les créanciers et autres parties prenantes.

LE PÉRIMÈTRE DE RESTRUCTURATION

Une étape très importante pour l'État consiste à déterminer le périmètre des dettes devant être restructurées. Le périmètre doit s'appuyer sur l'enveloppe de financement définie dans le cadre du programme soutenu par le FMI. Il est conseillé à l'État de tenter de définir un périmètre de la dette le plus large possible afin de maximiser l'allègement de la dette et d'assurer l'équité entre les créanciers.

Une attention particulière devrait être portée aux catégories de dette qui ne seront pas incluses dans la restructuration. Pour toute catégorie de dette ou de créancier non incluse dans la restructuration, celle-ci devrait être réalisée uniquement sur la base des principes juridiques généralement acceptés et des bonnes pratiques internationales, et sans compromettre de façon significative les objectifs de maximisation de l'allègement de la dette et l'égalité de traitement des créanciers.

Dans le cadre de l'exercice d'identification de la dette, l'État devrait déterminer, avec les créanciers concernés, le traitement approprié à apporter aux différentes catégories de dette. Le schéma élaboré devra veiller à garantir un traitement équitable entre les créanciers afin d'obtenir une forte adhésion à la restructuration.

LES RISQUES DE CONTENTIEUX ET LA PROTECTION DES ACTIFS

Les créanciers commerciaux vont tenter d'obtenir en justice le recouvrement de leurs créances au titre de la dette souveraine. Plus particulièrement, les investisseurs possédant des titres de créance en souffrance (*distressed debt investors*) hésitent généralement peu à poursuivre en justice les pays souverains débiteurs. Dans la plupart des cas, il est aisé d'obtenir un jugement de condamnation en raison du non-paiement d'une dette souveraine contractée. Mais en obtenir l'exécution est une toute autre affaire.

Bien que l'imagination des avocats spécialisés en contentieux soit sans limite, l'État n'a généralement que peu d'actifs saisissables à l'étranger et devrait prendre des mesures pour protéger ces actifs situés à l'étranger. Même ces quelques actifs situés à l'étranger (tels que les missions diplomatiques, les paiements effectués en faveur ou de la part d'institutions financières internationales (telles que le FMI) et les actifs militaires) bénéficient habituellement d'une immunité les protégeant de toute mesure d'exécution. Ainsi que cela a été indiqué précédemment, il conviendra que le pays débiteur veille, avec l'aide de ses conseillers juridiques (au moment où le contrat afférent à la dette est établi) à ce que que les actifs situés à l'étranger d'importance nationale ou particulièrement sensibles soient expressément exclus des procédures d'exécution ou mesures de saisies pouvant être mises en œuvre par les créanciers.

Dans la gestion d'une crise, il est primordial que l'État détermine, avec l'assistance de ses conseillers juridiques, quels sont ses actifs « vulnérables » situés à l'étranger (comme, par exemple, les réserves de change/dépôts/actifs extérieurs détenus par l'administration centrale et les entreprises publiques situées hors du territoire) et qu'il conduise une véritable analyse des risques de saisie des actifs en question par les créanciers ayant obtenu une décision de justice. Cela impose une analyse de la protection accordée au titre du principe de l'immunité souveraine des actifs de l'État dans les pays où ils sont situés.

LA STRATÉGIE DE COMMUNICATION ET DE SENSIBILISATION

Une fois que le périmètre de l'opération de restructuration de la dette a été établi, il est important que l'État ou les autorités élaborent et mettent en œuvre, avec le concours des conseils juridiques et conseillers financiers, une stratégie de communication externe efficace afin de créer un environnement propice à une résolution constructive de la situation de la dette. Il est plus particulièrement important que l'État communique de manière claire et cohérente sur les objectifs qu'il souhaite atteindre dans le cadre du processus de restructuration de la dette, y compris sur les contraintes (parfois fixées en vertu du programme appuyé par le FMI) auxquelles il est soumis.

L'identification de la nature des difficultés financières

Après avoir procédé à la détermination du périmètre des dettes devant être incluses dans la restructuration, ainsi qu'à l'identification des risques de contentieux, et après avoir convenu de la stratégie de communication, le gestionnaire de la dette souveraine et ses conseillers financiers et juridiques devront s'atteler à la nécessaire mise en œuvre de l'opération de restructuration de la dette. La forme exacte de cette opération sera en grande partie dictée par le résultat de l'AVD menée par le FMI et, plus particulièrement, par le point de savoir si l'État est confronté à une crise de liquidité ou à une crise de viabilité de la dette.

La crise de liquidité

Dans ce scénario, l'État n'est plus capable d'honorer le service de sa dette, principalement en raison de problèmes de liquidités. En substance, les actifs liquides disponibles du pays ne sont plus suffisants pour satisfaire les obligations liées aux dettes venant à maturité et l'État n'est pas en mesure de refinancer (*roll over*) ses obligations liées aux dettes avec ses créanciers car il ne peut plus accéder au marché. Toutefois, ainsi que cela a été précédemment indiqué, la dette n'est pas considérée comme insoutenable. En conséquence, l'État a de bonnes chances de pouvoir à nouveau accéder au marché après avoir mis en œuvre des politiques d'ajustements macroéconomiques adéquates à moyen terme. Alors même qu'il bénéficie de l'assistance financière du FMI ou d'autres institutions bilatérales ou multilatérales, telle que cette assistance a été décrite ci-dessus, l'État peut néanmoins décider qu'il est nécessaire de rechercher à obtenir un « reprofilage » consensuel de l'ensemble ou d'une partie de sa dette existante impayée auprès des créanciers officiels et/ou des créanciers du secteur privé. L'objectif du reprofilage est d'allonger les dates de maturité et/ou d'ajuster les taux d'intérêt dans le but de créer un environnement plus propice à la mise en œuvre des ajustements nécessaires aux politiques macro-budgétaires.

La crise de soutenabilité

Dans ce scénario, la conclusion de l'analyse de viabilité de la dette menée par le FMI est que la dette de l'État n'est pas soutenable. L'État ne sera pas capable d'honorer la valeur actuelle de ses obligations liées à la dette sans accumuler indéfiniment de la dette. Non seulement l'État n'aura plus accès au marché (et, partant, il aura perdu la capacité de refinancer (*rollover*) ses dettes venant à maturité), mais il se trouvera également très probablement confronté à une difficulté majeure au regard de sa balance des paiements. Afin de remédier à cette dernière, l'État aura besoin d'obtenir de nouveaux financements (y compris de la part du FMI), ce qui nécessitera qu'il entreprenne une opération de restructuration de sa dette dans le but de restaurer sa viabilité. Afin d'élaborer un plan de restructuration efficace, il faudra à l'État déterminer, en concertation avec ses conseillers financiers et conseillers juridiques, la stratégie appropriée en vue de la restructuration de tout ou partie de sa dette existante avec les créanciers officiels et/ou créanciers du secteur privé.

Les techniques de restructuration de la dette

Une fois que l'État considère que la restructuration de tout ou partie de sa dette s'impose, qu'il s'agisse de remédier à des difficultés de liquidité ou de soutenabilité, l'État aura besoin de développer une stratégie de restructuration adaptée aux particularités de chacune des catégories de créanciers concernés.

Les créanciers du Club de Paris

L'État peut décider de se rapprocher du Club de Paris afin de tenter d'obtenir le rééchelonnement de sa dette État-à-État auprès des créanciers du Club de Paris. Pour de plus amples développements concernant l'organisation structurelle et la méthodologie du Club de Paris, voir le chapitre intitulé « Les créanciers bilatéraux ». La condition préalable à un rééchelonnement par le Club de Paris est que l'État doit avoir en place un programme appuyé par le FMI. Le Club de Paris a élaboré un « menu d'options » qui sont offertes aux pays débiteurs en situation de surendettement ; ces options correspondent à autant de traitements pouvant être applicables. Elles comprennent le rééchelonnement, qui est un allègement de la dette par le report des maturités ou, dans le cas d'un rééchelonnement concessionnel, la réduction des obligations au titre du service de la dette pendant une période définie (traitement de flux) ou à partir d'une date déterminée (traitement du stock). Les modalités applicables au traitement de la dette, à la date butoir (*cut-off date*) ainsi qu'à la période de consolidation dépendent du déficit de financement identifié dans le programme appuyé par le FMI. Lorsqu'il examine le traitement à apporter à la dette, le Club de Paris prend en compte les antécédents du pays, tant en ce qui concerne le service de sa dette que sa performance dans le cadre du programme appuyé par le FMI, ainsi que la contribution attendue des autres créanciers extérieurs (à savoir, les créanciers privés et les créanciers du secteur officiel non membres du Club de Paris).

Les principes du Club de Paris

Solidarité

Dans le cadre de leurs négociations avec un pays endetté, tous les membres du Club de Paris agissent en tant que groupe et sont sensibles aux répercussions que la gestion de leurs propres créances

est susceptible d'avoir sur les créances des autres membres.

Consensus

Aucune décision ne peut être prise au sein du Club de Paris si elle ne reflète pas un consensus des pays créanciers participants.

Partage d'informations

Le Club de Paris est un forum unique d'échange d'informations. Les membres du Club de Paris partagent régulièrement les informations et leurs points de vue avec chacun sur la situation des pays débiteurs, bénéficient de la participation du FMI et de la Banque mondiale, et partagent des données sur leurs créances sur une base réciproque. Afin de conserver le caractère productif des discussions, les délibérations sont confidentielles.

Décision au cas-par-cas

Le Club de Paris prend ses décisions au cas par cas de façon à s'adapter en permanence à la situation particulière de chaque pays débiteur.

Ce principe fut consolidé par l'Approche d'Évian, une pratique selon laquelle il est discuté de la situation du débiteur avec les créanciers privés avant la réunion du Club de Paris.

Conditionnalité

Le Club de Paris ne négocie la restructuration de la dette de pays débiteurs que s'il y a un besoin d'allègement de dette. Les pays débiteurs doivent fournir une description détaillée de leur situation économique et financière, avoir mis en œuvre et s'être engagés à mettre en œuvre les réformes pour restaurer leur situation économique et financière, et avoir de solides antécédents de mise en œuvre des réformes au titre d'un programme appuyé par le FMI.

Comparabilité de traitement

Un pays débiteur qui signe un accord avec ses créanciers du Club de Paris s'engage à ne pas accepter de ses créanciers non membres du Club de Paris commerciaux et bilatéraux un traitement de sa dette selon des termes moins favorables pour lui que ceux agréés dans le cadre du Club de Paris.

Le pays débiteur et ses créanciers membres du Club de Paris vont parvenir à un accord tenant compte de l'AVD menée par le FMI. Cet accord est formalisé au moyen d'un procès-verbal agréé. Pour achever le processus de restructuration, la signature ultérieure d'accords bilatéraux avec chacun des pays créanciers du Club de Paris est requise afin de mettre en œuvre l'allègement de la dette à des conditions au moins aussi favorables pour le pays débiteur que celles prévues par le procès-verbal agréé. Ce dernier impose au pays débiteur une obligation de comparabilité de traitement, laquelle le contraint à conclure des accords avec chacun de ses créanciers non membres du Club de Paris à des conditions qui ne lui sont pas moins favorables.

Les créanciers bilatéraux non traditionnels

Ainsi que cela a été précédemment indiqué, les créanciers bilatéraux non traditionnels sont une source de financement importante et grandissante pour les pays africains. Dans la mesure où ces créanciers bilatéraux ne disposent pas encore de cadres ou de forums établis s'agissant de la restructuration de la dette (et où ils ont, à ce jour, choisi de ne pas devenir membres du Club de Paris) le pays débiteur pourrait se retrouver confronté à des défis supplémentaires avec ces pays créanciers dans l'hypothèse de discussions touchant à la restructuration de leur dette.

Les obligataires nationaux

Les investisseurs du pays considéré ayant investi dans des obligations souveraines (indépendamment de la devise dans laquelle elles sont libellées) sont généralement les banques nationales, les fonds de pension et les compagnies d'assurance. Lorsqu'il s'agit de déterminer s'il convient ou non de restructurer les obligations détenues par ces institutions, il est indispensable d'examiner avec le plus grand soin les conséquences qui pourraient en résulter. Une telle restructuration pourrait, notamment, avoir des répercussions négatives sur la stabilité du marché bancaire ainsi que sur la viabilité des fonds de pension et des compagnies d'assurance, ce qui peut nuire davantage encore à l'économie politique nationale.

Les obligataires non-résidents

La diversité des obligataires rend la coordination difficile pour l'État et peut compliquer les chances d'obtenir un accord de restructuration (ou à tout le moins le retarder). Des créanciers individuels peuvent être tentés de ne pas participer à la restructuration dans l'espoir de recouvrer le paiement de la totalité de leurs créances contractuelles (créanciers qualifiés de récalcitrants ou de « *holdouts* »). Pour faire face au problème des créanciers récalcitrants, l'État peut toutefois s'appuyer sur les clauses d'actions collectives (CAC). Avec l'assistance de conseillers juridiques et conseillers financiers, l'État doit décider s'il choisit de négocier avec un comité de créanciers (formel ou *ad hoc*) ou avec un nombre restreint de créanciers importants pouvant être disposés à participer à, et éventuellement entériner officiellement, un processus visant à la résolution du problème de la dette. Il est important de noter que les modalités de la participation devraient rester souples dans le but de parvenir à une restructuration équitable, dans des délais raisonnables et dans le cadre de négociations menées de bonne foi. Lorsque les titres de créance faisant l'objet de la restructuration comportent des obligations publiquement négociées et qu'ils sont cotés en bourse, l'État doit être sensible aux questions ayant trait au partage sélectif, avec les créanciers pendant la négociation, des informations significatives non connues du public. L'État devra rechercher l'assistance de ses conseillers juridiques afin de s'assurer qu'il se conforme à tout moment à ses obligations relatives aux informations significatives non connues du public prévues par la réglementation sur les valeurs mobilières applicable.

Le marché a développé des mécanismes visant à atténuer les problèmes liés aux actions collectives et à permettre une large participation des créanciers. Les restructurations sont à présent habituellement structurées sous la forme d'échanges volontaires de dettes. Ces véritables échanges de dettes pour « gestion du passif » sont facilités par un certain nombre de techniques. Ces mécanismes et techniques comprennent :

1. Les CAC permettant à une majorité qualifiée d'obligataires de lier l'ensemble des obligataires à l'égard des modifications apportées aux obligations ;

2. Les accords de sortie permettant à une majorité d'obligataires de modifier les termes autres que ceux visant les conditions de paiement (tels que l'immunité souveraine, le droit applicable, la cotation des obligations, etc.) d'obligations anciennes qui sont apportées à une offre d'échange volontaire, contraignant les autres obligataires à participer à la restructuration ou alors à faire face à la perspective de se retrouver avec des obligations moins avantageuses ;
3. Les seuils minimum de participation conçus pour garantir aux créanciers que le débiteur ne procédera à l'échange de dette qu'avec l'accord d'une majorité qualifiée des créanciers ;
4. Les améliorations contractuelles offrant une meilleure protection aux créanciers (telles que la réintégration du principal, les versements anticipés obligatoires, les engagements financiers (*financial covenants*), etc.) ;
5. Les rehaussements de crédit, tels que les remboursements en espèces payables d'avance, les billets en équivalent de trésorerie et les ajouts aux nouveaux instruments (comme par exemple les warrants indexés sur le PIB ou les droits de recouvrement indexés sur la valeur des produits de base) ;
6. Les dispositions légales et réglementaires adoucissant la situation générale (tels que les avantages fiscaux, le traitement avantageux du passif pour le capital réglementaire, le traitement favorable en cas d'inexécution des obligations par les compagnies d'assurance, etc.).

Le Club de Londres désigne les créanciers du secteur privé d'un État (et, le cas échéant, les entités garanties par l'État) au titre d'accords de prêts bilatéraux ou de prêts syndiqués privés, lesquels sont presque toujours soumis à un autre droit que le droit national. La référence à « Londres » est historique et a été choisie à l'époque pour distinguer ces créanciers du secteur privé (lesquels étaient autrefois principalement basés à Londres) des prêteurs du « Club de Paris » relevant du secteur public.

Étant donné que les droits des créanciers du Club de Londres sont issus de législations non nationales, la restructuration de leur dette devra être entreprise sur la base du volontariat et nécessitera l'accord de chacun d'entre eux, à moins que l'un quelconque des prêts syndiqués ne permette qu'il soit procédé aux modifications pertinentes par un vote à la majorité.

En sus de la teneur de la proposition globale qui sera faite par l'État à ses créanciers et de la viabilité du plan de restructuration, les facteurs susceptibles d'inciter les créanciers du Club de Londres à accepter un accord de restructuration re-

posent sur la nature des prêteurs, leur capacité à absorber les pertes, le traitement fiscal de ces pertes, leur intérêt à redevenir des acteurs de l'économie de l'État concerné, et ainsi de suite.

Dans le cas de prêts syndiqués, l'État devrait se rapprocher de l'agent de syndication afin de négocier une restructuration des prêts commerciaux, laquelle peut se fonder sur un ensemble de « bonnes pratiques » ou de principes acceptés par le marché. La restructuration nécessite généralement le consentement de chaque prêteur appartenant au syndicat, sauf si la documentation du prêt permet que les modifications pertinentes soient effectuées par un vote à la majorité qualifiée.

Remarque sur la dette odieuse

La dette odieuse, bien qu'il soit occasionnellement fait référence par la société civile à cette notion, n'est pas un principe juridique reconnu en droit international. Ainsi, un État ne peut se fonder sur ce principe pour refuser d'honorer ses obligations au titre de la dette.

20 Redressement et résilience

Retrouver un niveau de dette soutenable

La baisse des coûts d'emprunt, la reprise des cours des obligations, la hausse de l'appétit des investisseurs et l'amélioration de tout autre indicateur précédemment négatif, sont susceptibles d'être appréhendés comme autant de signe du succès de la gestion de la dette par l'État et/ou de la stratégie de restructuration adoptée. Toutefois, tout comme pour l'analyse de risque initiale, l'État devrait prendre garde à ne pas interpréter une amélioration temporaire de la situation financière comme le signe d'une relance durable (à long terme). L'État devrait continuer de mener ses propres analyses de viabilité et consulter les banques de développement multilatérales, le FMI et les créanciers afin de vérifier auprès d'eux si la perception qu'il a de son redressement est partagée par les acteurs clés des marchés nationaux et internationaux.

Résilience

Une crise de la dette est un choc extrêmement douloureux, dont les répercussions politiques, économiques et sociaux ne doivent pas être sous-estimées. Il s'agit souvent là d'une expérience incitant à faire preuve d'humilité et qui est très coûteuse, que l'État et sa population ne souhaiteront plus jamais renouveler.

La reconnaissance partagée des perturbations économiques engendrées par une crise de la dette souveraine est souvent l'occasion pour l'État d'accroître sa résilience afin de pouvoir mieux appréhender les prochaines difficultés auxquelles il devra faire face. Il existe un vieil adage selon lequel « il ne faut jamais gaspiller une bonne crise ». Au niveau politique, le gouvernement peut se retrouver en mesure de surmonter la résistance politique envers les réformes impopulaires, telles que la rationalisation des subventions publiques, la réduction des déficits budgétaires et une exécution plus rigoureuse des programmes de dépenses d'investissement. Le gouvernement peut aussi chercher à améliorer sa gestion macroéconomique par la mise à jour des règles budgétaires et des lignes directrices en matière de gestion de la dette. Le gouvernement devrait également adopter une stratégie de communication globale afin d'encourager un retour continu d'expériences sur sa stratégie de la dette de la part des acteurs nationaux, de la communauté des investisseurs, du monde de la finance internationale et des institutions multilatérales.

À la suite d'une crise, les objectifs à court terme de l'État devraient être de rétablir la crédibilité du pays sur la scène internationale et de reconquérir l'accès aux marchés pour financer ses besoins afin de continuer à stimuler la croissance économique. Ces objectifs à court terme peuvent être atteints d'une manière permettant d'éviter de répéter les mêmes erreurs et pourraient même, à long terme, améliorer la confiance des investisseurs dès lors que les marchés reconnaissent que l'État a su tirer les enseignements de l'épreuve à laquelle il a été confronté.

Acronymes et abréviations

ACE	Agences de crédit à l'exportation
AVD	Analyse de viabilité de la dette
BAD	Banque Africaine de Développement
BIRD	Banque Internationale pour la Reconstruction et le Développement
BMD	Banques multilatérales de développement
BMT	Billets à moyen terme
CAC	Clauses d'action collective
CEDEAO	Communauté Economique des États de l'Afrique de l'Ouest
CNUCED	Conférence des Nations Unies sur le Commerce et le Développement
CRA	Agence de notation
CRG	Compte de ressources générales
CS-DRMS	Système de comptabilisation et de gestion de la dette du Secrétariat du Commonwealth
CVD	Cadre de viabilité de la dette
DI	Déclaration d'intérêt
ECGD	Export Credit Guarantee Department

EMOA	l'Europe, le Moyen-Orient et l'Afrique
EP	Entreprises Publiques
EPGD	Évaluation de la performance de la gestion de la dette
EURIBOR	Taux interbancaire offert en euro (<i>European Interbank Offered Rate</i>)
FAD	Fonds Africain de Développement
FMI	Fonds Monétaire International
Fonds fiduciaire	Fonds fiduciaire pour la réduction de la pauvreté et pour la croissance
RPC	
GAP	Gestion d'actif-passif de l'État
GAP	Données de la dette publique (<i>Government debt data</i>)
GPC	Garantie partielle de crédit
GPR	Garantie partielle de risque
Groupe de la BAD	Groupe de la Banque Africaine de Développement
IADM	Initiative d'allègement de la dette multilatérale
ICMA	Association Internationale des Marchés de Capitaux
IDA	Association Internationale de Développement
IFI	Institut de la Finance Internationale
LIBOR	Taux interbancaire offert à Londres (<i>London Interbank Offered Rate</i>)
LMA	<i>Loan Market Association</i>
NTF	<i>National transformation fund</i>
PAM	Pays ayant accès aux marchés
PFR	Pays à faible revenu
PIB	Produit intérieur brut
PGE	Prêts garantis par l'État

PMR	Pays membres régionaux
PNGE	Prêts non garantis par l'État
PPTE	Pays pauvre très endetté
PSML	Prêt synthétique en monnaie locale
RfP	Appel d'offre ou appel à proposition (<i>request for proposal</i>)
SDMT	Stratégie de gestion de la dette à moyen terme
SFP	Statistiques relatives aux finances publiques
SSA	Souverain, supranational et agence
SYGADE	Système de gestion et d'analyse de la dette
TBI	Traités bilatéraux d'investissement
US-EXIM	Banque Import-Export américaine (<i>US Export-Import Bank</i>)

Glossaire

Agent (*Agent*)

institution financière agissant en qualité de représentant des prêteurs dans le cadre d'un prêt syndiqué. Le rôle de l'agent est d'administrer le prêt, de prendre un certain nombre de décisions définies au nom des prêteurs, de fournir aux prêteurs les informations nécessaires à la prise de leurs décisions et de faire exécuter le contrat en cas de défaut.

Agence de crédit à l'exportation (ACE) (*Export Credit Agency [ECA]*)

connue dans le monde des financements commerciaux comme une « ACE » ou agence de l'assurance des investissements — institution privée ou quasi gouvernementale agissant en qualité d'intermédiaire entre les gouvernements nationaux et les exportateurs pour l'émission du financement des exportations. Le financement peut prendre la forme d'un crédit ou d'une assurance-crédit et de garanties, ou les deux à la fois, en fonction du mandat que l'ACE s'est vu confier. Les ACE peuvent aussi octroyer des crédits ou couvertures pour leur propre compte. Certaines agences sont subventionnées par l'État, d'autres sont privées et d'autres enfin sont une combinaison de ces deux catégories.

Appel d'Offres ou appel à proposition (*Request for Proposal [RFP]*)

invitation adressée par l'entité adjudicatrice aux soumissionnaires potentiels afin qu'ils soumettent leurs offres ou proposition pour un projet, un mandat ou la fourniture de services.

Arrangeur (*Arranger*)

institution financière mandatée par l'emprunteur afin de faciliter l'émission de la dette sur les marchés de capitaux.

Balance des paiements (*Balance of payments*)

relevé de toutes les opérations réalisées entre les entités dans un pays et le reste du monde sur une période définie (telle qu'un trimestre ou une année).

Bien affecté en garantie (*Collateral*)

actif qu'un emprunteur offre à un prêteur en garantie d'un prêt.

Cadre de la gestion actif-passif par l'État (GAP) (*Sovereign Asset and Liability Management [SALM] Framework*)

cadre permettant aux États de procéder à l'examen de l'ensemble des actifs et passifs accumulés contrôlés par l'État.

Cadre de viabilité de la dette (CVD) (*Debt Sustainability Framework [DSF]*)

cadre pour la prise des décisions d'emprunt d'un pays afin de répondre à ses besoins de financement tout en maintenant la viabilité de sa dette. Le CVD fournit un cadre sous format *Excel* permettant l'analyse des dynamiques de la dette et du service de la dette selon des scénarios de référence et sur la base d'un ensemble de chocs économiques normalisés.

Coupon (*Coupon*)

paiement effectué périodiquement au détenteur d'une obligation.

Créancier ayant obtenu une décision de justice (*Judgment creditor*)

créancier ayant obtenu la reconnaissance de sa dette dans le cadre d'une action en justice et qui est en droit d'en obtenir le recouvrement par voie judiciaire.

Crédits à l'exportation (*Export credits*)

facilité de prêt accordée à un exportateur par une banque établie dans le pays exportateur, c'est-à-dire selon un accord « achetez maintenant, payez plus tard ».

Demande d'expression d'intérêt (DEI) (*Request for Expression of Interest [RfEoI]*)

invitation adressée par l'entité adjudicatrice aux soumissionnaires potentiels afin qu'ils expriment leur intérêt pour un projet, un mandat ou la fourniture de services.

Dette du secteur public (*Public sector debt*)

cumul de la dette du pouvoir central et de la dette des entreprises publiques.

Dette garantie (*Secured debt*)

catégorie de dette permettant au créancier (par exemple le prêteur ou l'obligataire) de saisir un ou plusieurs actifs en cas de défaillance de l'emprunteur.

Dette publique et garantie par l'État (DPG) (*Public and Publicly Guaranteed Debt [PPG]*)

catégorie de dette utilisée par le FMI dans le cadre de l'AVD mené par lui. Elle comprend la dette générale de l'État ainsi que la dette des entreprises publiques n'étant pas financièrement ou administrativement indépendantes.

Émetteur (*Issuer*)

entité juridique telle qu'une société, un *trust* d'investissement, un État ou une agence gouvernementale, qui élabore, enregistre et vend des valeurs mobilières pour financer ses propres opérations.

Entreprise publique [EE] (*State owned enterprise (SOE)*)

entité juridique détenue intégralement ou partiellement par un État pour exercer des activités commerciales déterminées au nom et pour le compte de l'État.

EURIBOR

taux d'intérêt journalier de référence utilisé pour les prêts entre les banques sur le marché interbancaire européen. Il est également utilisé comme référence pour fixer le taux d'intérêt des prêts.

Euro-obligation (*Eurobond*)

émission obligataire internationale libellée dans une autre monnaie que celle du pays procédant à son émission. Elle peut être classer selon de monnaie dans laquelle elle est émise. Les euro-obligations portent le nom de la monnaie dans laquelle elles sont libellées. Par exemple, les obligations euro-yen et euro-dollar sont respectivement libellées en yen japonais et dollars américains.

Exigibilité anticipée (*Acceleration*)

clause d'un contrat, typiquement un prêt ou un emprunt obligataire, autorisant un créancier à exiger le remboursement anticipé de la dette en cas de survenance d'un événement donné. Par exemple, dans l'hypothèse où un emprunteur n'aurait pas honoré au moins deux paiements, une clause d'exigibilité anticipée peut autoriser un prêteur à forcer l'emprunteur à rembourser immédiatement le montant intégral du prêt ou de l'emprunt obligataire.

Financement avec droit de recours limité (*Limited recourse financing*)

financement pour lequel le créancier dispose de droits de recours limités sur le prêt en cas de défaut.

Financement relais (*Bridge financing*)

solution de financement provisoire (souvent sous la forme d'un crédit-relais) utilisée par les entreprises et autres entités pour surmonter des problèmes de liquidité à court terme jusqu'à ce que puisse être mise en place une solution de financement à long terme.

Fonds d'amortissement (*Sinking fund*)

sommes mobilisées dans un fonds détenu par un tiers afin de rembourser les obligations à échéance.

Garantie souveraine/directe (*Sovereign/direct guarantee*)

type de garantie fournie par un État visant à décharger une tierce partie de sa responsabilité dans l'hypothèse où cette tierce partie manquerait à ses obligations.

Hypothèque (*Mortgage*)

titre de créance, garanti par un bien immobilier précis affecté en garantie, qu'un emprunteur est tenu de rembourser selon un échéancier de paiement préétabli.

Institutions financières internationales/Institutions financières de développement (IFI/IFD) (*International/Development Finance Institutions [IFI/DFI]*)

banques et institutions de développement spécialisées ayant la capacité de mobiliser d'importantes sommes d'argent pour le financement de projets, de programmes ou d'initiatives de développement des pays en développement.

LIBOR (London Interbank Offered Rate)

taux de référence (*benchmark rate*) représentant le taux d'intérêt auquel les banques offrent de se prêter réciproquement des fonds sur le marché interbancaire international pour des prêts à court terme. Le LIBOR est une valeur moyenne de taux d'intérêt calculée à partir des estimations publiées par les principales banques internationales sur une base journalière. Le LIBOR sert de première étape au calcul des taux d'intérêt de nombreux prêts dans le monde entier.

Marché primaire (Primary market)

marché, également connu comme étant le « marché des nouvelles émissions », sur lequel les nouvelles valeurs mobilières sont initialement émises et cédées par l'emprunteur.

Marché secondaire (Secondary market)

marché de la revente (marché de l'occasion) des titres de créance déjà émis et en circulation.

Obligation bleue (Blue bond)

titre de créance émis par un emprunteur pour financer des projets marins ou liés aux océans ayant des retombées positives pour l'environnement, l'économie ou le climat. L'obligation bleue s'inspire du concept de l'obligation verte.

Obligation de projet (Project bond)

catégorie d'obligation assurant que les produits générés par l'obligation seront utilisés pour un projet en particulier.

Obligation indexée sur produits de base (Commodity-backed bond)

obligation dont le prix est lié au prix d'un produit de base.

Obligation remboursable (Callable bond)

obligation pouvant être remboursée par l'émetteur avant sa date d'échéance.

Obligation verte (*Green bond*)

obligation spécifiquement destinée à être utilisée pour des projets liés au climat et à l'environnement. Une obligation verte, également appelée obligation « climat », est habituellement liée à un actif et adossée à la balance des paiements de l'émetteur.

Pays ayant accès aux marchés (PAM) (*Market Access Countries [MACs]*)

pays ayant habituellement un accès important aux marchés de capitaux internationaux par opposition aux pays répondant à leurs besoins de financement extérieurs principalement au moyen d'un financement de nature concessionnelle.

Prêts du secteur privé (*Private sector loans*)

prêts octroyés par des banques commerciales (et parfois par des fonds) à des conditions spécifiques.

Prêt multilatéral (*Multilateral Loan*)

prêt financé par une IFI ou une IFD.

Prêt syndiqué (*Syndicated loan*)

prêt émis par un syndicat de prêteurs agissant en tant que groupe soumis à des conditions communes et représenté par un agent.

Prime (*Premium*)

valeur excédentaire ajoutée au prix ou coût d'un actif financier.

Produit intérieur brut (PIB) (*Gross Domestic Product [GDP]*)

valeur totale estimée de l'ensemble des produits finis et des services produits sur un territoire national pendant une période donnée.

Risque de crédit (*Credit Risk*)

risque que l'emprunteur n'honore pas ses obligations financières.

Risque de liquidité (*Liquidity Risk*)

risque financier au terme duquel, pendant un certain temps, un actif financier, une valeur mobilière ou un produit de base donné puisse ne pas pouvoir être négocié de manière suffisamment rapide sur un marché sans que cela n'ait une incidence sur le cours du marché.

Risque de marché (*Market Risk*)

risque lié à l'éventualité d'une évolution défavorable des taux d'intérêt, taux de change d'une monnaie étrangère ou prix des produits de base.

Risque de refinancement (*Refinancing Risk*)

risque lié à la maturité d'une obligation qui pourrait ne pas être refinancée ou refinancée uniquement à un coût plus élevé.

Roadshow

tournée de présentations auprès d'investisseurs potentiels en divers endroits conduisant à une offre d'emprunt.

Secteur privé (*Private sector*)

partie de l'économie gérée par des personnes individuelles et des entreprises dans le but de réaliser des bénéfices et qui n'est pas contrôlée par l'État ; il se compose, par conséquent, d'entités qui ne sont pas détenues ou exploitées par l'État.

Secteur public (*Public sector*)

secteur regroupant les administrations publiques de l'État ainsi que les entités contrôlées par l'État, appelées entreprises publiques dont l'activité principale est la conduite d'activités commerciales.

Sûreté (*Security (interest)*)

droit légal résultant d'une garantie consentie par un débiteur et conférant au prêteur le droit d'y avoir recours en cas de défaillance du débiteur.

Swap de devises (*Cross-currency swap*)

transaction sur produits dérivés négociée de gré à gré sous la forme d'un accord entre deux parties d'échanger les paiements d'intérêts et le montant en principal, libellés dans deux monnaies différentes.

Soutenabilité ou viabilité de la dette (*Debt sustainability*)

capacité d'un État à honorer ses obligations au titre de la dette sans nécessiter un allègement de sa dette ou accumuler des arriérés de paiement.

Traités bilatéraux d'investissement (TBI) (*Bilateral Investment Treaties [BITs]*)

accords établissant les conditions des investissements privés des ressortissants et entreprises d'un État dans un autre État.

Valeur nominale (*Par value*)

valeur faciale d'une obligation, c'est-à-dire la valeur du principal remboursable lorsqu'elle arrive à maturité.

Véhicule *ad hoc* [*Special Purpose Vehicle (SPV)*]

entité juridique créée spécifiquement pour un objet limité, habituellement pour la détention d'actifs liés à un financement.

Pour aller plus loin

Chapitre 1 : Panorama de la dette souveraine en Afrique

Initiative de recherche sino-africaine, *The Path Ahead: The 7th Forum on China-Africa Cooperation*, Document d'information (*Briefing Paper*) numéro 1 (2018).

J. Hurley, S. Morris et G. Portelance, *Examining the Debt Implications of the Belt and Road Initiative from a Policy Perspective*, du *Center for Global Development*, CGD Document d'Orientation (*Policy Paper*) 121 (mars 2018) disponible à l'adresse suivante : <https://www.cgdev.org/sites/default/files/examining-debt-implications-belt-and-road-initiative-policy-perspective.pdf>

Chapitre 2 : Les catégories de créanciers

L. Engen et A. Prizzon, 2018. *A guide to multilateral development banks*. Londres : ODI, disponible à l'adresse suivante : <https://www.odi.org/sites/odi.org.uk/files/resource-documents/12274.pdf>

Club de Paris, page d'accueil, *disponible à l'adresse suivante* :

Chapitre 3 : Les catégories de financement

Association internationale des marchés de capitaux, « *Standard Collective Action and Pari Passu Clauses for the Terms and Conditions of Sovereign Notes* », disponible à l'adresse suivante :

Fonds Monétaire International, « *Strengthening the Contractual Framework to Address Collective Action Problems in Sovereign Debt Restructuring* », Octobre 2014, disponible à l'adresse suivante : <https://www.FMI.org/external/np/pp/eng/2014/090214.pdf>

Chapitre 4 : La gestion de la dette

E. Borensztein et U. Panizza, « *The Costs of Sovereign Default* » Fonds Monétaire International, Document de travail numéro WP/08/238, 2008), disponible à l'adresse suivante :

Fonds Monétaire International. 2018. « *Guidance Note on the Bank-Fund Debt Sustainability Framework for Low Income Countries* », disponible à l'adresse suivante : <https://www.FMI.org/en/Publications/Policy-Papers/Issues/2018/02/14/pp122617guidance-note-on-lic-dsf>

T. Jonasson et M. Papaioannou, 2018, « *A Primer on Managing Sovereign Debt - Portfolio Risks* », Document de travail du Fonds Monétaire International disponible à l'adresse suivante : https://www.FMI.org/~media/Files/Publications/WP/2018/wp1874.ashxhttps://www.google.com/search?source=hp&ei=Cs-UXJuYKNCaIwS-woav4Dg&q=onasson%2C+T.+%26+Papaioannou%2C+M.%2C+2018%2C+A+Primer+on+Managing+Sovereign+Debt-Portfolio+Risks%2C+International+Monetary+Fund.&btnK=Google+Search&oq=onasson%2C+T.+%26+Papaioannou%2C+M.%2C+2018%2C+A+Primer+on+Managing+Sovereign+Debt-Portfolio+Risks%2C+International+Monetary+Fund.&gs_l=psy-ab.3...408.408..737...0.0..0.0.....1....2j1..gws-wiz....0.Cached.

CNUCED, « *Principles on Promoting Responsible Sovereign Lending and Borrowing* », disponible à l'adresse suivante :

Banque Mondiale, 2015. « *Debt Management Performance Assessment (EPGD) Methodology* », disponible à l'adresse suivante : <http://documents.worldbank.org/curated/en/305821468190742099/pdf/96671-WP-DEMPA-2015-Box391446B-PU-BLIC.pdf>

Banque Mondiale et Fonds Monétaire International, 2019. « *Developing a Medium-Term Debt Management Strategy Framework (MTDs) – Updated Guidance Note For Country Authorities* », disponible à l'adresse suivante : <http://pubdocs.worldbank.org/en/671771552946461937/12b944f78405105368346954392.pdf>

Banque Mondiale et Fonds Monétaire International. 2019. « *Medium-Term Debt Management Strategy: The Analytical Tool Manual* », disponible à l'adresse suivante : <http://pubdocs.worldbank.org/en/247421552946463449/12b944f73927972380671178195.pdf>

Fonds Monétaire International, « *Prevention and Resolution of Sovereign Debt Crisis* » (préparé par Julianne Ams, Tamon Asonuma, Wolfgang Bergthaler, Chanda DeLong, Nouria El Mehdi, Mark Flanagan, Sean Hagan, Yan Liu, Charlotte Lundgren, Martin Mühleisen, Alex Pienkowski, Gustavo Pinto et Eric Robert) disponible à l'adresse suivante : <https://www.elibrary.FMI.org/view/FMI009/25391-9781484371329/25391-9781484371329/25391-9781484371329.xml?rskey=AJaaxj&result=7>

Droit de la guerre, « *Convention Respecting the Limitation of the Employment of Force for the Recovery of Contract Debts* », Convention signée à la Haye le 18 octobre 1907, disponible à l'adresse suivante :

Publications

Cet ouvrage est publié sous la licence internationale Creative Commons Attribution-Non-Commerical-ShareAlike 4.0 (CC BY-NC-SA 4.0).

Les versions PDF et EPUB sont disponibles à l'adresse suivante : www.afslf.org.

Merci de bien vouloir contacter Toyin Ojo (ALSF) at o.ojo@afdb.org pour toute question concernant cette publication.