



La dette souveraine en Afrique — Chances et opportunités pour l'Afrique

La dette souveraine en Afrique

Chances 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

La dette souveraine en Afrique

Chances et opportunités
pour l'Afrique

Table des matières

Introduction	12
1. Le paysage de la dette souveraine en Afrique	14
Les catégories de créanciers	
2. Les créanciers multilatéraux	26
3. Les créanciers bilatéraux	32
4. Les créanciers commerciaux	36
5. Les obligataires	39
Les formes de financement	
6. Le financement multilatéral et bilatéral	46
7. Les emprunts souverains	56
8. Les obligations souveraines	68
9. L'émission des obligations	77
10. Le prêt garanti	89
11. Les opérations d'échange (swaps)	95
12. La dette souveraine conforme à la charia	101
13. Les passifs conditionnels	103

La gestion de la dette publique

14. Les fonctions, cadres et outils	120
15. La comptabilisation, le reporting et la conservation de données de la dette de qualité	132
16. La stratégie de gestion de la dette	139

Le rôle des conseillers

17. Qui peut m'aider et pourquoi ai-je besoin d'eux ?	148
-------------------------------------------------------	-----

Le surendettement

18. La nécessité d'une intervention en temps opportun	160
19. Comment dois-je gérer les situations de surendettement ?	165
20. La relance et la résistance	180

Acronymes et abréviations

Glossaire

Pour aller plus loin

Avant-propos

FACILITÉ AFRICAINE DE SOUTIEN JURIDIQUE AFRICAN LEGAL SUPPORT FACILITY

Depuis la crise de la dette survenue dans les années 80, la viabilité de la dette des pays africains est un sujet de discussion constant et parfois controversé. Au début des années 2000, de nombreux pays africains ont reconnu qu'il leur était nécessaire de réduire significativement leur endettement souverain, et ont œuvré dans ce sens, grâce à des programmes d'allègement de la dette, une meilleure gouvernance et une croissance économique axée sur les produits de base.

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

Concomitamment à cette tendance, la baisse de la disponibilité des prêts concessionnels a incité de nombreux pays africains à trouver de nouvelles façons de financer leurs activités et projets. Du fait de la présence de plus en plus répandue de prêteurs

bilatéraux privés et non traditionnels, la composition type de la dette publique en Afrique a évolué, avec l'apparition de nouveaux termes et structures de prêts complexes. Aux côtés des nouveaux prêteurs, la négociation plus active de la dette africaine au sein d'un marché secondaire de plus en plus dynamique et sophistiqué 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 fragile du point de vue de leur endettement, le Fonds Monétaire International ayant indiqué en 2017 que 15 pays d'Afrique se trouvaient en situation d'endettement ou présentaient un risque élevé d'endettement.

Il convient de souligner que le recours à la dette n'est pas une mauvaise politique en soi. De fait, 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 un véritable catalyseur pour la croissance économique des pays, une mauvaise gestion de cette dette peut produire l'effet inverse et précipiter les pays dans des situations précaires aux conséquences économiques durables.

Pour éviter les conséquences néfastes liées au recours à la dette, la clé consiste en l'élaboration et la mise en œuvre de stratégies de maintien de la dette à un niveau soutenable et de cadres de gestion de la dette solides qui faciliteront une gestion efficace de la dette à long terme.

L'une des principales raisons ayant motivé la création de la Facilité africaine de soutien juridique (ALSF) était d'aider les États africains à éviter les pièges d'une accumulation de dette excessive et de les accompagner dans leurs efforts pour atteindre la viabilité de leur endettement. 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 convenable 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-avant que l'ALSF a élaboré le présent manuel. Il servira de guide pratique accessible aux gestionnaires de la dette publique, ainsi

qu'aux autres personnes impliquées dans la gestion des finances publiques en Afrique. Il leur donnera des moyens, 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.

Seront examinés dans la première partie du manuel les concepts sur lesquels repose la dette souveraine, tels que les aspects techniques, financiers et juridiques relatifs aux instruments de dette et aux marchés au sein desquels ils sont négociés. La seconde partie du manuel décrira l'élaboration et 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 concluront par l'examen du sujet que ce manuel a précisément pour objectif d'aider les États à l'éviter, à savoir une situation de crise et ce qu'il convient de faire si elle survient.

Notre groupe d'auteurs se compose d'universitaires, économistes, conseillers financiers, chercheurs et 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 viabilité 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 ce manuel 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 encouragera la poursuite d'autres travaux universitaires. Toutefois, ce manuel n'est pas destiné à remplacer 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 la 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 ce manuel pour les États africains, pour autant son contenu n'en est pas moins applicable hors du continent africain.

Au nom de l'ALSF, je souhaiterais remercier l'ensemble des auteurs ayant contribué à ce manuel pour 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 leurs débats constructifs. Ce manuel reflète les opinions et points de vue collectifs de ces experts, ainsi que ceux des principales parties prenantes en Afrique.

Je souhaiterais 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 souhaiterais remercier plus particulièrement les conseillers (à distance), Tivinton Makuve (MEFMI) et Johan Krynauw (CABRI), pour leur contribution essentielle à ce manuel.

Ce manuel 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 souhaiterais 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 ce manuel depuis sa conception jusqu'à son élaboration.

Le manuel 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 « vau-tours » 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 manuel 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 librement toute personne à le reproduire, en extraire certaines parties, le modifier, le traduire, le réutiliser pour une utilisation non commerciale sans 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 du
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

Ce manuel est le fruit d'un travail collectif des auteurs énumérés ci-dessus. Aucune opinion exprimée dans le présent manuel 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.

Ce manuel constitue un guide général et ne contient pas d'avis juridique ou conseil financier à caractère définitif. Les lecteurs envisageant l'une ou l'autre des questions abordées dans le présent [livre/manuel/guide] devront rechercher, dès le stade initial, à s'entretenir avec leurs conseils.

Introduction

Le présent livre vise à donner des moyens aux gestionnaires de la dette publique et autres représentants publics impliqués dans la gestion des finances publiques en Afrique, en démystifiant les concepts et la terminologie y relatifs et en servant de guide pratique des finances publiques.

Par souci de cohérence et de clarté, les termes généralement reconnus du Groupe de Réflexion sur les Statistiques des Finances (*Task Force on Finance Statistics*) ont été utilisés tout au long du livre. Aux fins du présent livre, le terme « dette publique » est parfois désigné par le terme « dette souveraine » ou par d'autres termes similaires. De même, un pays peut être désigné sous le vocable « souverain », « État », « nation », ou « gouvernement ».

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 selon laquelle 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, quelles ressources utiliser, comment les structurer, avec qui et comment interagir, comment éviter le surendettement et, surtout, que faire si une crise survient.

Les treize premiers chapitres du présent livre se concentrent sur le volet « science ». Seront ainsi examinés dans ce cadre les raisons principales du recours à l'emprunt, les différentes sources de financement, ainsi que les instruments les plus fréquemment utilisés. La seconde partie du livre, du chapitre 14 au chapitre 17, traitera 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 ». Les conseillers professionnels, indépendants, mandatés pour les questions financières, juridiques et de communication, jouent un rôle essentiel pour aider les gouvernements à atteindre leurs objectifs, et ce, pas seulement en situation de crise. Il sera examiné dans ce chapitre le rôle de ces conseillers, ainsi que la question de savoir dans quels cas et de quelle façon leur assistance devrait être sollicitée.

Enfin, dans une troisième partie du livre, du chapitre 18 au chapitre 20, sera décrit l'art de traverser les périodes de surendettement et la façon selon laquelle un pays peut se relancer et retrouver sa capacité de résistance.

1 Le paysage de la dette souveraine en Afrique

Doté 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 exploiter 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, plus important encore, 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 leurs propres capitaux à l'échelle nationale et également attirer des ressources extérieures dans de très grandes proportions. Ces ressources, aussi bien à l'échelle nationale qu'internationale, seront en majorité sous forme de dette.

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, exploiter leurs ressources naturelles, améliorer la santé et l'éducation de leurs popula-

tions et contribue à leur croissance économique globale. Cependant, en dépit du fait 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 (PPTE), 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'il n'est pas possible de recourir à la dette sans supporter les risques y associés. La hausse de la dette à travers le continent africain doit ainsi aller de pair avec des politiques macroéconomiques bien conçues, des institutions solides et des procédures de gestion de la dette rigoureuses. Lorsque les politiques, procédures et institutions en place sont insuffisantes, la capacité de remboursement de la dette est limitée.

Le contexte historique

Durant des décennies, la croissance économique de l'Afrique était freinée en raison d'une insoutenable accumulation de dettes et d'un enchaînement de restructurations. Les initiatives d'allègement de la dette entreprises dans les années 1990, telles que l'initiative en faveur des Pays Pauvres Très Endettés (PPTE) et l'Initiative d'Allègement de la Dette Multilatérale (IADM), restaurèrent toutefois la viabilité de la dette, permettant ainsi aux pays africains d'être présents sur la carte de l'investissement.

L'initiative PPTE et l'IADM

L'initiative PPTE fut 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 remarquable aux pays éligibles pour ramener la charge de leur endettement extérieur à des niveaux soutenables ceci leur a permis d'honorer le service de leur dette extérieure sans avoir besoin de recourir à un allègement de la dette supplémentaire et sans compromettre la croissance. En 2005, l'initiative

PSTE 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 PSTE et IADM sont désormais presque atteints, l'initiative PSTE n'admettant plus de nouveaux pays depuis 2011 et l'IADM ayant été terminée en 2015.

Les initiatives PSTE et IADM ont permis de fournir une assistance à 36 pays participants (sur lesquels 30 pays se trouvent en Afrique) pour effacer plus de 99 milliards USD de dette extérieure. L'allègement de la dette au titre des initiatives PSTE et IADM a permis à ces pays de relever leurs dépenses consacrées à la réduction de la pauvreté en allégeant de manière substantielle la charge d'endettement, en réduisant les paiements au titre du service de la dette et en améliorant la gestion de la dette publique.

Les pays africains, admissibles à une assistance dans le cadre des initiatives PSTE 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, 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, la Gambie, le Togo, l'Uganda et la Zambie.

*Pays n'ayant pas encore bénéficié d'une assistance intégrale. Ces pays ont atteint le Point de Décision d'allègement de la dette, mais ne sont pas encore parvenus au Point d'Achèvement d'allègement définitif de la dette (une nuance que nous n'avons pas souligné s'agissant de l'initiative PSTE). Il serait toutefois faux d'affirmer que ces pays n'ont pas du tout bénéficié d'une assistance.

Les niveaux d'endettement post-PPTE/IADM

L'objectif des initiatives PPTE et IADM était d'accorder un allègement de la dette dans le but d'alléger 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 majorité 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 NOTE :

1. la baisse, entre 2014 et 2016, des prix des produits de base exportés par l'Afrique, y compris 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. les dépréciations du taux de change
5. pour certains pays, la piètre gouvernance institutionnelle au niveau de la gestion des impôts et taxes et de la gestion de la dette.

En raison des contraintes budgétaires de leurs propres pays, les pourvoyeurs traditionnels de dons et financements concessionnels ont moins de ressources disponibles à consacrer aux pays en développement. De ce fait, les pays africains ont été contraints de rechercher d'autres sources de financement. Compte tenu du faible niveau des taux d'intérêt à l'échelle mondiale et d'une hausse des prix des produits de base, les pays africains ont pu bénéficier d'un meilleur accès au financement par les

marchés financiers, qui est plus onéreux et présente habituellement des échéances plus courtes, mais dont l'accès risque de se refermer sensiblement en période de sur-endettement.

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 contractées au titre des emprunts obligataires sont régies par d'autres droits que le droit national, rendant plus difficile la façon selon laquelle la dette peut être gérée en période de difficultés exceptionnelles.

Une partie importante de cette nouvelle dette africaine est libellée en monnaie étrangère, exposant ainsi les économies de ces pays à des risques de chocs monétaires et diminuant leur capacité à planifier le risque de dévaluation monétaire. Et même s'agissant des dettes libellées en monnaie nationale, celles-ci sont majoritairement détenues par des non-résidents, en raison du développement insuffisant des marchés financiers nationaux, compliquant de ce fait davantage la reconduction (*rollover*) de la dette en période de détresse financière.

L'alourdissement du stock de la dette et du service de la dette ne devrait toutefois pas être interprété comme le signal du caractère inévitable d'une future crise et d'une incapacité à faire face aux paiements. Il s'agit précisément de la situation dans laquelle une gestion de la dette rigoureuse dans le cadre de politiques macroéconomiques solides peut faire une différence capitale.

Les tendances observées récemment

Les gestionnaires de la dette publique en Afrique font face aujourd'hui à un certain nombre d'enjeux, parmi lesquels se trouvent :

UN ACCÈS ÉLARGI AUX MARCHÉS DE CAPITAUX INTERNATIONAUX

À la date du mois de mars 2019, 20 pays d'Afrique subsaharienne avaient procédé à l'émission d'emprunts obligataires sur le marché international de capitaux, la plupart libellés en USD, le pays émetteur ayant réalisé la première émission inaugurale en Afrique étant le Bénin. Compte tenu du fait que la plupart des pays émetteurs d'obli-

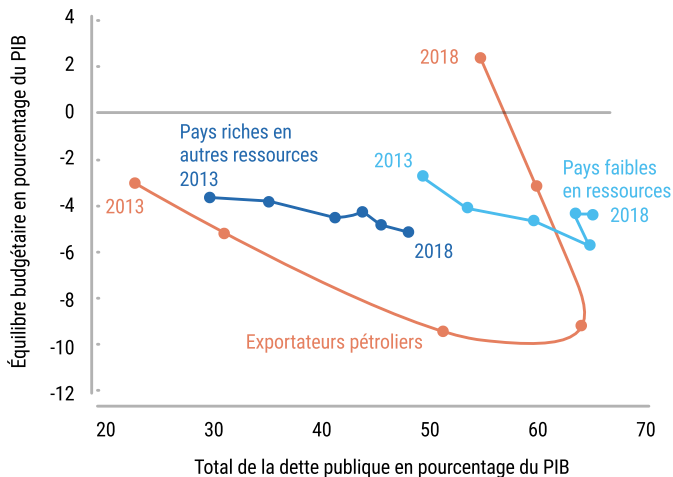


FIG.1. Source : Base de données du FMI - Perspectives de l'économie mondiale

gations ne sont pas capables d'accéder à des échéances plus longues que sur 5-7 ans, cette situation est susceptible d'entraîner un pic des échéances sur la période 2024-2025. Globalement, la dette extérieure en monnaie étrangère des pays africains a augmenté, passant de 237,57 milliards USD en 2005 à un total de 524,12 milliards USD en 2017.

UNE PRÉSENCE ACCRUE DES CRÉANCIERS NON TRADITIONNELS

Au cours des dernières années, il a été observé 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 en Asie.

À titre d'exemple, 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 accordés tant par les banques publiques chinoises que par l'État chinois lui-même, à des modalités à la fois concessionnelles et non concessionnelles.

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

La dépendance de nombreux pays africains à la commercialisation de produits de base spécifiques a attiré des entreprises commerciales multinationales intéressées par des engagements de long terme et la fourniture de ces produits de base. Le pétrole est le plus important de ces produits de base et celui qui a suscité le plus d'intérêt. À titre d'exemple, certaines compagnies pétrolières nationales ont conclu des accords de pré-financement 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

La hausse des engagements financiers des entreprises publiques, de la dette au niveau infranationale, des garanties et autres dettes conditionnelles, est un facteur important devant être pris en compte par les gouvernements et gestionnaires de dette lorsqu'ils élaborent les politiques macroéconomiques et les stratégies en matière de gestion de la dette. Dans ce cadre, les dettes garanties et autres passifs faisant l'objet d'un engagement juridique doivent être étroitement surveillés dans l'hypothèse où l'engagement juridique d'un pays de payer une somme serait déclenché. Il incombe également aux États de surveiller la dette des entreprises publiques et la dette au niveau infranational, même lorsqu'ils ne sont pas légalement tenus de supporter cette dette. L'incapacité de ces entreprises publiques ou autorités au niveau infranational à reconduire leurs obligations au titre du montant en principal de leurs dettes arrivant à échéance pourrait nécessiter une intervention de l'État pour 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 lourdes conséquences sur le bilan comptable et la situation financière générale du pays.

L'ABSENCE DE REGISTRES CONVENABLES, LE MANQUE DE TRANSPARENCE ET LA DÉFAILLANCE DE LA GOUVERNANCE

Un certain nombre de pays africains sont confrontés à des difficultés dans le cadre de la gestion de leur dette pour les raisons suivantes : (a) l'absence de comptabilisation convenable du stock total de dettes actuelles et conditionnelles du pays, (b) le

manque de transparence, dans certains cas, en ce qui concerne les principaux engagements financiers et (c) une gouvernance défailante en raison du manque de procédures et structures appropriées ou, dans certains cas, de la corruption. Structurer les organismes de gestion de la dette, en leur conférant des pouvoirs et compétences clairs en termes de gouvernance leur permettant de faire face à ces difficultés, doit être l'un des objectifs prioritaires des pays d'Afrique.

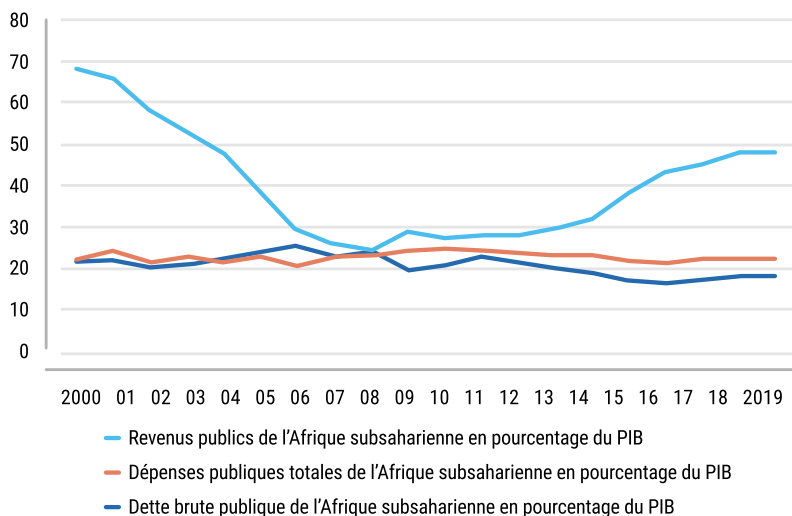


FIG.2. Source : Base de données du FMI - Perspectives de l'économie mondiale

Les catégories de créanciers

Points clés

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



Les différentes catégories de créanciers d'un pays comprennent habituellement les créanciers multilatéraux (tels que la Banque Mondiale, la Banque africaine de développement et 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 détenteurs d'obligations (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, aidera en définitive les pays emprunteurs à comprendre qui sont les acteurs auprès de qui ils peuvent emprunter des fonds.



Le type de prêteurs actifs sur le continent africain a continué de changer ces dernières années. Il est apparu une augmentation des prêts provenant de sources « non traditionnelles », comme les 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 ouvertes aux membres à l'échelle mondiale et qui mobilisent les fonds versés par leurs membres dans le but de favoriser la croissance économique et d'encourager la stabilité économique. 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 d'encourager la stabilité financière et monétaire internationale, par la surveillance des politiques des pays membres et de leur évolution économique et financière à l'échelle nationale, régionale et mondiale, par l'octroi d'une assistance financière à ses membres pour leur permettre de surmonter leurs problèmes de balance des paiements, ainsi que l'octroi d'une assistance technique pour aider les pays membres à mettre en place de meilleures institutions économiques.

Les créanciers multilatéraux sont régis par les politiques et cadres légaux qui leur sont applicables. 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 est de réduire la pauvreté et d'améliorer les conditions de vie en Afrique. À l'origine, seuls les pays africains étaient autorisés à rejoindre la banque. Depuis 1982, toutefois, l'adhésion à la BAD a été ouverte aux pays non africains également. La BAD poursuit 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 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 contribue 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 FIDUCIAIRE 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 des financements concessionnels aux PMR de la BAD à faible revenu, 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 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 solides par la fourniture d'une assistance technique.

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

1. les ressources accordées dans le cadre de l'assistance financière seront utilisées pour surmonter des problèmes de balance des paiements de l'État membre et ne peuvent pas être octroyées à d'autres fins. Un État membre peut utiliser les ressources générales du Fonds uniquement dans la mesure où cela est rendu nécessaire par la situation de sa balance des paiements, c'est à dire que la nécessité provient de la situation de sa balance des paiements ou de ses réserves, ou de l'évolution de ses réserves (Article V, Section 3 (b))
2. l'État membre sera en mesure de rembourser le FMI conformément à l'échéancier applicable (Article V, Section 3 (a)).

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

Pour que les États membres puissent bénéficier d'une assistance financière, ceux-ci doivent mettre en œuvre un programme de réformes d'ordre économique, financier et structurel, élaboré pour remédier au 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 requérant dans le but d'analyser les causes économiques et financières des problèmes de balance des paiements et le montant du financement nécessaire pour y remédier. Les membres du gouvernement de l'État membre requérant 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 à l'appui de ce programme. Suivant l'ap-

probation du Conseil d'administration, l'État membre pourra alors accéder au financement du FMI dès lors qu'il satisfait aux conditions du programme de réformes, auquel il est fait référence par le terme de « conditionnalité ». 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. L'objectif du Groupe de la Banque Mondiale 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 aux États 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 et dons destinés à des programmes de développement économique, lesquels sont élaborés à des conditions concessionnelles encore plus favorables que celles de la BIRD. Veuillez vous reporter au chapitre intitulé « Le financement multilatéral et bilatéral », pour de plus amples informations sur les conditions disponibles auprès de ces institutions.

Remarque sur le statut de créancier privilégié

Les institutions multilatérales bénéficient généralement du statut de créancier privilégié (SCP) sur l'ensemble des autres créanciers. Le SCP, qui est un droit de priorité *de facto* et non pas d'origine légale, est né dans le contexte de la restructuration de la dette par le Club de Paris, dans le cadre duquel 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 n'ont aucune autre source de financement possible et il cherche à accompagner l'État membre par la mise en œuvre d'un programme de réformes dont l'objectif est d'aider l'État membre à ramener ses finances publiques et sa dette à un niveau supportable. En sus du traitement favorable octroyé par le Club de Paris, les institutions prêteuses multi-

latérales se sont également vues accorder le SCP de la part de créanciers privés, dans la mesure où la dimension de bien public du prêt multilatéral, généralement, leur profite également.

Il est important de relever qu'il a été observé ces dernières années une augmentation des prêts provenant d'autres institutions, auxquelles il a récemment été fait référence comme étant « plurilatérales ». Alors que le nombre de ces nouveaux entrants augmente et que les prêts gagnent en importance, des questions ont été soulevées sur le fait de savoir si toutes ces organisations plurilatérales et régionales devaient être considérées comme de véritables institutions multilatérales.

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

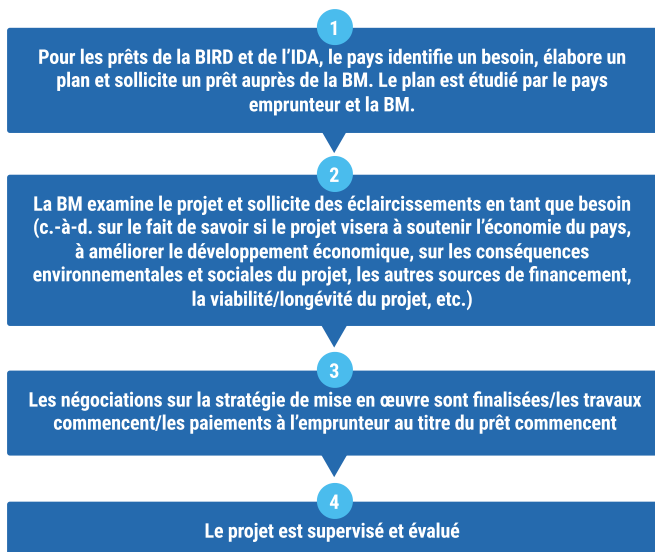


FIG.4. Le cycle du projet de la Banque Mondiale

3 Les créanciers bilatéraux

Une entité souveraine prêtant à une autre entité souveraine est considérée comme étant un créancier bilatéral. Les créanciers bilatéraux peuvent être dans l'ensemble divisés entre les créanciers bilatéraux traditionnels et les nouveaux créanciers bilatéraux émergents, non traditionnels. Une distinction est communément opérée entre ces deux catégories de créanciers bilatéraux relativement à leur qualité de membre du Club de Paris, les créanciers bilatéraux traditionnels en étant membres alors que les créanciers bilatéraux émergents non traditionnels ne le sont pas.

Dans la présente section, seront examinés ces deux catégories de créanciers, à savoir : la façon dont ils sont organisés, la philosophie présidant à l'octroi d'une aide au développement, ainsi que les termes et modalités appliqués pour fournir une aide au développement aux pays en développement. Veuillez vous reporter au chapitre intitulé « Le financement multilatéral et bilatéral » pour une analyse plus approfondie des catégories d'instruments accordés par ces créanciers.

Il sera, surtout, également souligné dans cette section la façon selon laquelle les problématiques de viabilité de la dette sont traitées par ces deux catégories de créanciers bilatéraux lorsqu'ils prêtent des fonds aux pays en développement. Il sera enfin présenté une brève description des secteurs principaux ayant été ciblés en grande partie par ces deux catégories de créanciers.

Les créanciers bilatéraux traditionnels (le Club de Paris)

Les créanciers bilatéraux traditionnels se concentrent sur la viabilité de la dette à long terme tout en gardant un œil sur les liens macroéconomiques. Il peut s'agir de prêts accordés aux PFR à des conditions favorables (concessionnelles) pour soutenir la viabilité 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

Bien qu'il se considère lui-même comme un groupe « informel », le Club de Paris est un groupe de créanciers bilatéraux officiels se réunissant régulièrement à Paris depuis 1956. Les créanciers du Club de Paris examinent la dette des pays en développement et des pays *émergents*. Leurs réunions mensuelles appelées « Tour d'Horizon » sont des forums importants au cours desquels les participants discutent de la situation de la dette extérieure des pays débiteurs et des questions méthodologiques relatives à la dette des pays en développement.

Les pays membres du Club de Paris ont pleinement participé à l'initiative PPTE et 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. Il en a résulté une diminution du niveau actuel de la dette existante des pays d'Afrique envers les créanciers du Club de Paris par rapport à son niveau passé.

LES MEMBRES PERMANENTS DU CLUB DE PARIS

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

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 la Chine, l'Inde et l'Arabie Saoudite.

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. Sont des participants *ad hoc* les pays suivants : Abu Dhabi, l'Argentine, le Koweït, le Mexique, le Maroc, la Nouvelle Zélande, le Portugal, l'Afrique du Sud, 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, dont notamment :

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, la Commission européenne, la BAD, la Banque asiatique de développement, la Banque européenne de reconstruction et de développement, la Banque interaméricaine de développement)
2. les pays n'étant ni membres du Club de Paris ni participants *ad hoc*, détenant 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, deviennent 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 peuvent octroyer des financements aux pays en développement de manière directe ou par le biais de leurs agences gouvernementales, banques publiques ou autres institutions.

Contrairement aux autres créanciers bilatéraux, ces créanciers émergents ont tendance à se concentrer sur la micro-viabilité 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, principalement le secteur des infrastructures, afin de soutenir des activités productives.

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

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

MISE EN GARDE

De nombreux créanciers émergents participent au Club de Paris en tant que membres *ad hoc*, au cas par cas, ou en tant qu'observateurs. Toutefois, dans le cadre du processus de restructuration, bon 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 s'étaient fréquemment 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 ? Cela peut signifier que, en période de difficultés, les négociations avec les créanciers officiels aux fins de restructuration de sa dette pourront s'avérer plus difficiles, dans la mesure où le débiteur ne bénéficiera pas d'une approche collective de la part de l'ensemble de ses créanciers. Le processus de règlement des problématiques bilatérales - et souvent politiquement sensibles - entre les pays débiteurs et leurs créanciers officiels peut en être compliqué.

4 Les créanciers commerciaux

Les institutions financières du secteur privé et les autres créanciers commerciaux représentent une source importante de financement pour les pays souverains emprunteurs. Toutefois, à la différence des créanciers officiels multilatéraux ou bilatéraux, les créanciers commerciaux prêtent des fonds aux pays souverains emprunteurs à des termes commerciaux déterminés par le jeu des forces du marché. La dette commerciale, prenant habituellement la forme de prêts ou garanties, n'est pas un financement concessionnel ni un financement octroyé à l'appui d'une politique mais est accordé, dans ce cas, aux fins – et aux conditions- convenues à l'issue de négociations entre le pays souverain 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 de leurs coûts de 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 dite « *pari passu* » sur 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-créanciers, 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 aux tiers.

Les facilités de prêt multilatérales et officielles (autres qu'avec le FMI) sont susceptibles de contenir la plupart des dispositions visées ci-avant, à l'exception des 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 alors 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 réglementées, les fonds de pension, les gestionnaires d'actifs, les investisseurs institutionnels ou (dans certains cas) des familles ou particuliers fortunés résidents dans le pays en question. Le crédit consenti peut être libellé en monnaie nationale ou étrangère, ceci en fonction du régime de contrôle des changes applicable au 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 comptes jusqu'à son échéance, sont aussi parfois appelés des « prêts du club » (« *club loans* »). Dans le cas d'un prêt syndiqué, une ou plusieurs banques agiront en qualité d'arrangeurs du financement, faisant intervenir les 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 », en raison du fait que l'arrangement de ces financements était habituellement mis en place par les banques de la place de Londres.

Ces dernières années, l'éventail de créanciers étrangers participant aux financements par la dette commerciale au profit des pays emprunteurs s'est élargi pour inclure toutes sortes d'investisseurs institutionnels non réglementés, comme 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 obligataires

Les marchés de capitaux nationaux et internationaux sont devenus une source de financement importante pour l'ensemble des États. Au cours des dernières années, les investisseurs privés ont démontré un intérêt croissant dans 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 d'Afrique.

Les titres de créance, émis sur le marché local sous la forme de titres à court terme (billets de trésorerie ou bons du trésor) ou à l'échelle internationale sous la forme d'euro-obligations, peuvent faire l'objet soit d'un placement privé soit d'une offre publique auprès des investisseurs. Les créances de cette nature peuvent être libellées en monnaie locale ou étrangère. Pour de nombreux 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 s'agissant des 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, dans l'hypothèse où il existe des investisseurs locaux présentant la capacité d'investir en monnaie étrangère, soit sur les marchés de capitaux internationaux.

Lorsqu'il existe un marché de capitaux national, cela représente souvent une source de financement avantageuse pour l'État. Les banques nationales et autres investisseurs institutionnels (tels que les fonds de pension et compagnies d'assurance) repré-

sentent généralement la principale catégorie d'investisseurs sur les marchés locaux des billets de trésorerie et bons du trésor. Du point de vue de l'État, ils représentent des investisseurs attractifs dans la mesure où ils vont généralement décider – ou être incités ou requis par l'État à décider – de conserver leurs investissements en période de crise. Les investisseurs internationaux spécialisés (tels que les fonds de pension, fonds spéculatifs (*hedge funds*) et 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 être plus enclins, en cas de crise ou en prévision d'une situation de crise, à retirer leurs investissements, ce qui peut aggraver les problèmes de liquidité et autres problèmes de l'État à un moment de vulnérabilité.

Au cours des dernières années, le volume des financements non concessionnels accordés aux États s'est étendu avec l'émission d'euro-obligations et d'autres titres de créance – émis ou garantis directement 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 du titre de créance) sont généralement composés d'un éventail d'institutions financières, fonds de pension, fonds spéculatifs et gestionnaires d'actifs non-résidents. Ils détiennent les titres dans leurs portefeuilles d'investissements respectifs, afin de recevoir de manière régulière les versements du principal et des intérêts sur lesdits titres. Ils peuvent autrement décider de négocier ces titres afin, soit de réaliser des plus-values (lorsque la valeur du titre s'est appréciée), soit de minimiser les moins-values (lorsque la valeur du titre s'est dépréciée, que ce soit en raison d'une crise touchant le pays concerné ou en raison d'autres facteurs de marché).

La particularité des marchés de capitaux obligataires internationaux tient au fait que les acquéreurs de titres de créance souveraine peuvent (virtuellement) 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 souverains est facilitée par l'entremise de grandes banques internationales et autres institutions financières, qui fournissent des services de teneur de marché. En raison du fait que 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. Toutefois, en vue de la restructuration d'une dette obligataire, l'État peut, avec l'assistance de ses conseillers financiers, recourir aux services d'un agent de renseignements afin d'identifier l'origine géographique de son investisseur. Il s'agit d'une différence essentielle par rapport aux créanciers commerciaux, avec lesquels l'État a un contact plus direct et entretient des relations suivies (à moins que les créanciers n'aient recours à des participations tacites auprès de tiers prêteurs afin de limiter leur exposition sur l'emprunteur en question).

Des investisseurs spécialisés sont à la recherche d'opportunités leur permettant d'acheter des titres de créance souveraine à des cours fortement décotés, avec l'objectif de réaliser un bénéfice sur investissement une fois que le cours du titre de créance se sera par la suite amélioré. Ces investisseurs du marché secondaire jouent un rôle important en assurant de la liquidité aux acteurs du marché sur le marché secondaire. Leur comportement, dans le cadre d'opérations de restructuration de la dette souveraine d'un pays en proie à une situation de surendettement, peut aller de 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 se différencier considérablement de ceux des acteurs du marché primaire.

Les marchés secondaire et primaire

Marché primaire :

Investisseurs participant à l'émission de la dette

Marché secondaire :

Investisseurs procédant à l'achat de titres de dette à toute date postérieure à leur émission. Certaines catégories d'investisseurs se spécialisent dans les situations de surendettement et achètent des titres de dette souveraine uniquement lorsque le cours est bas (et les rendements élevés).

Les formes de financement

Points clés

Un État a accès à plusieurs options de financement, lesquelles comprennent : les prêts souverains (concessionnels et non concessionnels), les obligations, les rehaussements de crédits émis par le gouvernement, les échanges de taux d'intérêt (interest rate swaps) et les échanges de devises (dénommés aussi crédits croisés, cross-currency swaps), la dette souveraine conforme à la charia, ainsi que d'autres formes de dettes/engagements.



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



Certains aspects particuliers et plus techniques devront être examinés plus attentivement, comme par exemple : le rôle de l'arrangeur/agent de prise ferme (underwriter), la différence entre les droits juridiques des créanciers résultant d'accords de prêts et ceux résultant d'un trust obligataire (bond trust) ou d'une structure d'agent fiscal (fiscal agency structure), ainsi que les engagements en matière de soutien des prix, entre autres aspects.



Un examen attentif doit également être apporté aux différents types de support disponibles (tels que par exemple les outils de rehaussement de crédit et les accords de couverture), ainsi qu'aux caractéristiques de certaines autres structures de la dette susceptibles d'être proposées à l'État ou adaptées à sa situation.



Il est primordial de comprendre les dispositions contractuelles et de quelle façon la dette est contractée, afin d'appréhender les risques contentieux et commerciaux encourus par l'État.



6 Le financement multilatéral et bilatéral

Les créanciers multilatéraux et les créanciers bilatéraux officiels offrent une myriade d'instruments, ceux-ci étant généralement liés à un programme ou aux politiques. Sont exposées ci-dessous les principales caractéristiques de ces instruments, énumérés par catégorie de créanciers octroyant 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 (telle qu'un fournisseur public d'électricité) et (b) de garanties accordées aux prêteurs commerciaux, soit à l'échelle internationale soit au sein du marché de l'État, lesquels octroient ensuite, en retour, des prêts à l'État ou à une entité infranationale. Dans le but de fournir un soutien au crédit pour les prêts accordés par les prêteurs multilatéraux, l'État consent habituellement aux prêteurs multilatéraux une garantie au titre de tout prêt accordé à une entité infranationale, celle-ci

étant souvent désignée comme une contre-garantie (ce point étant examiné plus en détail au chapitre intitulé « Le prêt garanti »).

Les prêts multilatéraux sont fréquemment consentis dans le cadre d'un objectif de développement ou d'un autre objectif de politique nationale. L'avantage de tels prêts provient du fait que leurs termes financiers sont généralement inférieurs au taux du marché qu'un emprunteur se verrait sinon offrir de la part de prêteurs commerciaux. Ils sont connus sous le nom de prêts « concessionnels ». Compte tenu de la nécessité de leur stricte surveillance ainsi que de leur conformité aux normes de protection en matière environnementale et sociale, les prêts multilatéraux exigent de la part 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 stipulations des accords de prêt relatives au droit applicable et à l'attribution de compétence, ainsi que dans le fait que les prêteurs s'attendent à être privilégiés au titre de leur remboursement par rapport aux autres prêteurs du secteur privé.

Outre les prêts multilatéraux, visant à soutenir le développement ou à atteindre les objectifs de politique nationale, le FMI, dont la mission est d'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, avec des fenêtres à la fois concessionnelles et non concessionnelles, sont dotées de politiques de gradation, l'assistance progressant à partir de l'assistance concessionnelle (la BAD et la Banque Mondiale). Le critère principal déclenchant le processus de gradation est le revenu national brut (RNB) par habitant, les seuils appliqués par la BAD et la Banque Mondiale étant identiques. La gradation 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 qui s'applique pour la BAD et la Banque Mondiale, même si leurs évaluations sont basées sur des critères différents.

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), quoi qu'elle cherche néanmoins à accorder des financements à des conditions plus favorables 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, dans chacun des cas, à la condition que les emprunteurs remplissent des critères précis d'admissibilité.

TABLEAU N° 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 une période de grâce 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. termes des taux d'intérêt = taux de base + marge de financement + marge d'intérêt.
Prêt non garanti par l'État (PNGE)	Prêts accordés aux entreprises des secteurs public et privé remplissant des critères d'admissibilité précis, sans aucune forme de garantie de la part du PMR.	Jusqu'à 15 ans, avec une période de grâce 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. termes des taux d'intérêt = taux de base + marge de financement.

Type de prêt/facilité	Objectif	Durée	Termes financiers
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 particulier en monnaie locale – jusqu'à 20 ans pour les emprunteurs garantis par l'État, jusqu'à 15 ans pour les emprunteurs non garantis par l'État. Période de grâce 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 termes des taux d'intérêt = taux de base + marge de financement + marge d'intérêt prime de remboursement anticipé.
Prêts syndiqués (structures du prêt A et du prêt 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 de la période de grâce du prêt A, dans la mesure où l'échéance finale des participations dans le prêt B peut être plus courte que la période de grâce 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).
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. Les GPC couvrent les prêteurs privés contre le risque qu'un gouvernement, ou qu'un organisme public, manque à l'exécution de 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 étant 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 monnaies.	En ce qui concerne un PGE : absence de frais en ce qui concerne 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.

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. Il est présenté ci-après une synthèse des termes relatifs aux prêts et lignes de crédit accordés par le FAD.

TABLEAU N° 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 ^{ème} année. 3 % du principal par an de la 21 ^{ème} à la 50 ^{ème} 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	N/A

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 soutenir ces pays 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 encouragés.

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

- intérêts au taux de 0 %,
- frais de service de 0,75 % par an sur le solde restant à payer,
- commission d'engagement de 0,5 % par an sur les engagements 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 prêt concessionnel à court terme du FSN :

- intérêts au taux de 0 %,
- frais de service de 0,75 % par an sur le solde restant à payer,
- commission d'engagement de 0,5 % par an sur les engagements 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).

Le Fonds Monétaire International

Les différents instruments de financement du FMI sont adaptés pour répondre aux différents types de problèmes de balance des paiements. Les Pays à faible revenu (PFR) peuvent emprunter à des conditions concessionnelles dans le cadre des financements disponibles via le Fonds fiduciaire pour la réduction de la pauvreté et pour la croissance (FRPC) du FMI, actuellement à un taux d'intérêt fixé à zéro. La facilité élargie de crédit 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. Traditionnellement, les accords de confirmation (*Standby arrangements* [SBA]) ont représenté la source principale d'assistance des 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, la viabilité de la dette et aux engagements donnés dans le cadre du financement.

TABLEAU N° 3. Facilités et instruments de financement du FMI

Facilité	Destination	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 provenant de graves déséquilibres des paiements dus à des obstacles de nature structurelle, ou qui se traduit 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).	De 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 actuel et urgent.	Achat direct		De 3 ans ¼ à 5 ans.
Facilité de crédit élargie (pays admissibles au concours du PRPC)	Besoin de balance des paiements prolongé.	De 3 à 4 ans, pouvant être prolongé à 5 ans	Libre d'intérêt.	10 ans, avec une période de grâce de 5 ans ½.

Facilité	Destination	Durée	Financement	Remboursement
Facilité de crédit de confirmation (pays admissibles au concours du PRPC)	Besoin de balance des paiements actuel, futur ou éventuel.	De 1 à 2 ans	Libre d'intérêt commission de disponibilité.	8 ans, avec une période de grâce de 4 ans.
Facilité de crédit rapide (pays admissibles au concours du PRPC)	Besoin de balance des paiements actuel et urgent.	Décaissement direct	Libre d'intérêt.	10 ans, avec une période de grâce de 5 ans ½.

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 zéro, et leurs remboursements sont étalés sur des périodes allant de 30 à 38 ans, y compris des périodes de grâce allant de 5 à 10 ans. L'IDA peut également accorder des dons aux pays menacés de surendettement.

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

Type d'aide financière IDA	Échéance	Période de grâce	Remboursements du principal	Clause d'exigibilité anticipée
Dons	Absence de remboursement	N/A	N/A	N/A
Micro-crédits	40	10	2 % pour les années 11 à 20, % pour les années 21 à 40.	Oui
Prêts réguliers	38	6	3,125 % pour les années 7 à 38.	Oui

Type d'aide financière IDA	Échéance	Période de grâce	Remboursements du principal	Clause d'exigibilité anticipée
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 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), qui est négociée de façon bilatérale entre le pays débiteur et le créancier officiel. Cette dette peut être (a) une dette concessionnelle, également dénommée Aide publique au développement (ADP) ou (b) une dette non concessionnelle, simplement dénommée aide « non ADP ».

La dette non ADP provient 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). Une fois que 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 problèmes liés au financement provenant des créanciers bilatéraux émergents

Le financement bilatéral par des créanciers non traditionnels peut être structuré de la même façon que le financement octroyé par des créanciers traditionnels. Toutefois, l'expérience a démontré que bien que le décaissement provenant de ces sources de fi-

nancement soit souvent plus rapide qu'en ce qui concerne les autres sources de financement assorties d'une conditionnalité, il est la plupart du temps moins transparent, plus coûteux, fait l'objet de plus de garanties et a tendance à être contracté sans procédure établie.

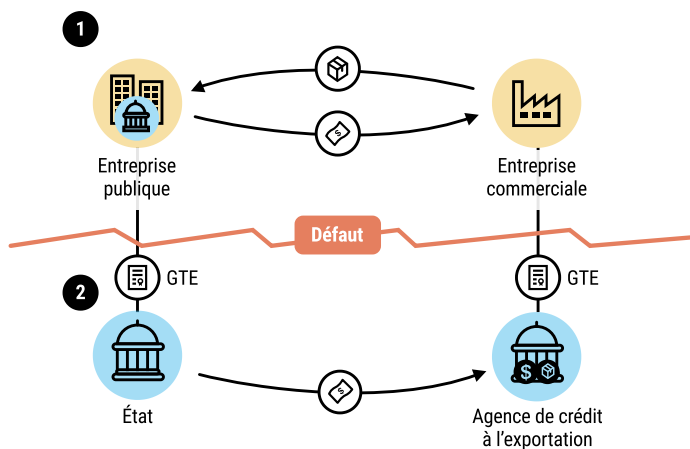


FIG.5. Dette garantie avant et après un défaut

7 Les emprunts souverains

Par les emprunts souverains et obligations souveraines (décrits ci-dessous), un transfert de fonds s'opère auprès d'un État donnant ainsi naissance à une obligation (dette) de sa part de rembourser les montants transférés, augmentés des intérêts convenus. Dans le cas 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 structures de financement

Les prêts peuvent être classés de plusieurs façons, en fonction de leur destination et de la personne à laquelle ils sont consentis. S'agissant de la dette souveraine, le plus pertinent est de distinguer les prêts directs et les prêts multipartites.

Il sera présenté ci-après une brève synthèse de ces principales formes de prêts.

LES PRÊTS DIRECTS

Un prêt bilatéral comporte un seul prêteur et typiquement 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-après). Malgré cet avantage, les gestionnaires de dette doivent tenir compte du fait que les prêts syndiqués permettent habituellement que la plupart des décisions soient adoptées par une majorité significative des prêteurs en cours (qui peut varier), ce qui apporte plus de flexibilité au pays emprunteur, particulièrement lorsqu'il s'agit de l'octroi de la plupart des clauses de renonciation et de l'élaboration de la plupart des amendements aux prêts.

Un prêt bilatéral peut être adapté pour correspondre à une destination en particulier, comme les prêts relais entre les émissions obligataires ou le financement à long terme d'un projet d'infrastructures. Il s'agit le plus souvent d'obligations à taux flottant, ce qui a pour effet d'entraîner des fluctuations des sommes dues. Ces changements peuvent être atténués à travers des stratégies de couverture (veuillez vous reporter au chapitre intitulé « Les opérations d'échange » (*Swaps*) pour de plus amples informations sur les stratégies de couverture).

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 » sur la forme et le fond.

Les acteurs de marché distinguent fréquemment entre les « prêts syndiqués » et les « prêts du club », en fonction de la taille du prêt et de la stratégie de commercialisation. Les « prêts syndiqués » sont susceptibles de comporter un nombre plus important de prêteurs que les « prêts du club », dont la plupart d'entre eux sont intéressés par le rendement du prêt sans avoir nécessairement de relations établies avec le pays prêteur. Les « prêts du club », quant à eux, comportent habituellement un nombre plus réduit de prêteurs, ayant tous en général un historique ou une relation privilégiée.

giée avec le pays prêteur. Cette différence en termes de marché sera expliquée ci-dessous.

LES PRÊTS SYNDIQUÉS

Les prêts syndiqués sont des prêts dans le cadre desquels 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 dénommés « banque chef de file », « prêteur principal », ou « agent de placement » [*underwriter*]), négocient aux côtés des prêteurs avec un emprunteur (un État, une entité infranationale ou une entreprise publique) les termes et conditions d'un prêt syndiqué, sur la base d'une opération placée (avec prise ferme) en tout ou partie. De tels prêts syndiqués peuvent, ou pas, 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 principaux termes du prêt (tels que son échéance, le montant en principal et les taux d'intérêts), lesquels peuvent par la suite uniquement être modifiés à l'unanimité des prêteurs du syndicat. Cependant, les modifications de tous les autres termes du prêt et, de ce fait, des clauses de renonciation (y inclus les renonciations relatives aux cas de défaut), peuvent traditionnellement être réalisées avec l'accord d'une majorité significative des prêts en cours (qui peut varier).

Tout comme les prêts directs, les prêts syndiqués peuvent aussi être ajustés à une destination en particulier.

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

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

Les membres du syndicat conviendront ensuite, ensemble, des termes 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, qu'en cas de défaillance d'un prêteur à faire l'avance de sa part du montant total du prêt convenu, les autres prêteurs n'auront pas l'obligation de faire l'avance de cette part. 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 DU CLUB

Un prêt du club (également appelé « prêt consortial ») est un prêt syndiqué dans la forme. Comme indiqué précédemment, les « prêts du club » comportent habituellement un nombre réduit de prêteurs, ayant tous en principe un historique ou une relation privilégiée 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 de leur crédit syndiqué.

LES SOUS-PARTICIPATIONS

Les prêteurs au titre de prêts commerciaux bilatéraux ou de prêts syndiqués sont autorisés à transférer leurs participations à d'autres prêteurs. Ce transfert à un autre prêteur peut être opéré (a) en faisant intervenir ce prêteur en tant que participant au prêt, impliquant une relation contractuelle directe avec l'emprunteur ou (b) selon un procédé par lequel l'autre prêteur partage le financement et/ou les risques de tout ou partie du prêt du prêteur cédant, sans créer de relation contractuelle directe avec l'emprunteur. Cette dernière méthode est appelée « sous-participation » et le prêteur auquel le prêteur cédant 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 pourcen-

tage des pertes du prêteur cédant au titre de son prêt direct. Les accords de sous-participation peuvent prévoir que les participants au titre des participations financées ou des participations de risque seront autorisés à participer au vote des décisions relatives au prêt syndiqué ou à l'inverse les accords peuvent les priver de 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 droit de vote, ils peuvent néanmoins modifier l'équilibre des intérêts entre les parties. Il importe que les gestionnaires de dette comprennent bien 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 d'une manière offrant une plus grande souplesse aux emprunteurs pour accéder aux fonds sur le long terme aux conditions prévues. Ces prêts plus structurés n'offrent pas seulement de simples prêts, mais un éventail plus large et plus complexe de « facilités » et sont désignés comme tels.

LES CATÉGORIES DE FACILITÉS

Les facilités peuvent revêtir plusieurs formes :

1. les facilités réutilisables (*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 multiples, même s'il est probable que la plupart des gestionnaires de dette souhaiteront utiliser

le marché au comptant (*spot*) et le marché des échanges (*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, veuillez vous reporter au chapitre intitulé « Le prêt garanti ».

La documentation du prêt

Le document du prêt, dénommé « convention de prêt », « convention de crédit » ou « accord de facilité de crédit », établit les conditions et termes contractuels auxquels le prêteur accepte de prêter des fonds à l'emprunteur.

Les principaux termes et conditions de la convention de prêt

Les dispositions principales des conventions de prêt comprennent :

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 au cours de 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 destination du prêt : la finalité pour laquelle les fonds empruntés seront utilisés

Les modalités du 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 auxquelles 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 coûts de remploi, coûts de rupture ou indemnités aux prêteurs

Le remboursement anticipé obligatoire : les événements dont la survenance autorisera les prêteurs à requérir de l'emprunteur qu'il rembourse tout ou partie du prêt par anticipation avant sa date d'échéance. Ces événements sont visés par les dispositions relatives aux cas de remboursement anticipé « sans faute ». De telles dispositions, ainsi que leur interaction avec les autres dispositions contractuelles de l'emprunteur figurant dans d'autres instruments de créance, doivent être bien comprises ;

Les intérêts : le calcul des intérêts (presque toujours sur la base d'un taux d'intérêts flottant 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 et le taux des Fonds fédéraux américains), plus une marge, les périodes d'intérêts (habituellement d'une durée d'un, trois ou six mois) et les intérêts de retard. Les intérêts sont calculés sur une base annuelle de 360 jours (s'agissant généralement des financements en euros et dollars américains) ou de 365 jours (s'agissant des financements en livres sterling)

La disposition relative aux coûts additionnels : cette disposition est généralement incluse dans les conventions de prêt comme une forme de « disposition de partage des risques » afin de protéger le prêteur en cas de hausse du coût du prêt, en conséquence, par exemple, d'une modification législative ou réglementaire

Les déclarations faites et garanties données par l'emprunteur : il s'agit des déclarations faites par l'emprunteur relativement à son statut juridique, ses autorisations et pouvoirs, sa situation financière, ses autres niveaux d'endettement, ses litiges, ainsi que d'autres éléments factuels présentant un intérêt du point de vue du crédit

pour les prêteurs. En cas de déclarations inexactes ou de violations des garanties données, le prêteur sera autorisé à résilier la convention de prêt, 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 des engagements positifs, des engagements négatifs et des engagements 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 maintenir en vigueur 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 sûreté sur les actifs, etc.
3. les *covenants* financiers ne sont pas usuels dans les prêts souverains. Lorsqu'ils sont prévus dans les conventions de prêt, les *covenants* financiers visent à garantir que l'emprunteur respecte 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

L'attribution de compétence : cette clause précise le type de juridiction et le lieu où les litiges seront réglés, lesquels résultent habituellement du droit applicable. Il s'agira donc généralement des tribunaux anglais ou ceux de l'État de New York, ou des tribunaux d'arbitrage, principalement ceux des principales places financières, leur choix

dépendant 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 confère aux prêteurs le droit d'obtenir le remboursement anticipé du crédit et d'annuler les engagements de crédit n'ayant pas déjà fait l'objet d'un tirage. Les cas de défaut les plus usuels sont décrits dans l'encadré X. Au même titre que les autres dispositions de la convention de prêt, cette disposition 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 apportée 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 endettement).

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

L'immunité souveraine (ou, de manière plus juste, de l' « État ») est une doctrine du droit international selon laquelle un État ne peut être soumis juridictions d'un autre État sans son consentement. Cette immunité englobe l'immunité eu égard (a) à la compétence des tribunaux pour connaître des litiges, (b) à la compétence des tribunaux 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. S'agissant d'une doctrine relevant du droit international, la manière dont elle sera appliquée variera en fonction de la manière selon laquelle chaque État souverain et ses propres juridictions auront choisi de l'appliquer. Certains pays appliquent cette doctrine de façon absolue, sans aucune exception. D'autres pays (dont les États-Unis d'Amérique et l'Angleterre) appliquent cette doctrine d'une manière restrictive et vont, dans la plupart des cas, écarter l'application de l'immunité eu égard aux actes de commerce d'un autre État ou aux actifs et biens commerciaux de celui-ci.

Dans le cadre de la recherche de financements, il sera presque toujours requis des pays emprunteurs qu'ils renoncent à leur droit d'invoquer toute immunité, quelle qu'elle soit, eu égard aux procédures relatives à leurs obligations au titre de la dette. 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 il n'est pas renoncé à l'immunité souveraine, l'exécution peut néanmoins être possible si les tribunaux compétents considèrent que l'État souverain est en fait propriétaire des actifs mais que ceux-ci sont détenus par un intermédiaire.

Il s'agit d'un domaine du droit complexe. Il est essentiel d'obtenir tôt l'assistance de conseils juridiques. Tout faux pas commis au début de l'opération peut entraîner de graves répercussions préjudiciables.

Les régimes 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, comme le 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 visées 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 spécifiquement 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 lever ses financements. Les efforts d'ensemble du gestionnaire de la dette pour lever les fonds et gérer les finances du pays concerné en deviendront de ce fait plus difficiles et probablement plus coûteux.

Les États devraient adopter des politiques sur le long terme relatives à ces sujets 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 en principal ou des intérêts), sous réserve de l'application d'une brève période 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 accordées pour remédier au non-respect, dans la mesure où il peut y être remédié
3. une déclaration inexacte ou violation de garantie ;

4. un défaut croisé (un cas de défaut survenant au titre d'un autre instrument de dette) ou l'exigibilité anticipée croisée (une exigibilité anticipée ou mesure d'exécution par des créanciers au titre d'un autre instrument de dette), dans chacun de ces cas, sous réserve du dépassement de certains seuils et en ce qui concerne, en outre, des instruments de dette spécifiquement définis
5. un moratoire déclaré sur le paiement de l'ensemble des dettes
6. la dénonciation 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 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 type pouvant être utilisé pour l'ensemble des prêts syndiqués, des directives et pratiques de marché ont été élaborées et sont appliquées dans une large mesure. En Europe, la *Loan Market Association* (LMA), publie par exemple des modèles de contrat type de prêt syndiqué ainsi que des notes d'orientation sur les termes des prêts syndiqués.

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 le cadre desquels des fonds sont mis à disposition - comme son nom l'indique - en tant que « prêt » 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 des orientations préliminaires concernant les principales différences pratiques.

Les obligations sont des instruments de dette, attestant l'obligation de paiement dont l'émetteur d'obligations est redevable vis à vis des détenteurs d'obligations.

Les obligations offrent aux pays emprunteurs une autre possibilité de financement que le recours aux prêts, ainsi que la possibilité d'atteindre un panel plus large d'investisseurs potentiels. Les obligations sont des titres de créance négociables, souvent cotés à une bourse de valeurs nationale ou internationale. Les investisseurs en obligations octroient un financement à l'émetteur pour une durée déterminée. En échange, les investisseurs anticipent de recevoir le paiement d'intérêts, généralement calculés par référence à un « coupon » fixe (un pourcentage déterminé) de la valeur nominale

du montant de l'obligation. Le remboursement du montant en principal de l'obligation s'effectue soit *in fine*, à l'échéance, en un versement unique (également dénommé un remboursement « *bullet* ») ou conformément à un calendrier d'amortissement convenu entre les parties.

Lorsque des obligations sont émises, elles peuvent être offertes aux 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 du « marché primaire ». Une fois que les obligations ont été émises et attribuées aux investisseurs, toute négociation ultérieure aura lieu sur ce que l'on appelle le « marché secondaire ». La compensation et le règlement des paiements du marché secondaire sont réalisés via des systèmes de compensation internationaux.

Les catégories d'obligations

Par commodité, le terme « obligations » est employé pour désigner différents types d'instruments de dette négociables, ce qui peut donner lieu à confusion lorsque les personnes sont confrontées à ces différentes terminologies (titres à court terme, euro-obligations, billets 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 instruments sont réglementés. Ceci étant dit, on peut, d'une façon générale, les classer de la manière décrite par la figure 5.

Remarque sur les euro-obligations

Les « euro-obligations » étaient à l'origine définies comme des obligations libellées dans une monnaie différente de celle du marché national dans lequel elles étaient émises. L'utilisation de ce terme s'est par la suite élargie pour englober les émissions internationales d'une manière générale, de sorte que sa définition actuelle est celle d'une émission dans une monnaie autre que celle de l'émetteur.

Le terme « obligation » comporte plusieurs significations. Seront exposées ci-après les émissions d'obligations « classiques » en ce sens qu'il s'agit des plus usuelles sur le marché actuellement.

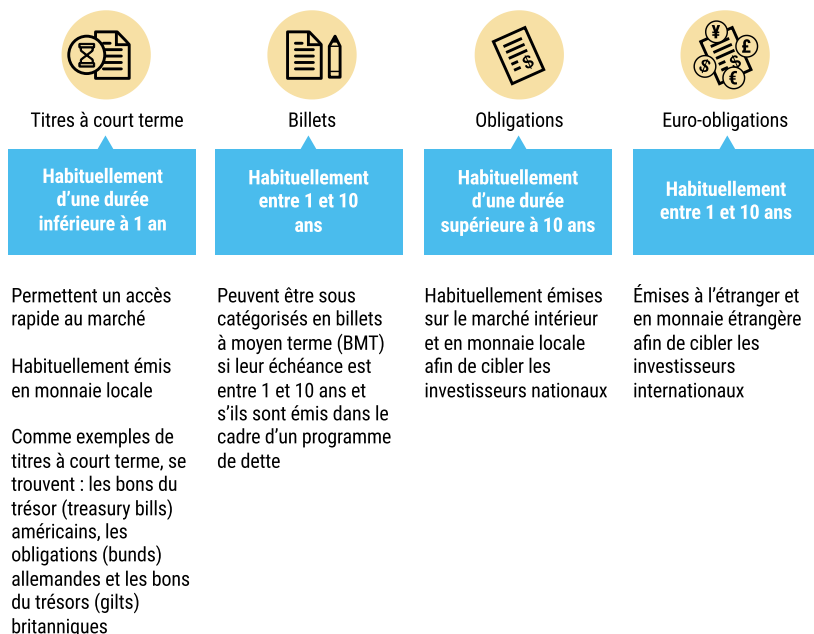


FIG.6. Les catégories d'obligations

L'émission d'obligation nouvelle : une innovation financière

Les structures d'obligations sont en constante évolution dans le but de permettre aux émetteurs d'accéder à un éventail d'investisseurs encore plus diversifié. À titre d'exemple, peuvent être citées les structures d'obligations suivantes :

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

Les obligations indexées sur l'inflation : il s'agit d'obligations visant à protéger les investisseurs contre le risque d'une inflation supérieure à celle prévue initialement dégradant leur retour sur investissement

Les obligations de projet : il s'agit d'obligations dont les produits sont utilisés pour financer (ou, plus fréquemment encore, pour refinancer) un projet d'infrastructures en particulier. 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 seront respectivement dédiées au climat/à l'environnement et aux projets marins/liés aux océans.

Les obligations vertes

Il s'agit d'une obligation dont les produits sont exclusivement alloués aux projets environnementaux. Sont parfois incluses dans cette même catégorie les « obligations climat » dont les produits sont exclusivement alloués 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 financé et est également pleinement garantie (*full faith and credit*) par l'émetteur. Certaines obligations vertes ou climat peuvent être très structurées, particulièrement dans le cas où elles bénéficient du soutien au crédit de la part d'institutions multilatérales. Dans les pays en développement, les obligations vertes sont utilisées pour financer des projets d'importance capitale, dont 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.

Le marché de capitaux national par rapport au marché de capitaux international

Le marché de capitaux national désigne le marché du pays émetteur à l'échelle locale. Les obligations émises sur un marché national sont habituellement libellées dans la monnaie locale, bien que, dans de rares situations, les obligations nationales peuvent être émises en monnaie étrangère.

Le marché de capitaux international renvoie de façon générale à 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, se trouvent les facteurs suivants :

Le risque de crédit

Le cours d'une obligation tant sur le marché primaire que sur le marché secondaire dépend du risque de crédit perçu à l'égard de 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 (pour quelque raison que ce soit) à honorer ses obligations financières pendant toute la durée de l'obligation, le marché exigera un retour sur investissement plus élevé pour ce risque. La perception du risque de crédit variera au cours de la durée de l'obligation. Ces changements de perception, conjointement avec les fluctuations de marché du taux de base de la monnaie de l'obligation, affecteront le « rendement » (*yield*) de l'obligation, et ceci au travers des variations du cours de négociation de l'obligation, à la hausse ou à la baisse par rapport à sa valeur nominale (au pair).

L'échéance

Outre le risque de crédit perçu à l'égard de l'émetteur, tel que décrit ci-avant, l'échéance de l'obligation, c'est-à-dire la période avant laquelle l'émetteur de l'obligation doit rembourser le montant en principal, est également d'importance. Les investisseurs exigent un retour sur investissement supérieur s'ils vont détenir l'obligation

sur une plus longue durée, étant donné qu'ils vont être exposés à un risque potentiel plus longtemps. 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 rembourser les dettes à venir, dans un futur proche.

Le taux d'intérêt

Le taux utilisé pour le calcul des intérêts versés aux détenteurs d'obligations 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, flottant 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 durée jusqu'à échéance 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 aux taux du coupon). En conséquence, même lorsque l'obligation a un taux du coupon 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 (dénommées obligations à coupon zéro). Elles sont émises à un cours 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 de neuf mois (comme par exemple un bon du trésor américain (*US Treasury Bill*)) qui contient un engagement de rembourser 1 000 USD au détenteur du bon à échéance neuf mois, peut être cédée au prix de 975 USD, résultant en un taux de retour sur investissement réel de 2, % 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 financiers, y compris au-delà des frontières, au sein d'un marché de capitaux de plus en plus mondialisé, l'incidence des taux des prêts bancaires peut être d'envergure mondiale. Ainsi, le cours d'une obligation peut baisser dans un pays alors que les taux bancaires augmentent dans un autre pays.

Le cours de l'obligation au fil du temps

Dans la mesure où le cours des obligations fluctue continuellement en raison de leur négociation constante sur les marchés secondaires, l'évolution du cours des obligations peut varier au fil du temps en fonction des changements 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 importante. Par exemple, une obligation initialement émise à un prix de souscription de 80 USD peut finir à un prix réduit aussi bas que 0,05 USD si les investisseurs estiment qu'il n'y a pratiquement aucune chance de remboursement. L'inverse est également vrai dans la mesure où le cours d'une obligation peut grimper 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 et surveiller le cours de leurs obligations en circulation, étant donné que le cours est un indicateur fort de la confiance des investisseurs et peut servir d'indicateur d'alerte d'une crise financière ou de fluctuations du marché. Réciproquement, une progression du cours des obligations peut être le signal d'un appétit des investisseurs pour les obligations d'un pays, de telle sorte que le pays concerné pourrait souhaiter procéder à l'émission d'obligations complémentaires afin de tirer parti de cette confiance.

Les clauses contractuelles propres aux obligations

La plupart des dispositions contractuelles des prêts commerciaux se retrouvent dans la documentation sur les émissions obligataires (à savoir, les 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 donné lieu, dernièrement, à de nombreux débats et commentaires au sein des marchés de capitaux d'emprunts.

La clause *pari passu*

La clause *pari passu* est une déclaration et un engagement en vertu duquel les obligataires bénéficient, et bénéficieront à tout moment, du même rang (*pari passu* est une locution latine signifiant « sur un pied d'égalité ») que les détenteurs d'autres titres obligataires chirographaires et non subordonnés de l'émetteur. Cette clause fut au cœur d'une procédure longue et controversée devant les juridictions new-yorkaises dont le point de controverse central portait sur l'ambiguïté du contrat concernant les paiements imposables. Ce litige fut finalement réglé et la plupart des problématiques juridiques concernant 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 tout débat ou toute confusion à l'avenir, l'Association internationale des marchés de capitaux (ICMA) a établi un modèle de clause *pari passu* ayant permis de lever toute ambiguïté en excluant expressément les paiements imposables. Ce modèle est devenu la norme du marché. Il est recommandé aux gestionnaires de dette de se conformer au modèle établi par l'ICMA pour cette clause.

Les clauses d'actions collectives

Compte tenu du fait que les obligations sont des titres négociables, il en résulte que pour chaque série d'obligations il existe 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 détenteurs des titres de créance émis sur un marché public. Ceci signifie que les échanges entre l'État et ses créanciers afin de convenir d'éventuelles modifications à apporter aux modalités des obligations doivent avoir lieu de manière plus formelle, conformément à ce qui est prescrit par lesdites modalités.

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 détenteurs d'obligations, afin de les soumettre à leur vote. Les modifications relatives à l'une quelconque des modalités des obligations entreront en vigueur et s'imposeront à l'ensemble des détenteurs d'obligations dès lors qu'elles sont acceptées par la majorité des détenteurs d'obligations contractuellement prévue.

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 usuelles dans les contrats soumis au droit de l'État de New-York. L'impulsion en faveur d'une nouvelle innovation dans l'élaboration 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 que rédigée dans le modèle de l'ICMA, offre un éventail de procédures de vote, y compris la possibilité pour le pays émetteur de soumettre au vote de l'ensemble des détenteurs de ses obligations (ou à un groupe parmi eux) la modification de leur obligations dans leur ensemble, indépendamment de la série à laquelle chaque détenteur d'obligation appartient séparément. 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, comme la date d'échéance, le niveau du coupon et le montant nominal remboursé.

9 L'émission des obligations

L'émission d'obligations souveraines fait appel à un processus bien établi. La structure, la documentation juridique, le marché de l'investisseur ciblé, la nature des parties impliquées et les conditions de marché peuvent tous avoir une influence sur le processus d'émission. La durée du processus d'émission de l'obligation est également variable et dépendra souvent des réponses aux questions suivantes : s'agit-il de la première émission de l'obligation (appelée émission « inaugurale » (« *debut* »)) ou d'une émission fréquente ou d'une émission impliquant des cessions à 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 requérant une divulgation et communication d'informations (*disclosure*) plus approfondie de la part du pays émetteur pourront demander plus de temps.

Ce chapitre présente les principales parties impliquées dans une émission obligataire et décrit leurs rôles respectifs. Suivra la description de la documentation principale requise pour une émission obligataire. Cette description précise, à son tour, le processus d'émission obligataire, étant donné qu'il y est fait référence aux différentes parties et aux documents requis lors des différentes étapes du processus.

Les parties impliquées dans l'émission obligataire

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

TABLEAU N° 5. Parties impliquées

Arrangeur	Gestionnaire (s)	Conseiller financier	Garant	Teneur de registre
Élabore la structure, la taille et les modalités 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 conseils juridiques pour qu'ils commencent la rédaction de la documentation juridique connexe.	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 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	Conseil 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 en ce qui concerne 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 notation à ses obligations. Il s'agit généralement de Fitch, Moody's ou Standard & Poor's.	S'applique uniquement aux obligations au nominatif. Tiers facilitant le transfert de propriété lorsque les obligations sont transférées, le remboursement des obligations, ainsi que le paiements des coupons.	Agent tiers en charge de la réalisation des calculs servant de base aux décisions/déterminations au titre des obligations, comme, par exemple, calculer le taux d'intérêt.	L'État et l'arrangeur désignent respectivement leurs propres conseils 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.	Il est conseillé de nommer 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.

Les documents essentiels de l'émission obligataire

Une émission obligataire requiert un important travail de préparation. Pour les besoins d'une émission obligataire, un certain nombre de documents sont requis que cette émission obligataire soit réalisée dans le cadre d'une émission commercialisée auprès d'un large public ou d'un placement privé. Sont synthétisés ci-après les principaux documents concernés par une émission obligataire, ainsi qu'une brève explication de leur objet (voir 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, arrangeurs et gestionnaires. Au moment opportun, l'État aura en outre besoin de nommer des conseils juridiques pour l'assister dans le cadre de la préparation de la documentation, de la communication des informations (*disclosure*) et du processus d'émission des obligations.

La phase de pré-lancement commence lorsque l'État émetteur d'obligations instruit, au moyen d'une lettre-mandat, un ou plusieurs chefs de files/arrangeurs 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 inscrites (si applicable) et se rapprochera du pays émetteur et des conseils juridiques de celui-ci en vue de la préparation de la documentation sur les obligations (dont le prospectus/la note d'information relative à l'émission). 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.

Dans les situations où l'État recherche une certaine forme de rehaussement de crédit auprès d'un garant, telle qu'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 et dans une 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 dénommé « *roadshow* »). Il est fait usage du « prospectus provisoire » lors de ces réunions de présentation *roadshow* aux investisseurs. Un *roadshow* dure en général de 4 à 5 jours.

La phase de détermination du prix

La phase de détermination du prix suit immédiatement le *roadshow* lorsque le chef de file/arrangeur invite les investisseurs à lui faire part de leurs conditions commerciales (coupon, prix d'émission, rendement et maturité) et du nombre d'obligations qu'ils sont prêts à acheter. 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, la détermination du prix et l'échéance de l'émission obligatoire sur la base du retour de ces investisseurs. Le chef de file/arrangeur fait ensuite part de cette décision aux investisseurs ayant indiqué être intéressés par les obligations.

TABLEAU N° 6. Documents principaux

Lettre-mandat	Convention de souscription	Convention d'agent financier ou acte de <i>trust</i>	Prospectus provisoire
L'émetteur mandate une banque d'investissement pour organiser l'arrangement de l'émission obligataire.	Document précisant les termes applicables à la relation gestionnaire-émetteur. Ce document définit les conditions auxquelles le gestionnaire pourra procéder à l'achat des, ou rechercher les investisseurs achetant les, obligations de l'émetteur.	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 détenteurs des obligations et agit dans leur meilleur intérêt.	Il s'agit de la version finalisée du prospectus préparée par le pays émetteur, fournissant des informations sur l'émission, à remettre aux investisseurs lors des <i>roadshows</i> . Seules les informations relatives à la détermination du prix restent soumises à confirmation.

Prospectus définitif	Modalités	Obligation globale	Avis juridiques	Contrat de couverture des risques de taux d'intérêts	Convention de nomination d'un Agent aux fins de signification
Il s'agit du document d'offre définitif relatif à l'émission obligataire, déposé afin que les obligations soient cotées. En principe, la seule différence avec le prospectus provisoire est l'insertion des informations relatives à la détermination du prix de l'obligation.	Les modalités sont énoncées dans le prospectus et contiennent les principales modalités commerciales 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.)	L'obligation représente le montant total de l'émission. Elle comporte les caractéristiques principales de l'émission de l'obligation.	Il est usuel 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'il s'agit d'obligations contraignantes de 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 (exécutives).	L'émetteur peut également conclure des opérations d'échange de taux d'intérêt (<i>Interest rate swaps</i>) ou des crédits croisés (<i>Cross-currency swaps</i>) afin d'atténuer le risque de taux d'intérêt ou de change de l'obligation.	Accord par lequel l'émetteur nomme une personne pour agir en qualité d'agent aux fins de signification (droit applicable 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.

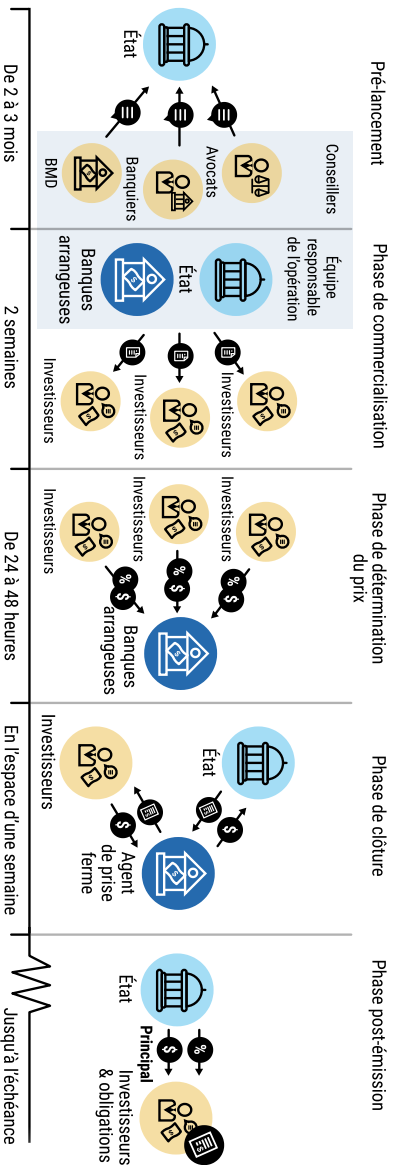


FIG.7. Les cinq phases de l'émission obligatoire

La phase de clôture

Suivant la détermination du prix, le chef de file/arrangeur et l'émetteur procèdent à la signature d'une convention 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 relatifs au 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 choisis 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, procédé à la collecte des paiements du prix 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 post-émission, l'émetteur verse aux détenteurs des obligations les intérêts périodiques et le principal dus en application des termes contractuels des obligations jusqu'à leur échéance. Ces versements sont effectués par l'intermédiaire de l'agent payeur.

Attention particulière portée à certains aspects du processus d'émission

Il est présenté dans ce paragraphe 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 d'informations (*disclosure*) par l'État, de la procédure d'audit (*due diligence*), du processus d'inscription en bourse, des exigences de notation et du processus de placement avec prise ferme (*underwriting*).

LA COMMUNICATION D'INFORMATIONS (*DISCLOSURE*) PAR L'ÉTAT

Lorsqu'un État accède aux marchés de capitaux d'emprunts internationaux, 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 contiendra 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 de la communication d'informations (*disclosure*) par l'État prendra du temps et nécessite la collecte d'informations auprès de plusieurs institutions au sein du gouvernement. La coordination du processus de collecte d'informations est habituellement gérée par le ministère des finances. Toutefois, c'est en principe le conseil 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, ceci éventuellement avec l'assistance du conseiller financier. Plusieurs versions de la partie relative à la communication d'informations par l'État sont habituellement préparées avant d'arriver à sa version finale. Ces versions reflèteront, entre autres, les commentaires reçus des banques agissant en qualité de gestionnaires du processus d'émission. La version finale de l'étendue et du contenu de la communication d'informations par l'État sera soumise aux autorités boursières, pour approbation, avant que l'émission obligatoire soit réalisée.

L'AUDIT (*DUE DILIGENCE*)

Les banques choisies 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 se trouvait entaché d'erreurs ou omissions matérielles, la responsabilité des gestionnaires pourrait être engagée à l'égard des investisseurs procédant à l'acquisition d'obligations sur le marché. Afin de réduire ces risques, les gestionnaires vont généralement exiger la réalisation d'une procédure de vérification des informations factuelles contenues dans le prospectus et s'assurer que tous les aspects importants ont été correctement

traités. Ceci comprendra habituellement la tenue d'une réunion d'audit (*due diligence*), pouvant durer quelques heures à une journée, au cours de laquelle les gestionnaires et leurs conseils juridiques auront la possibilité de poser des questions aux représentants du gouvernement. Cette procédure peut s'avérer surprenante pour les émetteurs accédant pour la première fois au marché de capitaux d'emprunts. Elle est néanmoins usuelle et requise. Les conseillers financiers et juridiques de l'émetteur seront également présents à la réunion d'audit et seront en mesure de répondre aux questions que l'État pourrait avoir au sujet de cette procédure.

L'INSCRIPTION EN BOURSE DES OBLIGATIONS

Afin d'obtenir les meilleures conditions possibles et un prix optimal, les émetteurs recherchent typiquement à cibler le plus grand nombre possible d'investisseurs potentiels. Dans l'optique 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'inscription 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 d'inscription en bourse prend du temps et, de ce fait, représente des obstacles pour les pays cherchant à capitaliser en fonction des fenêtres d'opportunité se présentant dans un marché en rapide évolution. Il est d'usage de réduire les délais de la procédure d'inscription en recourant au système de l'enregistrement de référence (« *shelf registration* ») autorisant le fractionnement de l'émission en plusieurs émissions. L'État peut prévoir ses besoins de financement au long terme et procéder à un enregistrement de référence pour un montant supérieur au montant de ses besoins actuels d'obtention de financement (par exemple en doublant ou triplant le montant devant être émis) et, ensuite, en fonction de ses besoins futurs, procéder à l'émission d'une nouvelle série d'obligations sans avoir à supporter les lourdes formalités d'un enregistrement complet de l'émission.

Une autre pratique visant à éviter les délais d'inscription est de recourir au placement privé. Dans le cadre d'un placement privé, les obligations devant être émises sont allouées par le biais d'une émission privée auprès d'un investisseur unique ou d'un

nombre restreint d'investisseurs (c'est-à-dire non pas par le biais d'une émission auprès du public). Un tel placement intervient hors bourse de valeurs et peut, néanmoins, nécessiter une structuration et un audit (*diligence*) importants afin de générer la confiance de l'investisseur dans les obligations.

LA NOTATION DES OBLIGATIONS

Dans le cadre du processus d'émission, les obligations sont habituellement notées par des agences internationales de notation de crédit (*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 CRA 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 qui agiront 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 le processus de préparation 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 le cadre de l'établissement des termes financiers et du calendrier de l'émission proposée, (2) fera tout son possible pour commercialiser les obligations auprès des investisseurs au sein des marchés choisis et (3) acceptera, dans certaines circonstances, de procéder à l'acquisition desdites obligations auprès de l'émetteur dans l'hypothèse où la commercialisation échouerait en tout ou partie.

D'une manière générale, la prise ferme désigne le processus par lequel le chef de file/arrangeur sécurise auprès des investisseurs des 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*), dont le paiement aux banques impliquées de différentes commissions en compensation de l'ampleur des risques commerciaux auxquelles elles s'exposent. En résumé, la prise ferme implique :

Niveau 1 : faire son possible pour placer les obligations sans toutefois s'engager à acquérir les obligations qui ne sont pas achetées par les investisseurs tiers, ce qui présente un risque minimal pour l'agent de placement (*underwriter*) et offre de ce fait des commissions de prise ferme (*underwriting commissions*) moins élevées

Niveau 2 : souscrire aux obligations invendues 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 offre de ce fait des commissions de prise ferme plus élevées

Niveau 3 : 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 plus haut degré de risque pour l'agent de placement et lui offre de ce fait les commissions de prise ferme les plus élevées.

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

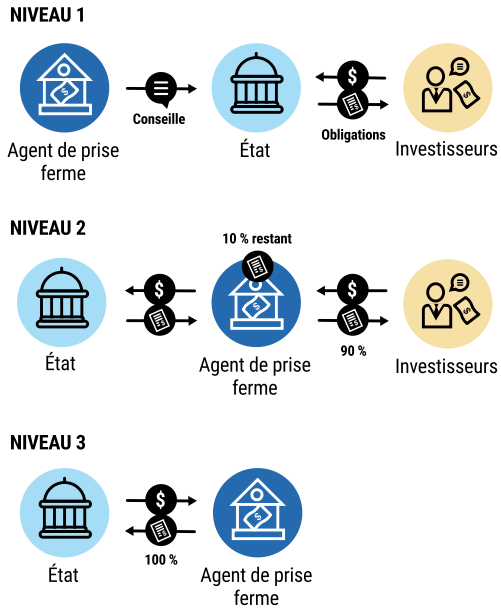


FIG.8. Les trois niveaux de souscription

10 Le prêt garanti

Le prêt garanti est une forme de financement à laquelle il est de plus en plus recouru sur le continent africain, tout particulièrement avec les créanciers émergents, non traditionnels. Ce type de prêt a tendance à être très complexe et, bien qu'il puisse être utile pour accéder à de nouveaux créanciers et nouvelles sources de financement, il est également extrêmement risqué et peut entraîner de graves problèmes en période de détresse financière.

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

Lorsque la Banque Mondiale accorde des prêts à ou avec la garantie d'un pays membre, les Conditions générales applicables au financement (*General Conditions for Financing*) (telles que publiées à une date donnée) seront applicables à une telle mise à disposition du 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 l'engagement de ne pas constituer de sûretés (*negative pledge*) limitant strictement la capacité du pays membre à accorder des sûretés relatives aux obligations libellées dans une monnaie étrangère au profit d'autres prêteurs sans accorder de sûretés également 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 cause fréquemment des problèmes aux 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 auprès de sources commerciales doivent être structurés avec attention afin de minimiser les risques de violation de cet engagement. Historiquement, et par principe, la Banque Mondiale concède rarement des renonciations formelles à cet engagement.

La plupart des emprunts (par exemple au moyen de prêts ou d'emprunts 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, celui-ci pouvant, à son tour, se reposer sur ses ressources et actifs pour honorer ses obligations de paiement. Dans certains cas, les créanciers demanderont que leurs expositions financières reposent sur un actif en particulier 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 en particulier, 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, d'outils et matériels utilisés pour un projet d'infrastructures, 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 voie d'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 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 réelle » 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 réelle 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 recouru à ce type de structure pour les réserves d'or, les revenus pétroliers ou les droits sur des productions futures.

Parmi les autres types de sûretés « réelles », 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 avec sûreté réelle au moyen de la réalisation d'un important paiement par anticipation 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, les sûretés réelles apportent en général une bien meilleure garantie au prêteur/à l'acquéreur. Ces structures sont extrêmement complexes et peuvent s'avérer coûteuses en période de détresse financière. Veuillez-vous reporter aux développements ci-dessous pour un examen plus approfondi de cette question.

Les sûretés peuvent être consenties, soit en sus de la pleine garantie (*overall faith and credit*) de l'État, soit dans le cadre de qui est dénommé un **financement avec droit**

de recours limité, auquel il est habituellement recouru 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 étant développé et limite les risques de l'État à cet actif ou projet en particulier. En d'autres termes, même dans l'hypothèse où la vente de l'actif affecté en garantie de l'emprunt ne permet pas de couvrir le solde impayé de cet emprunt, le pays débiteur ne sera pas tenu de couvrir la différence. Un risque résiduel existe néanmoins pour l'État : si le projet n'a pas été élaboré de manière convenable, si les promoteurs du projet du secteur privé ne sont pas en mesure d'achever le projet 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, pas seulement par l'élaboration appropriée des contrats au début du projet, ou la mise en place d'une procédure de passation des marchés appropriée pour choisir les meilleurs promoteurs, mais également en exigeant un soutien financier adapté de la part des promoteurs en cas de défaillance de ces derniers à honorer leurs obligations dans les conditions contractuellement convenues.

D'autres sortes de financements garantis peuvent apparaître, selon les circonstances et l'inventivité 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 financements en escomptant les flux futurs de recettes devant provenir de leur ministère fédéral en émettant, au profit de leurs bailleurs de fonds, des ordres permanents de paiement irrévocables destinés au ministère fédéral des finances. Ces formes de financement sont souvent non déclarées et cachent l'état réel d'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 envisagées avec attention. S'ils ne sont pas désintéressés, les créanciers privilégiés peuvent (ce qu'il font généralement) procéder à la liquidation ou à l'acquisition de la sûreté qui leur a été octroyée et, en plus, demander à l'État de combler tout déficit 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 l'État 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 octroyée sur des actifs importants de l'État (telle qu'une partie de sa production future de pétrole ou de gaz), cette sûreté risquera de nuire pendant longtemps à la capacité de l'État de relancer son économie. Il importe donc 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, et en particulier un pays débiteur à l'encontre des actifs duquel l'exécution forcée est si difficile, commence à consentir des sûretés (avec un droit de recours illimité) à certains de ces créanciers, la pression des autres créanciers pour obtenir également des sûretés similaires sera forte, dès lors que l'avantage de crédit comparatif des créanciers privilégiés sur les créanciers chirographaires est considérable. Les créanciers chirographaires recherchent 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 s'agissant des prêts) soit, comme alternative à une telle interdiction, à exiger que la sûreté leur soit également étendue (en général s'agissant des émissions obligataires).

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 recours aux accords de financement pré-exportation. Les caractéristiques essentielles des accords de pré-financement ou de prépaiement de produits de base peuvent être synthétisées comme suit : 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 requis 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 d'encours 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 d'encours 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*) important, et qu'ils contiennent 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 *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 » suivant la façon selon laquelle la formule de prix est négociée, y compris, par exemple, par les remises consenties par rapport au prix du marché et par d'autres aspects qui font que les négociants sont réellement les « faiseurs de prix » (« *price makers* ») dans l'opération.

D'un 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 aura un risque important que les volumes disponibles pour le négociant ne génèrent pas des recettes suffisantes pour rembourser le préfinancement. 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 apporter un soin particulier 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 opérations d'échange (*swaps*)

Les échanges de taux d'intérêt (*interest rate swaps*) et les échanges de devises (dénomés aussi crédits croisés, *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 échanges de taux d'intérêt (*Interest Rate Swaps*)

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

Un État ayant emprunté des fonds (par exemple, 100 millions USD) à un taux d'intérêt flottant (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 d'échange de taux d'intérêt avec une banque. La banque s'engagera à

payer le taux LIBOR à l'État sur un montant en 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 montant en 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 de l'échange et reçoit le taux flottant qu'il doit payer au prêteur.

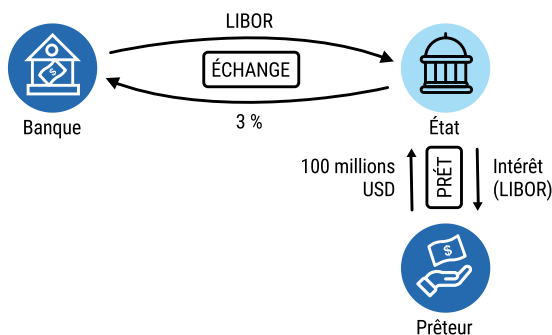


FIG.9. Échange de taux d'intérêt

Les échanges de devises (également appelés « crédits croisés ») (*Cross-Currency Swaps*)

Aux termes d'un échange de devises (ou crédit croisé, *cross-currency swap*), une partie accepte de payer un taux d'intérêt (lequel peut être fixe ou flottant) sur un montant en principal notionnel libellé dans une monnaie, en échange d'un taux d'intérêt différent (lequel peut être fixe ou flottant) sur un montant en 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 de l'opération de crédit croisé. Les paiements de taux d'intérêt seront réalisés aux dates de l'échéancier de paiement convenu pendant la durée de l'opération.

Un État ayant emprunté des fonds (par exemple, 100 millions USD) à un taux d'intérêt flottant (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 crédit croisé 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 de paiement d'intérêt que pour le prêt et l'État payera à la banque, aux 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.

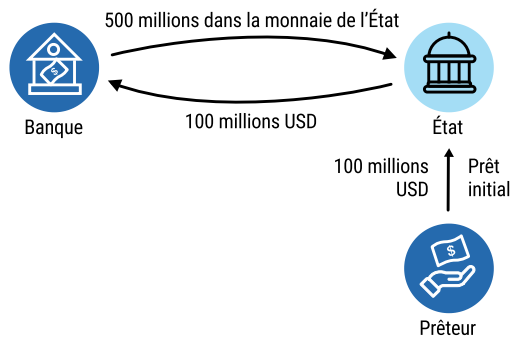


FIG.10. Opération de crédit croisé (échange initial)

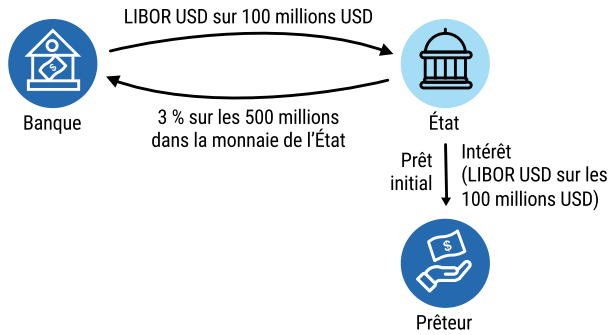


FIG.11. Opération de crédit croisé (paiements pendant l'opération)



FIG.12. Opération de crédit croisé (échange final)

L'effet de cette opération pour l'État est qu'il a couvert à la fois son risque de taux d'intérêt et son risque de change associés au prêt en USD.

Les échanges sur prix des produits de base (*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 produits de base (à savoir le risque de baisse des prix des produits de base qu'il exporte). Il peut couvrir ce risque en concluant une opération d'échange sur prix des produits de base (*commodity price swap*) aux termes de laquelle il accepte de payer un montant à sa contrepartie de l'opération d'échange si le prix des produits de base dépasse un niveau convenu et de recevoir des paiements si le prix des produits de base passe sous ce niveau.

Les contrats d'échange

Les échanges de taux d'intérêt et les crédits croisés sont généralement négociés de gré à gré (OTC) : ils sont négociés de manière privée et ne sont pas soumis à la normalisation qui serait requise pour les contrats cotés en bourse, bien que les opérations d'échange soient parfois disponibles sur les plates-formes 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 leur durée.

Les contrats requis pour accompagner les opérations sur produits dérivés OTC sont complexes. Ils sont souvent établis à partir des 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 âprement négociés.

Bien que les opérations sur produits dérivés sont élaborées pour 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 de défaut d'exécution de la part de sa contrepartie d'une opération qui, dans le cas contraire, lui aurait été profitable. Il existe plusieurs techniques permettant d'atténuer ou de réduire ce risque de contrepartie.

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, suivant la résiliation, à calculer un solde net unique payable entre les parties reflétant les coûts (ou gains) de la partie non défaillante en remplaçant les opérations auxquelles il a été mis fin.

Une autre technique habituelle visant à réduire le risque de crédit est 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

Les États ont également recours aux opérations de « repo », telles que décrites au chapitre intitulé « Le prêt garanti », comme technique de levée de fonds. Tout comme pour les opérations d'échange (*swaps*), le vendeur échange ses actifs avec l'acquéreur contre un versement en espèces, avec une date de revente définie. Les opérations de « repo » sont formalisées de la même manière que pour les opérations d'échange et les parties peuvent également utiliser la documentation standardisée du marché.

12 La dette souveraine conforme à la charia

Au cours des dix dernières années, il 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, selon le droit de la finance islamique, de la revente de contrats d'emprunt, de la réalisation de bénéfices qui ne sont pas 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 du porc, 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 au moyen de sa participation 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 pour 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 de l'instrument soient placés dans un véhicule *ad hoc* (*special-purpose vehicle* (SPV)), à la suite de quoi le SPV investira dans des activités conformes à la Charia. Les investisseurs 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 provenant d'investissements immobiliers). Ces obligations seront émises selon les mêmes standards de diligence que ceux requis pour les obligations souveraines, y compris la notation par les CRA.

Il existe de nombreuses autres structures reproduisant, d'une façon conforme à la Charia, une économie analogue à celle des prêts, connus sous le nom de *Murabaha*, et à celle du crédit-bail, connus sous le nom de *Ijara*.

La structure des *Murabaha* varie mais elle reproduit en substance le mécanisme suivant : simultanément, l'emprunteur effectif 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 aux baux, avec le paiement de loyers calculés au préalable comme étant des paiements forfaitaires.

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 aussi s'avérer problématique pour les gestionnaires de dette.

13 Les passifs conditionnels

Les passifs conditionnels seront examinés en détail dans le présent chapitre. Il s'agit de passifs potentiels qui deviennent des passifs réels en cas de survenance d'un événement futur. Ce n'est pas parce qu'ils ne nécessitent pas l'attribution immédiate de flux de trésorerie de l'État 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 dépasser 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 détenues envers l'État et qui ne se sont pas encore concrétisés mais pouvant entraîner une obligation ou un passif financier dans certaines circonstances. Les passifs conditionnels provoquent une illusion dite de l'« iceberg », dans la mesure où seule une partie des passifs peut être visible et non tous les passifs dans leur intégralité, ceci du fait de leur nature éventuelle. Ce type de passif a pris une importance considérable au cours des trois dernières années et, dans certains cas, des « surprises » très couteuses en termes budgétaires sont apparues.

L'histoire récente du continent africain a démontré que les passifs conditionnels représentaient une source importante de risque budgétaire. Dans plusieurs situations, le

fait de ne pas avoir divulgué de tels risques et de ne pas s'y être préparé, a provoqué une forte augmentation de la dette publique et été le déclencheur de crises financières.

Le croquis ci-dessous illustre l'ampleur que peuvent avoir les passifs selon l'illusion dite de l' « iceberg » :

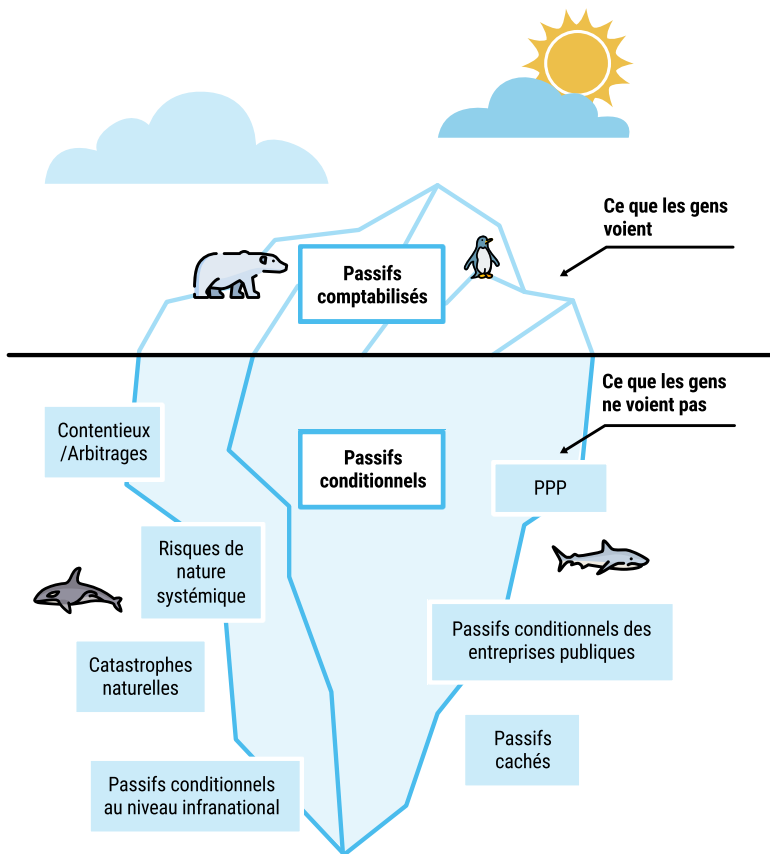


FIG.13. L' « iceberg » des passifs conditionnels

Seront examinés au présent chapitre les types de passifs conditionnels suivants, 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. 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 la santé et de l'éducation
3. les passifs conditionnels de nature systémique découlant des obligations de l'État « trop importantes pour ne pas être exécutées », telles que 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 quant à 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 la dette de qualité ».

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 d'une personne (le « garant ») de répondre du paiement d'une dette ou de l'exécution d'une obligation d'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. En particulier, les gestionnaires de la dette souveraine devraient 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 ledit débiteur principal 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 impacter directement 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 émettent 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 plus de la garantie.

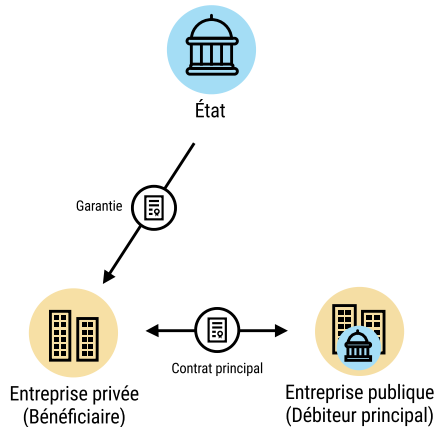


FIG.14. Les garanties souveraines directes

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 ces derniers interviennent.

Par exemple, dans le cas de projets d'infrastructures de grande ampleur, les dispositions relatives à la garantie peuvent être incluses dans un document indépendant ou dans l'un des nombreux documents dudit projet, comme les accords de mise en œuvre (*implementation agreements*), les contrats 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 sur les valeurs mobilières composant le capital d'une société ou 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 effectif, qu'ils analysent les accords avec soin et ne se limitent pas nécessairement au nom sous lequel ou à la forme exacte sous laquelle la garantie effective est présentée.

L'étendue des garanties varie considérablement, allant d'une simple garantie limitée couvrant les paiements de résiliation au créancier, jusqu'à une garantie portant sur chaque paiement financier quel qu'il soit ou sur tous les autres pertes, coûts et dépenses du créancier. Quoi qu'il en soit, l'objectif principal d'une garantie souveraine reste toujours le même, à savoir : promouvoir 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

Une garantie indirecte ou contre-garantie survient lorsque l'État s'engage à garantir les obligations d'un autre garant, au lieu de celles du débiteur principal.

Il existe au moins quatre parties 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 bénéficiant d'une notation de crédit 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 de crédit, etc.) lors de son analyse de crédit 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 être en mesure de, ou disposé à, conclure le contrat initial uniquement si le soutien au crédit provient d'une institution financière/du garant principal.

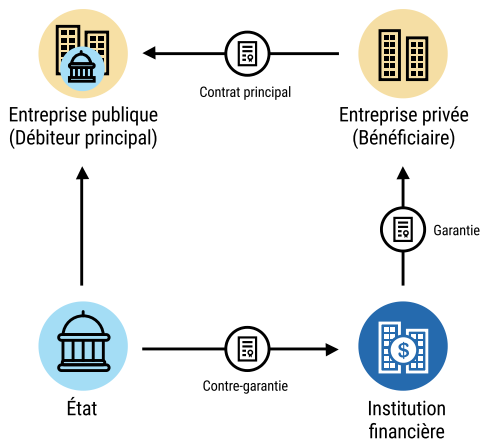


FIG.15. Structure de la contre-garantie

Un autre exemple de l'utilisation de la contre-garantie se retrouve 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 est requise de 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 conditionné au risque que la banque multilatérale effectue un paiement en application de la GPR.

Il est important de relever que, 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 provient de 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 grâce à l'entremise de la banque multilatérale 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 on compte 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 affaire 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 d'une ACE le sont généralement au taux d'intérêt du marché et comportent de plus longues échéances 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 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, sous réserve que la garantie consentie par l'ACE soit mise en jeu, la dette sous-jacente deviendra une dette État-à-État. Il appartiendra en conséquence aux gestionnaires de dette de contrôler l'exposition de l'État par le biais de ces contre-garanties ACE, en ayant pris soin de noter si la couverture ACE est accordée par un membre du Club de Paris ou pas.

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 en particulier, exigera habituellement de l'État qu'il s'engage à indemniser la banque multilatérale en cas de demande d'indemnisation faite au titre de la police d'assurance politique. À cette fin, un passif conditionné au risque d'une demande d'indemnisation au titre de la police d'assurance politique sera créé par l'existence de l'engagement d'indemnisation, lequel devra être comptabilisé comme un passif conditionnel.

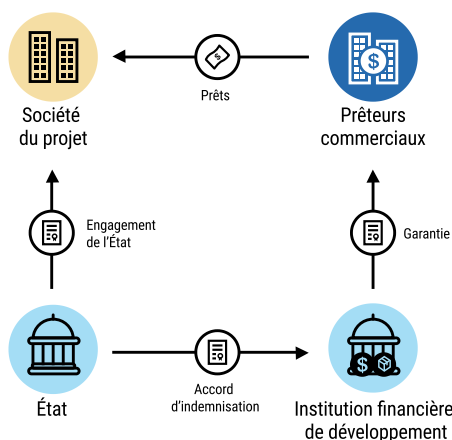


FIG.16. Structure de l'indemnisation

La principale différence existant entre les engagements d'indemnisation et les garanties provient du 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, ne sera pas examinée la question 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 être inférieur au montant « plancher » minimum convenu à l'avance (le « revenu minimum escompté »). Les variations du revenu peuvent être liées au prix des produits de base, au taux de change ou à d'autres facteurs importants et, par conséquent, le mécanisme compensatoire 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 devront être examinés et évalués avec le même soin et la même rigueur.

Considérations principales relatives 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. Il peut s'agir d'une garantie globale couvrant l'ensemble des obligations du débiteur principal au titre du contrat principal ou bien la garantie peut être limitée à un préjudice en particulier, à un certain montant plafond ou à des circonstances particulières, dans le cadre desquelles elle peut être mise en jeu.

Les instruments de rehaussement de crédit peuvent aussi couvrir des risques qui ne sont pas inclus dans le 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, de la nature des risques couverts et du fait de savoir si d'autres instruments de rehaussement de crédit ont été mis en place.

L'État doit avoir une compréhension claire de la nature de l'obligation du garant principal envers le créancier. Aussi, devrait-il, dans tous les cas, procéder à l'examen 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 de violation/défaut (même mineur) adressée au garant principal en ce qui concerne les obligations soutenues ou en ce qui concerne le contrat principal. Les instruments de rehaussement de crédit de l'État ne devraient pas pouvoir être étendus à la couverture des passifs survenant au titre du contrat principal si ce contrat principal est modifié ou si ses termes font l'objet de renonciations sans l'accord préalable de l'État. L'État devrait se réserver le droit de pouvoir remédier à une violation/un défaut avant que cette violation/ce défaut ne conduise à la résiliation du contrat principal (entraînant la mise en jeu de l'instrument applicable) dans la mesure où le coût pour remédier à une violation/un défaut peut s'avérer nettement moindre qu'un 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 sa faculté souveraine et reconnaître un passif une fois qu'il se matérialise. Les passifs implicites sont la plupart du temps provoqués par la pression sociale (tel que l'échec d'un régime de fonds de pensions).

Les passifs conditionnels « systémiques »

Quand bien même la gestion globale d'une économie est solide au niveau des pouvoirs publics, l'État peut néanmoins se retrouver confronté à des difficultés en période exceptionnelle en raison des risques économiques de nature systémique échapp-

pant à son contrôle. Ces risques soulèvent un certain nombre de difficultés qui n'apparaissent pas en temps ordinaire. 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 ou des conventions de prêt ou instruments de rehaussement de crédit qu'il a signés, etc.)

Dans la mesure où la puissance économique d'un État provient de l'activité économique au sein de son marché, l'État est effectivement tributaire des secteurs principaux du marché pour mettre en œuvre sa politique économique et sa stratégie de gestion de la dette. Ainsi, par exemple, des situations comme celles de l'effondrement du secteur bancaire national, du surendettement du secteur des entreprises ou de perturbations techniques du secteur énergétique, provoqueraient une chute de l'activité économique et, par ricochet, un fléchissement de la croissance et des richesses de l'État. Certes, le système du secteur bancaire, le système du secteur des entreprises et le système du secteur de l'énergie de chacun des États peut varier, mais si l'un ou l'autre d'entre eux se trouve confronté à un problème d'insolvabilité, alors l'État devra être préparé et prendre des mesures, y compris, dans des situations exceptionnelles, mettre en œuvre des plans de sauvetage financier. Si l'État n'agit pas, le système dans son entier, ou à tout le moins les pans sans lesquels le système ne peut survivre, risqueraient de s'effondrer.

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

Les passifs à l'échelle infranationale

LES ÉTATS FÉDÉRAUX, INSTANCES GOUVERNEMENTALES RÉGIONALES, MUNICIPALITÉS

Certains États, et particulièrement les plus étendus d'un point de vue géographique, peuvent être dotés d'un système administratif décentralisé. Un tel système peut aussi

bien comprendre des États associés formant une fédération ou des 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 au niveau infranational seront dotées de leur propre budget et en auront la gestion indépendante. À nouveau, une gestion de la dette prudente 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, il se pourrait que l'État doive étendre son soutien au profit d'une ou plusieurs de ces autorités infranationales, voire même soit tenu de prendre en charge leurs passifs existants au titre de la dette, ce qui engendrerait alors un passif supplémentaire dont il faudra tenir compte dans le cadre de la stratégie globale de 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 un ensemble de protections aux investisseurs privés résidant dans ces États et investissant dans le pays hôte. Ces protections couvrent la plupart des types d'investissements directs extérieurs et s'étendent même, dans certains cas, aux investissements dans des titres de créance souverains. Les TBI prévoient habituellement que ces investisseurs pourront recourir à l'arbitrage en cas de réclamation de leur part formulée à l'encontre d'un État au motif que celui-ci ne leur a pas fourni le niveau de production requis, tel que prévu par le traité.

Dans l'hypothèse où la procédure d'arbitrage aboutit au prononcé d'une sentence ordonnant un paiement compensatoire à l'encontre de l'État, il sera important que les gestionnaires de dette tiennent compte de la nécessité d'honorer cette sentence. Les gestionnaires de dette devront examiner la question de savoir si le défaut d'exécution de la sentence arbitrale, ou même le simple retard d'exécution, aura une incidence sur les obligations de l'État au titre de l'un quelconque 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 potentiels dans les titres de créance offerts par l'État vont prendre en compte les sentences arbitrales existantes dans leur évaluation du risque interne et, sur la durée, l'État pourra 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 extérieurs.

Dans certains cas, les sentences arbitrales peuvent être transférées ou négociées sur le marché secondaire. Les gouvernements et gestionnaires de dette devront suivre ces situations de près puisqu'elles seront vraisemblablement le signal de la volonté renforcée des fonds spécialisés de poursuivre l'exécution de ces sentences arbitrales de manière plus vigoureuse.

Les sentences arbitrales rendues dans le contexte de litiges relatifs à un investissement direct extérieur 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 de ces situations survient uniquement en période de difficultés exceptionnelles.

L'ampleur de l'incidence potentielle des passifs conditionnels

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

Le défi du gestionnaire de la dette consiste à concevoir un système de contrôle et d'analyse des passifs conditionnels et à décider de la façon selon laquelle seront budgétées 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 la dette de qualité ».

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 d'un défaut de paiement au titre de la dette publique



une gestion de la dette publique efficace permettra de garantir que les besoins de financement de l'État sont satisfaits et ses obligations de paiement honorées à moindre coût à moyen et long terme, 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 de capitaux efficient



des données relatives à la dette de qualité sont essentielles à l'exécution des nombreuses fonctions de la gestion de la dette, en particulier s'agissant des passifs conditionnels dans la mesure où 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 leur gestion de la dette.



14 Les fonctions, cadres et outils

L'importance de la gestion de la dette publique

La gestion de la dette publique est le processus d'établissement et de mise en œuvre d'une stratégie relative à la gestion d'une dette de l'État ceci afin de mobiliser le montant de financement requis à moindre coût à moyen et long terme, en maintenant le risque à un niveau prudent, et d'atteindre tous les autres objectifs en termes de gestion de la dette, tels que le développement et le maintien d'un marché de titres publics performant.

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.

La gestion de la dette publique est importante pour de nombreuses raisons, à savoir :

LA RÉDUCTION DES COÛTS D'EMPRUNT DE L'ÉTAT

Un élément essentiel de la gestion de la dette est 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 à d'autres fins. Une diminution des ressources financières pourra, par exemple, impacter l'aptitude du gouvernement à consacrer des fonds à des secteurs 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

Des structures financières complexes et risquées sont intégrées dans le portefeuille de la dette publique, 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 garantit que ces risques sont gérés et contrôlés avec précaution, de sorte qu'ils n'exposent pas le portefeuille, de manière significative, 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 fournis 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 monnaie 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 élevés
3. le risque de liquidité : il peut ne pas être possible de vendre une obligation à bref délai ou à un coût financier rentable

4. le risque de crédit : une contrepartie peut manquer à son obligation d'effectuer les paiements requis en temps voulu ou dans leur intégralité
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 entraîner un trop-perçu ou un moins-perçu au titre d'obligations de paiement.

LA CONTRIBUTION À LA STABILITÉ MACROÉCONOMIQUE

Une mauvaise et inadéquate gestion de la dette publique contribue aux problèmes de la viabilité de la dette au sein de nombreux pays en développement, alimentant l'instabilité monétaire et économique. Cette mauvaise gestion 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 solides politiques de gestion de la dette devrait renforcer les objectifs des politiques macroéconomiques et ceux des réformes des politiques 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 d'une croissance et d'un développement à caractère durable.

LE DÉVELOPPEMENT ET LE MAINTIEN D'UN MARCHÉ DE TITRES PUBLICS NATIONAL PERFORMANT

Dans la plupart des pays, les décisions des gestionnaires de la dette publique ont été d'importants catalyseurs dans le développement de la structure générale du marché des titres national. Ces décisions comprennent le choix des types d'instruments à émettre, de la stratégie d'émission et de la structure de commercialisation les plus appropriées pour soutenir ces instruments – tous ces éléments étant d'importance cruciale au 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*) à 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 rendre l'économie plus résistante aux chocs extérieurs, comme la fuite des capitaux.

LA PROTECTION DE LA RÉPUTATION DE L'ÉTAT

La qualité des pratiques de gestion de la dette publique peut avoir des incidences importantes sur la réputation de l'État. Elle influe sur l'opinion que le marché a de la gestion de la dette publique et de la compétence de l'État et, ultimement, sur ses risques et notations de crédit. Il est essentiel que la dette publique soit gérée selon les normes professionnelles et d'éthique les plus élevées.

Les fonctions de la gestion de la dette

La gestion de la dette comporte de nombreuses fonctions différentes. Celles-ci comprennent :

UNE FONCTION « ORIENTATION »

Cette fonction comporte la formulation des objectifs de gestion de la dette publique 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 escomptés, à la structure de l'échéance, à la composition de la monnaie, à la structure des taux d'intérêt, etc.

UNE FONCTION « RÉGLEMENTATION »

Cette fonction comporte la création 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 textes de loi, reflété par une loi relative à la gestion des finances publiques ou, à tout le moins, relative à la dette publique, ainsi que par une loi en matière de responsabilité budgétaire. Ce cadre réglementaire peut aussi fixer les règles applicables aux entités

publiques et organismes au niveau infranational, pour guider leurs émissions de titres ou autres formes d'emprunt.

En outre, il devrait y avoir un cadre institutionnel avec des règles et une réglementation applicables pour chacune des institutions concernées par les opérations de gestion de la dette publique.

Enfin, et ce n'est pas le moindre des points, un cadre organisationnel doté de manuels des fonctions, manuels des procédures et descriptions des postes de travail pour l'ensemble des institutions et membres du personnel impliqués, est requis.

UNE FONCTION « TRANSPARENCE ET REDDITION DE COMPTES » (ACCOUNTABILITY)

Un volet essentiel de la gestion de la dette est la communication au public des principaux aspects des opérations de gestion de la dette, en particulier du stock existant 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 corps 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 (SGD).

Le cadre institutionnel de la gestion de la dette

Les responsabilités et obligations de rendre des comptes (*accountabilities*) de chacune des parties impliquées dans les activités de gestion de la dette devraient être clairement structurées (comme illustré dans le schéma ci-dessous). Les mécanismes de gouvernance commencent habituellement au niveau du parlement/congrès/assemblée nationale, basés sur l'architecture constitutionnelle du pays. Par la suite, les pouvoirs nécessaires aux différentes fonctions de gestion de la dette sont conférés au ministère des finances/conseil des ministres et/ou à la banque centrale.

La responsabilité opérationnelle des activités de gestion de la dette est en général partagée entre la salle des marchés (*front office*), le service intermédiaire (*middle office*) et le service post-marché (*back office*), chacun d'entre eux ayant des fonctions et obligations de rendre des comptes distinctes, ainsi que leurs propres lignes hiérarchiques de déclaration et signalement (*reporting*). Dans certains pays africains, ces activités

sont fusionnées en un bureau de gestion de la dette (BGD) unique, alors que dans d'autres pays, ces activités sont fractionnées entre plusieurs départements au sein du ministère des finances et, pour certains enfin, ces activités sont assurées par 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 à une gestion efficace de la dette.

LA SALLE DES MARCHÉS (*FRONT OFFICE*)

Le *front office* a la responsabilité de la mobilisation des ressources à la fois auprès des sources nationales et des sources étrangères, à moindre coût et dans les plus brefs délais. Le *front office* met généralement en œuvre le programme d'emprunt sur la base de la SGD approuvée par le gouvernement, négocie avec les créanciers, se concerta avec les acteurs de marché, révisé de manière régulière les conditions de marché et, enfin, fournit 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 des 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 la performance du *front office* sur le plan de la conformité à la stratégie choisie et aux limites applicables aux coûts et risques et 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* sont comprises : la détermination de plafonds 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 du service de la dette servant à l'établissement des prévisions budgétaires, ainsi que la réalisation régulière d'analyses de viabilité de la dette. Le contrôle des passifs conditionnels peut également relever des attributions du *middle office*.

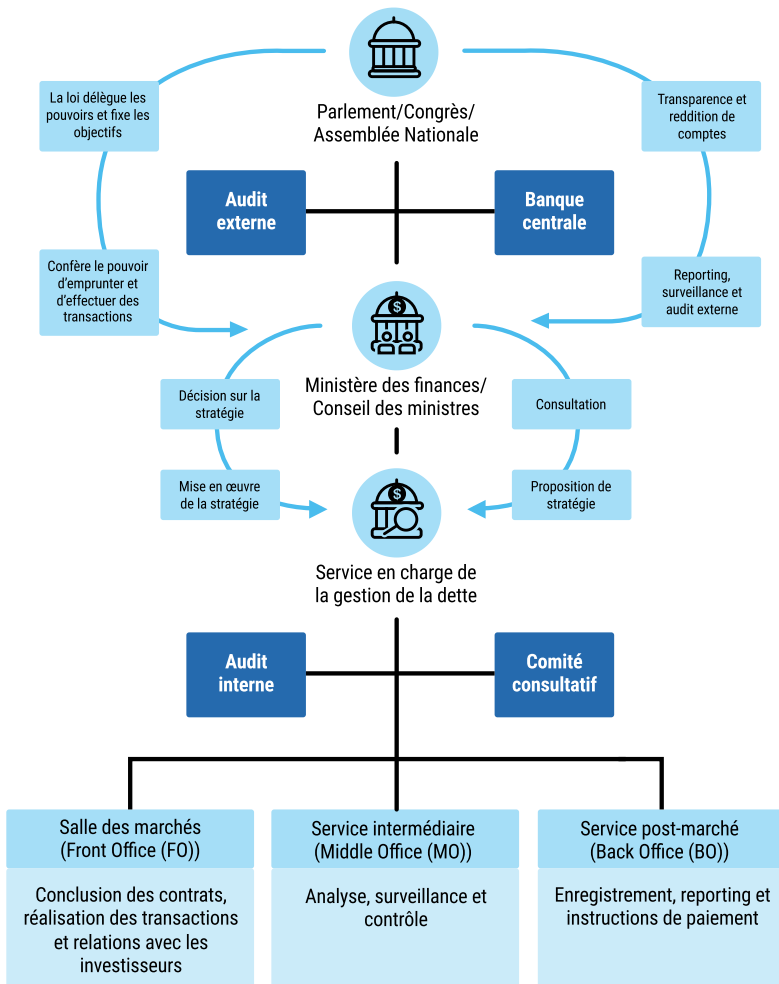


FIG.17. Cadre de la gouvernance de la gestion de la dette

LE SERVICE POST-MARCHÉ (*BACK OFFICE*)

Le *back office* est généralement chargé de l'enregistrement de la dette, du traitement des confirmations d'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 la fourniture des projections du service de la dette et des décaissements qui serviront au processus d'élaboration du budget.

Le contrôle de la dette publique

Les emprunts et la dette publics entraînent des risques considérables s'ils ne sont pas gérés convenablement. Les institutions supérieures de contrôle (ISC) peuvent jouer un rôle important en améliorant la gestion de la dette publique et en empêchant que la dette publique atteigne des niveaux insoutenables.

Les contrôles financiers et contrôles de performance réguliers (rapport coût-avantage) de la dette publique sont des éléments essentiels permettant de garantir que les gestionnaires de la dette publique rendent compte de leurs actions relativement à la gestion de la dette publique. 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 avantages de la dette publique.

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 d'en 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 par les Lignes directrices en matière de contrôle de la dette publique des Normes internationales des institutions supérieures de contrôle (NIISC).

Les rapports de contrôle des ISC sont présentés annuellement au corps législatif et relèvent dès lors du domaine public. Ils sont ainsi accessibles au public.

Les ressources et outils pour une gestion de la dette efficace

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

1. Les systèmes d'information pour la gestion de la dette (comptabiliser et conserver les données de la dette)
2. Le Cadre de viabilité de la dette pour les pays à faible revenu (PFR) (fonctions analytiques)
3. L'analyse de viabilité de la dette pour les pays ayant accès au marché (fonctions analytiques)
4. L'outil de la stratégie de gestion de la dette à moyen terme (SDMT) (fonctions analytiques)
5. Le cadre de la gestion de l'actif et du passif de l'État (GAPE) (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 POUR 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 pour la gestion de la dette destinés à aider les pays dans le cadre de la comptabilisation et la gestion de la 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 analytiques et de gestion des portefeuilles de prêts. Ces deux systèmes sont régulièrement améliorés pour prendre en compte les évolutions des instruments, des technologies, les changements de la pratique des créanciers, et des normes de *repor-*

ting de l'endettement, dans le but de refléter les bonnes pratiques applicables à la gestion de la dette*.

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

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 d'une accumulation excessive de dettes à l'avenir. Depuis son adoption en 2005, le Cadre de viabilité de la dette (CVD) est devenu l'outil d'analyse de viabilité de la dette le plus utilisé dans les PFR. Il existe néanmoins d'autres outils économétriques. 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 prochaines années et de sa vulnérabilité aux chocs politiques et économiques — qui est calculée en utilisant des scénarios de référence et des tests de résistance 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 élaborer les plafonds 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 élaborer les plafonds d'emprunts non concessionnels.

* L'actualisation la plus récente du logiciel CS-DRMS est 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*.

L'ANALYSE DE VIABILITÉ DE LA DETTE POUR LES PAYS AYANT ACCÈS AU MARCHÉ

Le FMI a également élaboré un outil distinct d'analyse de viabilité de la dette pour les pays ayant accès au marché (PAM), lesquels ont habituellement un accès important aux capitaux internationaux. Cet outil repose sur des positions probabilistiques de la trajectoire de l'endettement et de la disponibilité du financement à des conditions rentables.

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 de leurs arbitrages en termes de coûts et de risques, inhérents 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) est conforme au maintien de la viabilité de la dette et (c) favorise le développement du marché national de la dette.

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

Le cadre de la GAPE permet aux gouvernements de procéder à l'examen de l'ensemble des actifs et passifs accumulés dont l'État a le contrôle. Ce cadre utilise des tests de résistance budgétaire pour mesurer la résistance des finances publiques aux chocs et peut révéler des points de vulnérabilité qui pourraient échapper aux analyses traditionnelles de gestion de la dette. Ceci provient du fait que le cadre de la GAPE élargit 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 poser problème, particulièrement lorsque l'on considère le secteur public élargi, le cadre de la GAPE peut être utile même dans un environnement de données très restreint.

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

La Banque Mondiale a élaboré un programme, conjointement avec d'autres partenaires, pour aider les pays en développement à améliorer leur gestion de la dette. La

La pierre angulaire de ce programme est l'EPGD, une méthodologie pour évaluer la performance en matière de gestion de la dette publique à travers un ensemble exhaustif d'indicateurs de performance couvrant la gamme complète 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 par tous les pays en développement. Néanmoins, le contexte d'un pays doit être pris en considération lors de l'évaluation de la capacité de gestion de la dette du pays et de ses besoins. 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 leurs politiques réglementaires et macroéconomiques, la capacité de leurs institutions à élaborer et mettre en œuvre des réformes, leur notation de crédit, etc. Le développement des compétences et l'assistance technique doivent en conséquence être soigneusement adaptés pour répondre aux objectifs politiques, en prenant en compte les spécificités du pays.

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

Posséder des données de la dette précises, exactes et exhaustives est la pierre angulaire d'une gestion solide 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 régulièrement, et que les registres et données de l'endettement public soient régulièrement rendus disponibles. 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 du service de la dette inutilement lourds et ne seront probablement pas capables d'offrir à leurs populations les services tels qu'ils sont planifiés.

Il sera examiné au présent chapitre l'importance des données de la dette dans deux situations différentes d'un point de vue temporel : lors de la conduite au jour le jour des activités courantes et lors de circonstances exceptionnelles.

L'enregistrement et le *reporting* continu de la dette

Les bonnes pratiques de gestion de la dette exigent que la collecte et la gestion des données se fassent de manière centralisée sur une base consolidée qui englobe le secteur public dans son intégralité. Ainsi seront intégrés l'administration publique et l'ensemble des organismes publics (ce qui comprend les entreprises publiques, les banques publiques et autres entités détenues par l'État). Veuillez-vous reporter au schéma ci-dessous :

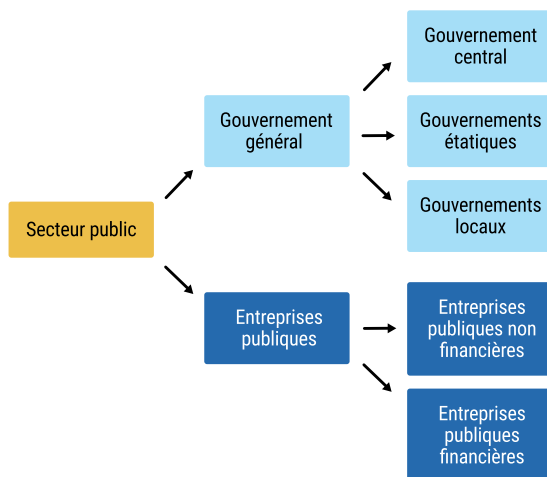


FIG.18. Couverture de l'endettement du secteur public

Chaque nouvel endettement contracté ou chaque nouveau passif assumé ayant une incidence sur les finances publiques devrait être inclus. 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 qui pourrait 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 des autres institutions multilatérales (le Groupe de la Banque Mondiale, la BAD, etc.)
- l'endettement intérieur total libellé en monnaie locale
- l'endettement extérieur public total
- l'ensemble des mécanismes et contrats de couverture de la dette souveraine (par exemple les contrats d'échange de taux d'intérêt (*interest rate swaps*) et les contrats d'échange de devises (aussi appelés « crédits croisés » *currency swaps*)
- 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.

Les aspects pratiques de la conservation de registres à jour

L'expérience a démontré 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 en raison : de la fragmentation 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 de l'État ou les dettes contractées auprès des entités du secteur public en dehors 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 débutent 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. Ces systèmes d'information de la gestion de la dette doivent comporter des registres à jour de l'ensemble des détenteurs de la dette existante et des passifs conditionnels des institutions et organismes énumérés ci-avant. Les informations devront être transmises sous forme matérielle et sous forme électronique.

Les informations transmises ne devront pas uniquement comporter la documentation originale établissant le passif mais également les avenants, ajouts, demandes de renonciation et consentements y afférents, extensions, reconductions, notifications et toutes les autres communications importantes à l'attention ou de provenant d'un ou plusieurs créanciers sous-jacents. S'agissant 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 solides de restauration de données devraient être mises en place pour atténuer le risque de perturbation grave des activités de gestion de la dette en cas de vol, incendie, catastrophe naturelle, troubles sociaux ou actes de terrorisme.

Compte tenu du fait que l'émission de la dette publique repose de plus en plus sur des systèmes électroniques d'inscription en compte, efficaces et sûrs, les procédures commerciales globales de restauration (y compris les systèmes de sauvegarde et les 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 quant au caractère sûr de leurs investissements.

Alors 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 problèmes d'infrastructures qui incitent les gestionnaires de dette publique à adopter des pratiques exemplaires.

Les exigences en matière de *reporting* continu

Tous les États se voient imposer des obligations de *reporting* auprès de trois corps distincts, à savoir :

1. le corps législatif : habituellement, chaque État a adopté des normes imposant un *reporting* régulier de ses passifs consolidés auprès de son parlement/congrès/assemblée nationale et de ses autres représentants élus. Dans certains cas, ces obligations sont expressément édictées dans les textes de loi relatifs 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 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 les 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 il sera discuté avec l'État concerné, puis soumis au conseil d'administration du FMI avant sa publication
3. les investisseurs internationaux : la communication régulière d'informations aux investisseurs est généralement requise dans le cadre de l'octroi de financements internationaux. Il s'agit également d'une exigence de l'inscription à la cote, les émetteurs étant tenus de présenter des rapports périodiques et signaler tout fait exceptionnel concernant tout événement important pertinent. Même si cette communication ne relèvera pas d'une obligation contractuelle et/ou exigence des autorités boursières, il s'agit d'une 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 des négociations sur l'allègement de la dette), les créanciers exigeront habituellement un *reporting* plus soutenu et plus détaillé et peuvent exercer 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. Ce faisant, il est important de bien prendre en considération les questions interdépendantes, en gardant à l'esprit les discussions relatives au règlement de la crise avec les créanciers. Le processus peut s'avérer être de longue haleine, minutieux, laborieux et se prolonger dans la durée. Des intérêts nationaux clairs doivent être défendus il peut s'en suivre un examen réfléchi des questions importantes, telles que la politique budgétaire, l'indépendance économique, les relations étrangères et la sécurité nationale.

Ce travail devrait être mené par une équipe interministérielle de représentants politiques de haut niveau, œuvrant en collaboration avec une équipe réduite de conseillers extérieurs (juridiques, financiers et en communication). Veuillez également vous reporter au chapitre intitulé « Comment les choisir » et au paragraphe au sein du chapitre intitulé « Comment dois-je gérer les situations de surendettement ? ».

Remarque particulière sur le contrôle des passifs conditionnels

Le contrôle continu des passifs conditionnels se compose de 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 comptabiliser officiellement les passifs conditionnels, de la manière requise par la réglementation applicable et les normes de comptabilisation 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, variera. Les gestionnaires de la dette publiques devront les surveiller de manière constante, par rapport aux différents scénarios de base et scénarios de crise. 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 envisageant tous les scénarios pour tous les pays. Pour autant, le contrôle des passifs conditionnels est encouragé pour accroître la transparence.

S'ils sont incorrectement contrôlés et gérés, les passifs conditionnels peuvent, en période exceptionnelle, avoir d'importantes répercussions défavorables sur la viabilité 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 en ce qui concerne 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 liés aux défauts » étaient les suivantes :

1. l'endettement détenu par les entreprises publiques représente 2 % du PIB
2. les PPP représentent 35 % du stock de capital PPP du pays
3. les chocs sur les marchés financiers représentent 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 adaptent davantage, sur la base de la situation spécifique du pays. En se fondant sur l'expérience des États-Unis et de l'Europe au cours des crises financières globales, lors desquelles les passifs conditionnels de nature systémique ont représenté une proportion significative du PIB, un gestionnaire de dette prudent peut souhaiter effectuer des tests de résistance extrême 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). Veuillez vous reporter au 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 guider 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 dans les limites duquel l'État peut faire des choix de manière éclairée sur la meilleure façon de répondre aux besoins de financement. Dans les limites de ce cadre, une fois que l'État a approuvé une SGD, le gestionnaire de la dette publique est investi du pouvoir d'adopter une approche disciplinée pour la poursuite et la mise en œuvre des objectifs de gestion de la dette.

Il est fondamental que la SGD s'inscrive dans le cadre global de la politique macroéconomique à moyen terme. Une SGD efficace sera le résultat d'une étroite coordination 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 sont :

- faciliter la mobilisation du montant de financement requis, auprès d'une combinaison de sources appropriées, afin de répondre aux besoins de financement d'un 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 que les obligations de paiements soient honorées.

Le processus d'élaboration de la stratégie de la dette

Une SGD officielle, une fois adoptée par les principales parties prenantes 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 de crédit et au grand public). Selon les bonnes pratiques, il convient que l'État révise et mette à jour sa stratégie de gestion de la dette tous les ans (ou selon une autre fréquence régulière) et plus fréquemment si la situation macroéconomique ou les conditions de marché changent de manière significative.

L'un des éléments clés requis pour le développement d'une stratégie de la dette solide est 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 termes et conditions de cet endettement (par exemple, la monnaie, l'échéance, les taux d'intérêt et le type d'instrument, le droit applicable et la destination des fonds).

Pour 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 été précédemment exposé, l'outil de la SDMT élaboré par la Banque Mondiale et le FMI offre aux pays une approche complète et structurée de l'élabora-

tion de la stratégie de la dette. Les principales étapes à suivre sont les suivantes :

1. 1. identifier les objectifs et l'étendue de la gestion de la dette publique : les objectifs pertinents en matière de gestion de la dette sont souvent élaborés en vue de garantir que les besoins de financement de l'État soient satisfaits et ses obligations de paiement honorées, en temps opportun et au moindre coût possible, en maintenant le risque à un niveau prudent. Un second objectif peut être de promouvoir le développement du marché de la dette
2. 2. identifier la SGD actuelle et analyser le coût et les risques du stock de la dette existant
3. 3. identifier et analyser les sources de financement potentielles, y compris les caractéristiques des coûts et risques associés, les conditions de marché en vigueur et l'exposition existante à une source de financement en particulier
4. 4. préparer une AVD traduisant les hypothèses macroéconomiques de référence du gouvernement et les diverses solutions de financement. Cette phase exigera une interaction étroite entre les autorités en charge des politiques budgétaires et monétaires concernées
5. 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 de la dette nationaux

Les pays émetteurs africains se sont financés dans des monnaies étrangères du fait de la profondeur limitée des marchés financiers nationaux. Les pays émetteurs africains ont dès lors été contraints de se financer dans des monnaies étrangères sans augmentation correspondante en termes d'afflux de devises étrangères.

Il s'agit 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 de la dette nationaux peut aider à atténuer ces risques et fournir une source de financement à long terme stable. 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 marchés obligataires souverains nationaux élaborent des outils de gestion des risques macroéconomiques et budgétaires et fournissent des prix de référence aux entreprises locales.

Plusieurs pays africains ont accompli des progrès dans l'émission de titres de créance libellés en monnaie locale et dans le développement des marchés financiers locaux, et pourtant il reste encore beaucoup à faire dans ce domaine à travers tout le continent africain. La SGD peut aider à identifier les difficultés institutionnelles majeures du développement des marchés de la dette locaux et contribuer à la résolution de ces difficultés.

Les coûts et risques des sources de financement potentielles

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 suivantes* :

1. **les prêts concessionnels** – les instruments de dette concessionnels octroyés par les prêteurs multilatéraux et bilatéraux se caractérisent souvent par de longues échéances, des périodes de grâce et des taux d'intérêt inférieurs au marché. Du fait de ces caractéristiques, les prêts concessionnels sont habituellement la source de financement de la dette la plus avantageuse pour 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 comme préalable au décaissement des prêts. Les créanciers multilatéraux peuvent, soit limiter

* Les dons provenant de donateurs et partenaires bilatéraux officiels est la source de financement la plus avantageuse pour un État puisqu'ils ne doivent pas être remboursés. Ils ne contribuent pas davantage à la hausse du stock de l'endettement.

l'utilisation des fonds à des destinations précises, soit fixer d'autres conditions liées à la politique. S'agissant des prêts bilatéraux, ces conditions peuvent inclure l'obligation imposée 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 ont émis des emprunts libellés 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 cet endettement a été souscrit par des investisseurs internationaux dès lors que les marchés financiers nationaux ne sont pas suffisamment développés. Il en résulte que la stabilité de ces flux de capitaux est soumise aux variations de l'humeur du marché, particulièrement lors des situations de risque de dépréciation de la monnaie. En outre, les échéances des instruments de la dette libellés en monnaie locale se caractérisent souvent par des échéances plus courtes que celles disponibles pour les instruments libellés en monnaie étrangère. Les taux d'intérêt des instruments libellés en monnaie locale ont tendance à être plus élevés. L'échéance plus courte de ces financements et la volatilité de la base d'investisseurs internationaux accroissent les risques de refinancement de l'État. En outre, il existe un risque qu'un emprunt souverain excessif auprès des banques et institutions financières locales « évince » l'emprunt auprès d'autres sociétés et entrepreneurs locaux, qui est nécessaire pour stimuler la croissance économique
3. **la dette internationale** (comme par exemple, les emprunts obligataires et prêts syndiqués) – les marchés de la dette internationaux fournissent d'autres sources de financement non concessionnel. En comparaison avec le cadre du financement concessionnel, l'utilisation des recettes n'est pas étroitement contrôlée. Bien que les marchés de la dette internationaux offrent les sources de financement les plus liquides et les plus larges, l'accumulation d'un volume important d'endettement non concessionnel 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 de la dette internationaux. Ceci peut être dû à toutes sortes de raisons. Dans ces situations, le gestionnaire de la dette publique peut envisager des instruments structurés, plus complexes. Ces instruments peuvent comprendre des structures de financement liées au pétrole ou à 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 obligations 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 de préoccupations liées à la transparence et la viabilité de la dette ou à la conformité à l'engagement de ne pas constituer de sûretés (*negative pledge*) de la Banque Mondiale. 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 en matière de communication, jouent un rôle essentiel pour aider le pays à atteindre ses objectifs.



Il devrait être fait appel aux conseillers dès la première occasion possible et ceux-ci devraient être tenus informés/gardés à proximité.



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 faisant face à des difficultés.



Il sera 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 de la part des institutions multilatérales, que ce soit lorsqu'ils traversent de bonnes périodes ou des périodes plus difficiles. Ces programmes sont toutefois principalement destinés à aider au développement des compétences des fonctionnaires et ne devraient, par conséquent, pas être considérés comme se substituant aux conseillers professionnels indépendants, intervenant pour des missions de conseil dans les domaines financier, juridique et en matière de communication.

Les conseillers financiers

Les conseillers financiers internationaux sont des professionnels ayant une expertise approfondie 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, à certains moments, 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 local. Les conseillers financiers peuvent accomplir des fonctions variées afin d'assister les fonctionnaires au sein du ministère des finances, les bureaux de gestion de la dette (BGD) et les banquiers des banques centrales.

Le schéma page suivante synthétise les principales fonctions des conseillers financiers.

Les conseils juridiques

Les conseils juridiques sont des cabinets d'avocats internationaux réputés (ou des consultants juridiques expérimentés), spécialisés dans la fourniture de conseils de grande qualité destinés aux États souverains, dans tout un éventail de domaines juridiques et stratégiques, y compris, sans s'y limiter, le financement de la dette, le cadre réglementaire, les risques juridiques, la gestion des passifs et les 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.



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.



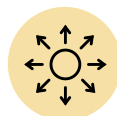
Communication

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.19. Fonctions des conseillers financiers

Les conseillers financiers et conseils juridiques en situation de restructuration de la dette

Les conseillers financiers et conseils 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 (dont le FMI), les institutions bilatérales et les créanciers privés. Il est important de souligner que les conseils juridiques et conseillers financiers travaillent exclusivement dans l'intérêt au long terme de leur client (le pays concerné).

Les conseils 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 fait l'objet d'un concours du FMI octroyé à l'appui d'un programme. En fonction de l'étendue du travail, il peut s'agir de ce qui suit :

1. les conseillers financiers peuvent apporter leur assistance à l'État souverain pour nouer le dialogue avec le FMI sur les hypothèses sous tendant l'analyse de sensibilité de la dette (ASD), laquelle détermine le montant de l'allègement de la dette requis pour ramener l'endettement à des niveaux soutenables avec un haut degré de probabilité
2. les conseils 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 collaboreront sur la stratégie coordonnée à adopter pour nouer le dialogue avec les créanciers.

Le schéma ci-dessous illustre le rôle conjoint des conseillers financiers et conseils juridiques dans les situations de restructuration de la dette :

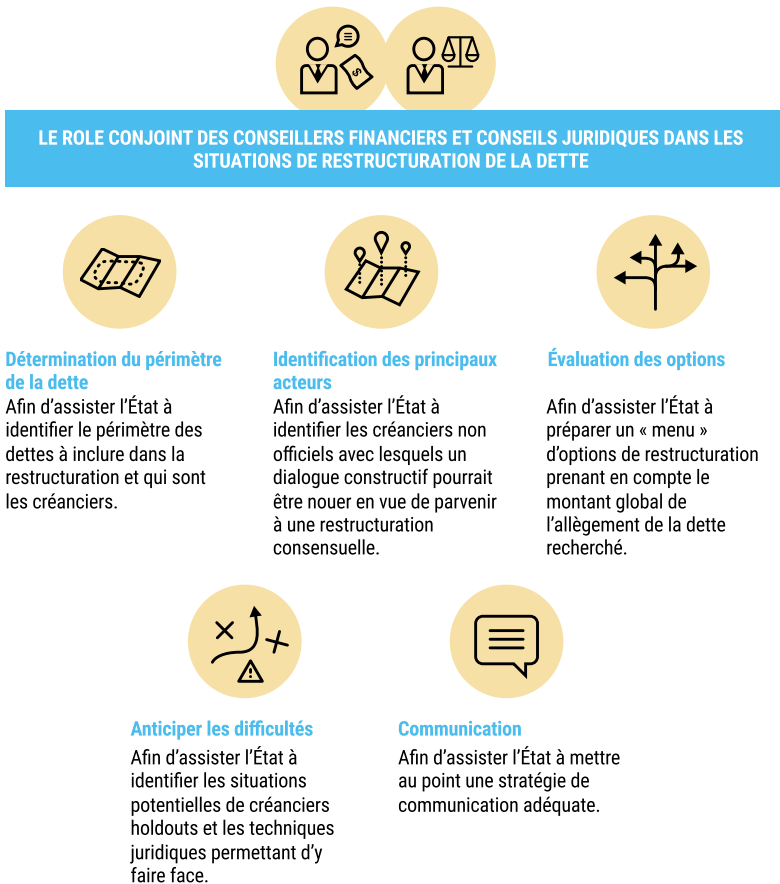


FIG.20. Le rôle conjoint des conseillers financiers et conseils juridiques dans les situations de restructuration de la dette

Les conseillers en communication

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

ciers et conseils juridiques, en vue d'assurer un discours solide, efficace, transparent et crédible sur la stratégie macroéconomique et financière du pays, les plans de développement, le financement requis 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, plus important 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 soit concurrentiel, équitable et transparent, et qu'il conduise au choix de conseillers expérimentés et réputés.

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

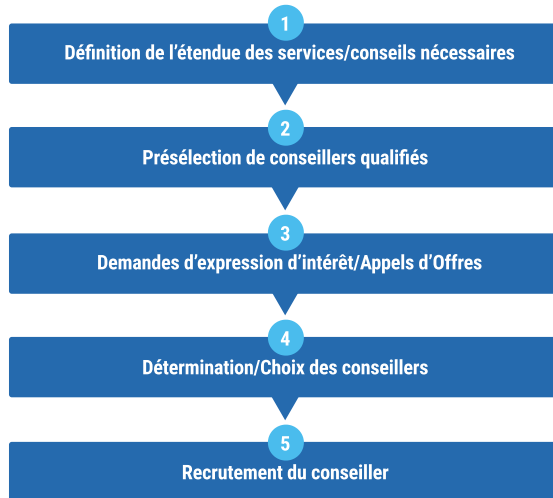


FIG.21. Procédure de marché public

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 candidats, acquises lors de précédentes missions de conseil analogues, la méthodologie proposée des conseillers pour fournir les services requis, 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 prendre en compte les 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 faisant appel aux services.

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

En outre, bien qu'il existe nombre d'institutions – petites et grandes– et 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 juridiques indépendants. Aussi, 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 (ALSF) 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'ALSF afin d'obtenir son assistance pour choisir et financer leurs conseillers financiers et conseils juridiques.

Le surendettement

Points clés

Il est nécessaire que les États souverains agissent vite et répondent à tout risque de surendettement dès que celui-ci survient.



Il y existe de nombreux indicateurs qui indiquent qu'un État souverain pourrait se diriger vers une situation de détresse financière. Ces indicateurs sont certes indicatifs mais 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, son évaluation et sa résolution, de manière méthodique et en temps opportun, sont requises.



Au nombre des mesures essentielles devant être envisagées figurent : (1) impliquer rapidement les conseillers (2) entreprendre des démarches auprès du FMI et réaliser une analyse de viabilité de la dette avec l'assistance d'un conseiller financier (3) définir le volume et le périmètre de la dette (4) élaborer une stratégie de résolution adaptée à la nature de la crise (liquidité par rapport à solvabilité) et (5) mettre en œuvre une stratégie exhaustive en matière de communication afin d'obtenir le soutien nécessaire des différentes parties.



Des catégories différentes de créanciers requièrent des stratégies différentes, en fonction de leurs cadres et politiques de prêts respectifs.



Le risque de situations « surprise » non souhaitées plane au-dessus de ces exercices et la plus grande attention devrait être apportée aux implications de nature systémique et aux risques de contentieux.



18 La nécessité d'une intervention en temps opportun

Le moment précis auquel un pays débiteur doit commencer à prendre des mesures urgentes pour palier à une menace grandissante de surendettement variera d'une situation à une autre. Bien que des premiers indicateurs d'alerte peuvent laisser entrevoir l'imminence de l'apparition de problèmes, 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 à temps d'un surendettement grandissant est d'importance critique, dès lors que 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.

La reconnaissance de l'évolution de la crise

Même lorsque le pays débiteur ne se trouve pas dans une situation de perte totale de l'accès au marché (c'est-à-dire le cas dans lequel le débiteur souverain n'est pas capable d'émettre des titres de créance ou d'accéder à l'emprunt dans un 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, au vu de la situation particulière du débiteur. Par exemple, les investisseurs seraient prêts à prolonger les crédits à court terme uniquement à des taux d'intérêt élevés ou à des conditions coûteuses et avec des 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 s'atteler, à temps, à l'adoption de mesures concrètes permettant de pallier aux causes des perturbations du marché, avant que la crise ne s'aggrave.

Les indicateurs d'alerte à surveiller

Il existe de nombreux indicateurs qui indiquent 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 varient, certains indicateurs devraient être surveillés par l'ensemble des gestionnaires de dette prudents. Sont inclus les indicateurs faisant l'objet d'une surveillance directe des gestionnaires de la dette dans le cadre de l'analyse de viabilité de la dette, ainsi que ceux des agences de notation de crédit, investisseurs, prêteurs, institutions multilatérales et autres parties prenantes. Toute asymétrie de l'information entre les évaluations de l'État, des institutions multilatérales, des agences de notation de crédit et le marché, peuvent compliquer davantage un scénario de surendettement.

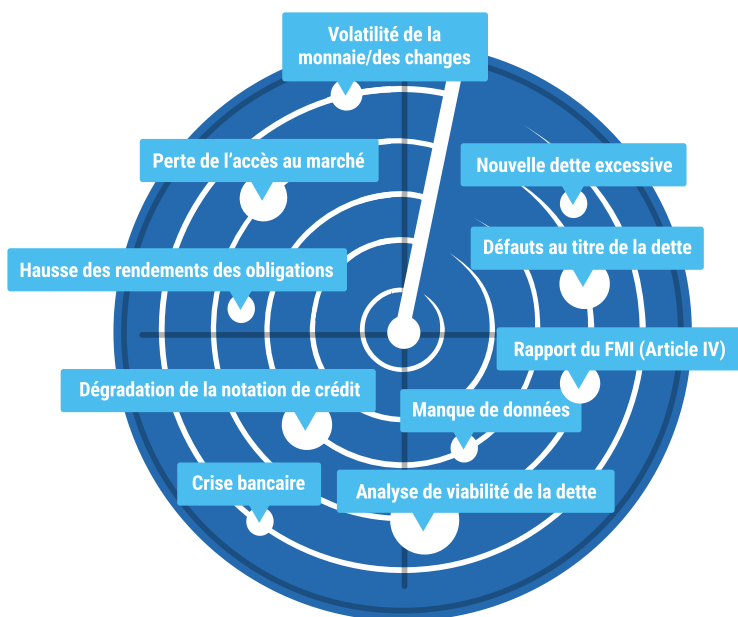


FIG.22. Les indicateurs d'alerte à surveiller

Sont brièvement résumés ci-après 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 de créance libellés dans la monnaie locale du pays ou en monnaie 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 faire courir des risques à davantage de capitaux. Cela survient

souvent lorsqu'un État souverain cherche à reconduire ou refinancer des titres de créance arrivant à échéance

- **le rendement des obligations** : la baisse du cours des obligations et la hausse inverse des rendements peut servir d'indicateur d'une évolution rapide vers le surendettement dès lors que les agences de notation de crédit peuvent déclasser les obligations en catégorie spéculative dite « *junk* », ce qui provoquera la vente de leurs obligations par de nombreux investisseurs institutionnels (celles-ci ne remplissant plus les exigences en matière de qualité de crédit de leurs portefeuilles)
- **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 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 quasiment tous les acteurs de marché dans leur analyse de la dette. Les rapports du FMI/de la Banque Mondiale, y compris celui de l'habituel Article IV, comportent une revue des risques, tels que la volatilité du taux de change, 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 de viabilité globale de la dette, ainsi que des difficultés d'ordre général auxquelles le pays fait face
- **les agences de notation de crédit (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 étant donné que les CRA appliquent des critères transparents et reconnus à leurs évaluations des risques. Cet indicateur peut être plus intermittent dès lors que les CRA publient généralement des opinions uniquement lors de la survenance d'un événement 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 au titre 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 ou

d'exercer d'autres voies de recours. Même dans le cas où il est rapidement remédié au cas de défaut, avant que les créanciers ne réagissent, les gestionnaires de la dette devraient considérer le défaut comme le signe d'une hausse du risque de crise financière, dès lors surtout que les acteurs de marché vont voir cet indicent comme un signe précurseur d'une instabilité financière plus grave

- **la crise du système bancaire** : il existe un vieil adage dans le monde de la restructuration de la dette souveraine qui dit : « *ne 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 prévisions d'endettement positives peut être gravement impacté par une crise ou un effondrement de son système bancaire intérieur en raison du risque pour 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 qui excèdent le potentiel de croissance économique à moyen terme d'un État et sa capacité à honorer le service de la dette correspondant, peuvent également être un indicateur de surendettement imminent. Même si une minorité de prêteurs à l'origine de l'endettement estime que l'État peut assurer le service de la dette, l'ensemble du reste du marché peut être parvenu à un consensus général sur le fait de savoir si la dette nouvellement accumulée a fait basculer l'État dans une situation qui n'est pas soutenable
- **l'insuffisance de données historiques** : l'absence d'historique de comptabilisation et de données de la dette souveraine, y compris de la dette non financière du secteur public et des garanties des prêts, devrait servir d'indicateur de surendettement aux gestionnaires de la dette nouvellement désignés, étant donné que cela suppose que l'accumulation précédente de la dette et/ou les stratégies antérieures de la dette ont été motivées par un processus non éclairé de prise de décision.

19 Comment dois-je gérer les situations de surendettement ?

L'équipe et le plan

La gestion d'une situation de surendettement requiert une équipe de stratégie et un plan. Les difficultés seront toujours résolues dans de meilleures conditions et plus rapidement lorsque l'équipe en charge de la direction et de la gestion des efforts et travaux déployés par l'État sera bien préparée. 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. Le déni du problème et les tergiversations pour le résoudre ne feront qu'aggraver les difficultés et accroître les pertes sèches inévitables que la crise entraînera.

Il sera nécessaire que l'équipe, laquelle sera probablement constituée sur une base *ad hoc* au sein du ministère des finances de l'État concerné, dispose des ressources et du soutien lui permettant d'effectuer 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

dette et les dirigeants des entreprises publiques devraient être prêts à coopérer et assister l'équipe.

Le plan d'action

Lorsqu'ils rencontrent des difficultés dans le cadre de leur gestion de la dette, les États vont devoir adopter une série de mesures dans le but de faciliter l'analyse et la résolution de ces difficultés en temps opportun et de manière méthodique. En premier lieu, en consultation 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 seront nécessaires. 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 des montants 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 devra 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 œuvre des difficiles décisions politiques qui devront être prises. Bien qu'il puisse s'agir d'un processus complexe et difficile à gérer, un règlement des problèmes de la dette mené de manière transparente et méthodique peut permettre d'éviter de retarder inutilement ce processus et réduire les pièges éventuels, sans de lourdes répercussions sociales.

Les pièges à éviter

Les gestionnaires de la dette souveraine et les responsables du gouvernement en charge feront fréquemment l'objet de pressions politiques et autres pour retarder l'adoption des mesures nécessaires — mais pénibles et impopulaires — à la résolution du problème de surendettement. Les démarches entreprises dans le but d'empêcher l'adoption de ces décisions difficiles aggravent souvent elles-mêmes le problème. À titre d'exemples d'une mauvaise pratique de la gestion de la crise de la dette souveraine peuvent être cités le fait : (1) d'octroyer aux créanciers bilatéraux l'accès à des

ressources publiques ou actifs de l'État de nature stratégique, en échange d'engagements réciproques de prêts (2) de contraindre les fonds de pension nationaux à investir un pourcentage de leurs portefeuilles dans la dette souveraine (3) d'exiger des banques nationales l'allongement des lignes de crédits octroyées au gouvernement à des conditions non commerciales et/ou (4) de 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 de la dette de manière courante *versus* la gestion de la dette en situation de surendettement

Il est important de différencier la gestion de la dette dans le cours normal de l'activité, laquelle est une opération courante de l'État, 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 l'écarter de sa stratégie existante de gestion de la dette (SGD). En situation de liquidités à court terme, l'économie de l'État reste saine, ses politiques macroéconomiques sont bien adaptées au pays et l'État prévoit de générer des recettes suffisantes permettant de faire face à ses besoins de financement à moyen et long termes. Grâce à ces prévisions positives, les acteurs de marché ne vont pas percevoir la situation comme une situation de surendettement mais comme une pénurie momentanée de liquidités. Dans une telle situation, un État peut déployer les outils traditionnels de gestion du passif, tels que le crédit-relais, les offres d'échanges ou les reconductions de crédit. Pour en savoir plus sur 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 prévisions et politiques économiques. Cette perturbation du secteur de la finance entraîne la perte de l'accès au marché, occasionnant des problèmes de balance des paiements puisque l'État n'est plus capable d'emprunter pour faire face à ses besoins. En conséquence de ces prévisions plus difficiles, l'État ne peut simplement pas se reposer sur le déploiement de ses propres outils de gestion du passif mais devra, au lieu de cela, conduire une analyse plus approfondie de la situation afin de déterminer l'ampleur du problème, souvent avec l'assistance de conseillers et des institutions multilatérales comme le FMI et la Banque Mondiale.

L'État devra ensuite envisager de combler son déficit financier. Lorsque cela est possible, il peut souhaiter approcher des donateurs et partenaires de développement amicaux en vue de l'obtention de dons et/ou 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 titre de la dette. Les formes d'allègement de la dette accordées par les créanciers peuvent varier et aller de la renégociation des échéances (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.

Est présenté ci-après un aperçu général de la consultation, de l'évaluation et du processus de résolution d'un scénario de surendettement.

La consultation

À partir d'un certain stade, il devient clair 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 possibles, à savoir :

LA DÉSIGNATION DES CONSEILLERS EXTERNES

Il conviendrait de recruter le plus rapidement possible des conseillers financiers et conseils juridiques expérimentés en vue d'aider l'État à évaluer les options dont il dispose au niveau financier et juridique. Ces conseillers devraient être dotés d'une expérience en matière de restructuration de la dette souveraine afin d'être en mesure d'accompagner l'État tout au long du processus de restructuration à venir. Retarder la nomination 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. Veuillez vous reporter au chapitre intitulé « Le rôle des conseillers » pour un examen plus approfondi de cette question.

SE RAPPROCHER DU FMI

L'État devrait entreprendre des démarches auprès du FMI dans le but d'obtenir de l'aide pour évaluer les solutions disponibles pour faire face à la crise de la dette. Le type d'assistance financière qu'il pourra recevoir de la part du FMI dans cette situation, ainsi que les conditions dans lesquelles cette assistance sera fournie, dépendront du résultat de l'analyse de viabilité de la dette du FMI. Si le FMI considère, sur la base de l'AVD, que la dette de l'État n'est pas soutenable, alors dans ce cas le FMI ne peut fournir d'assistance financière à l'État débiteur sauf si celui-ci adopte des mesures crédibles - de l'avis du FMI - pour restaurer sa viabilité. Il appartiendra à l'État de décider de restructurer sa dette ou pas. Le fait que le FMI obtienne l'assurance que ces mesures sont entreprises sera une condition de l'octroi d'un financement par le FMI dans cette situation. Un tel financement peut néanmoins être octroyé avant que la restructuration de la dette ne soit achevée, pour autant que le FMI soit confiant dans le fait qu'un processus crédible de restructuration est en cours et que la restructuration se traduira par une participation importante des créanciers en vue de restaurer la viabilité de la dette. Le financement par le FMI sera subordonné à la mise en œuvre de ces mesures d'une manière satisfaisante.

Si l'AVD révèle que la dette de l'État est soutenable, alors le FMI peut fournir une assistance financière à l'État sans requérir une restructuration de la dette. Dans ces situations, il sera en principe suffisant de convenir d'une combinaison d'ajustements

des politiques et de financements (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 qui comprend 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, comme cela pourra s'avérer nécessaire selon les circonstances. Le FMI peut accorder des financements avant ou après la survenance d'un défaut de l'État, sous certaines conditions. Dans l'hypothèse d'un contexte de post-défaut dans lequel l'État a accumulé des arriérés de paiement à l'égard de ces créanciers multilatéraux, bilatéraux et/ou privés, le financement 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 requérant 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 l'ancrage d'un programme appuyé par le FMI. Toutefois, cela donne généralement lieu à un processus plus long et plus complexe étant donné que l'effort de restructuration nécessaire n'est pas soutenu par un programme d'ajustements appuyé par le FMI.

La stratégie de développement

Après avoir procédé à la désignation de ces conseillers financiers, conseils juridiques et conseillers en communication, et consulté le FMI pour déterminer la nature et les termes 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 dans la détermination du 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 apportée aux catégories de dette qui ne seront pas incluses dans la restructuration. Pour toute catégorie de dette ou de créancier non inclus, la restructuration 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 participation à la restructuration.

LES RISQUES DE CONTENTIEUX ET LA PROTECTION DE L'ACTIF

Les créanciers commerciaux vont poursuivre en justice le recouvrement de leurs créances au titre de la dette souveraine. Plus particulièrement, les investisseurs dans les titres de créance en souffrance (*distressed debt investors*) ont fait montre de peu d'hésitation à poursuivre en justice les pays souverains débiteurs. Dans la plupart des cas, il n'est pas difficile d'obtenir un jugement de condamnation en raison du non-paiement d'une dette souveraine contractée. C'est tout autre chose cependant d'en obtenir l'exécution.

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 (tels que les missions diplomatiques, les paiements en faveur ou de la part des institutions financières (comme le FMI) et les actifs militaires) bénéficient habituellement d'une immunité les protégeant à l'encontre de toute mesure d'exécution. Ainsi qu'il a été précédemment indiqué, il conviendra que le pays débiteur veille, avec l'aide de ses conseils juridiques - lorsque la dette fait initialement l'objet d'un contrat - à s'assurer

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.

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

LA STRATÉGIE D'INFORMATION ET DE COMMUNICATION

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

L'identification de la nature de la crise

Ayant procédé à la détermination du périmètre des dettes devant être incluses dans la restructuration, à l'identification des risques de contentieux, et convenu de la stratégie de communication, le gestionnaire de la dette souveraine et ses conseillers financiers et conseils juridiques devront alors s'atteler à la mise en œuvre de l'opération de restructuration de la dette requise. La forme exacte de cette opération sera en grande partie orientée par le résultat de l'AVD du FMI et, plus particulièrement, 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 échéance et l'État n'est pas capable de reconduire ses obligations liées aux dettes avec ses créanciers en raison de la perte d'accès au marché. Toutefois, ainsi que cela été précédemment relevé, la dette n'est pas considérée comme n'étant pas soutenable. En conséquence, l'État a de bonnes chances de reprise de l'accès au marché suivant la mise en œuvre d'ajustements appropriés aux politiques macroéconomiques au moyen terme. Alors même qu'il bénéficie de l'assistance financière du FMI ou d'autres institutions bilatérales ou multilatérales, comme décrit ci-avant, 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 avec les créanciers officiels/créanciers du secteur privé. L'objectif du reprofilage est d'allonger les dates d'échéance 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 viabilité

Dans ce scénario, le résultat de l'analyse de viabilité de la dette du FMI indique 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. L'État n'aura pas seulement perdu l'accès au marché et, partant, la capacité de reconduire ses dettes venant à échéance, mais il est probable qu'il se trouve, en outre, face à un problème aigu de balance des paiements. Afin de remédier au problème de balance des paiements, l'État aura besoin d'obtenir un nouveau financement (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 la viabilité de la dette. Afin d'élaborer un plan de restructuration de la dette efficace, il sera nécessaire que l'État détermine, en concertation avec ses conseillers financiers et conseils juridiques, la stratégie appropriée en vue de la restructuration d'une partie ou de l'ensemble 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 qu'il est nécessaire de restructurer une partie ou l'ensemble de sa dette, que ce soit dans le but de répondre à des difficultés en termes de liquidité ou de viabilité, 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 chercher à obtenir le rééchelonnement de sa dette État-à-État auprès des créanciers du Club de Paris. Pour de plus amples informations sur l'organisation structurelle et la méthodologie du Club de Paris, veuillez vous reporter au 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 » offertes aux pays débiteurs en situation de surendettement, auxquelles il est référé comme étant différents « traitements ». Ces options comprennent le rééchelonnement, qui est un allègement de la dette par le report des échéances 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 du traitement de la dette, la date butoir et 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

La solidarité

Dans le cadre de leurs négociations avec un pays débiteur, tous les membres du Club de Paris s'engagent à agir 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.

Le consensus

Les décisions du Club de Paris ne peuvent être adoptées sans consensus des pays créanciers participants.

Le 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.

Le cas-par-cas

Le Club de Paris prend ses décisions au cas par cas de façon à adapter ses actions 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.

La conditionnalité

Le Club de Paris négocie la restructuration de la dette de pays débiteurs seulement lorsque 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.

La 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 du 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. Le procès-verbal agréé impose au pays débiteur une obligation de comparabilité de traitement, à savoir conclure des accords avec chacun de ses créanciers non membres du Club de Paris à des conditions au moins aussi favorables.

Les créanciers bilatéraux non traditionnels

Ainsi qu'il a été exposé précédemment, les créanciers bilatéraux non traditionnels sont une source de financement importante et grandissante pour les pays africains. Étant donné que ces créanciers bilatéraux ne possèdent pas encore de cadre ou forum établi en ce qui concerne la restructuration de la dette – et ont choisi à ce jour de ne pas devenir membres du Club de Paris – le pays débiteur pourrait se retrouver confronté à des difficultés supplémentaires lors des discussions au sujet du scénario de restructuration avec ces pays créanciers.

Les détenteurs d'obligations nationaux

Les investisseurs nationaux dans des obligations souveraines (indépendamment de la monnaie dans laquelle elles sont libellées) sont généralement les banques nationales, fonds de pension ou compagnies d'assurance. Lorsqu'il s'agit de déterminer de restructurer ou pas les obligations détenues par ces institutions, il convient d'examiner attentivement 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 pourrait nuire davantage à l'économie politique nationale.

Les détenteurs d'obligations non-résidents

La diversité des détenteurs d'obligations rend la coordination difficile pour l'État et peut compliquer les chances d'obtenir un accord de restructuration (ou tout au 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 dit « *holdouts* »). Pour faire face au problème des créanciers *holdouts*, l'État peut toutefois invoquer les clauses d'actions collectives (CAC). Avec l'assistance de conseils 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 de règlement 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 étant restructurés comportent des obligations cotées en bourse ou négociées sur un marché public, l'État doit être sensible aux questions ayant trait au partage sélectif d'informations importantes inconnues du public avec les créanciers au cours des négociations. L'État devra rechercher l'assistance de ses conseils juridiques afin de s'assurer qu'il se conforme à tout moment à ses obligations relatives aux informations importantes inconnues du public au titre des réglementations sur les valeurs mobilières applicables.

Le marché a mis en place des mécanismes visant à atténuer les problèmes liés aux actions collectives et permettre une participation plus large des créanciers. Les struc-

turations 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 qui permettent à une majorité qualifiée de détenteurs d'obligations de rendre les modifications des termes importants des obligations contraignantes à l'égard de l'ensemble des détenteurs d'obligations
2. les accords de sortie qui permettent à une majorité de détenteurs d'obligations de modifier les termes qui ne concernent pas le 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, obligeant les autres détenteurs d'obligations 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 que sous réserve de l'accord de la majorité 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, 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 bons d'option (*warrants*) liés au PIB ou les droits de recouvrement liés à la valeur des produits de base)
6. les adjuvants réglementaires (tels que les avantages fiscaux, le traitement avantageux du passif pour le capital réglementaire, le traitement clément des obligations en défaut par les compagnies d'assurance, etc.).

Le Club de Londres

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 fut à l'époque choisie pour

différencier 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 proviennent de législations non nationales, la restructuration de leur dette devra être entreprise sous une forme volontaire et nécessitera l'accord de chacun d'entre eux, à moins que les prêts syndiqués permettent que les modifications adéquates soient réalisées par un vote à la majorité.

La propension des créanciers du Club de Londres à accepter une restructuration dépendra (en sus de la proposition d'ensemble de l'État à ses créanciers et de la viabilité du plan de restructuration) de la nature des prêteurs, de leur capacité à absorber leurs pertes, du traitement fiscal de ces pertes, de leur intérêt à redevenir des acteurs de l'économie de l'État concerné, et ainsi de suite.

Dans le cas des prêts syndiqués, l'État devrait se rapprocher de l'agent du syndicat afin de négocier une restructuration des prêts commerciaux, qui peut être conduite sur la base du respect d'un ensemble de « bonnes pratiques » ou de principes acceptés par le marché. La restructuration nécessite généralement le consentement de chaque prêteur au sein du syndicat, sauf si la documentation du prêt permet que les modifications adéquates soient réalisées par un vote à la majorité.

Remarque sur la dette odieuse

La dette odieuse, bien qu'il y soit occasionnellement fait référence par la société civile, n'est pas un principe juridique reconnu du droit international. Aussi, un État ne peut invoquer ce principe pour refuser d'honorer ses obligations au titre de la dette.

20 La relance et la résistance

La relance de la viabilité

La baisse des coûts d'emprunt, la relance des prix des obligations, la hausse de l'appétit des investisseurs et l'amélioration de tout autre indicateur précédemment négatif, auront tendance à indiquer que la gestion de la dette par l'État et/ou la stratégie de restructuration a été un succès. Toutefois, tout comme pour l'analyse de risque initiale, l'État devrait faire attention à ne pas interpréter une amélioration temporaire de la situation financière comme le signe d'une relance à long terme. L'État devrait poursuivre la réalisation de ses propres analyses de viabilité et consulter les banques de développement multilatérales, le FMI et les créanciers afin de vérifier auprès d'eux si sa propre perception d'une relance est partagée par les acteurs principaux des marchés nationaux et internationaux.

Atteindre la résistance

Une crise de la dette est un choc extrêmement pénible, dont les répercussions au niveau politique, économique et social ne peuvent être sous-estimées. Une crise de la dette représente généralement une expérience onéreuse et éprouvante, que ni l'État ni sa population ne souhaiteront jamais revivre.

La reconnaissance partagée des perturbations économiques causées par une crise de la dette souveraine consiste souvent une occasion propice pour l'État d'accroître sa résistance face aux prochaines difficultés. Il existe un vieil adage selon lequel « il ne faut jamais gaspiller une bonne crise ». Au niveau politique, le gouvernement pourrait réussir à surmonter la résistance politique envers les réformes impopulaires, y compris la rationalisation des subventions publiques, la réduction des déficits budgétaires et une exécution plus rigoureuse des programmes de dépenses d'investissement. Le gouvernement pourrait aussi chercher à améliorer sa gestion macroéconomique par la mise à jour de sa réglementation fiscale et des lignes directrices en matière de gestion de la dette. Le gouvernement devrait également élaborer une stratégie de communication exhaustive dans le but 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.

En situation d'après-crise, les objectifs à court terme de l'État devraient être de rétablir la crédibilité du pays sur la scène internationale et reconquérir l'accès aux marchés pour financer ses besoins, afin de continuer à contribuer à 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 transformé l'épreuve en sagesse.

Acronymes et abréviations

Groupe de la BAD	Groupe de la Banque africaine de développement
FAD	Fonds africain de développement
BAD	Banque africaine de développement
TBI	Traités bilatéraux d'investissement
CAC	Clauses d'actions collectives
CRA	Agence de notation de crédit
CS-DRMS	Secrétariat du Commonwealth — Système de comptabilisation et de gestion de la dette
EPGD	Évaluation de la performance en matière de la gestion de la dette
SYGADE	Système de gestion et d'analyse de la dette
AVD	Analyse de viabilité de la dette
CVD	Cadre de viabilité de la dette
ACE	Agences de crédit à l'exportation
DGCE	Département de garantie des crédits à l'exportation
CEDEAO	Communauté économique des États de l'Afrique de l'Ouest

EMOA	l'Europe, le Moyen-Orient et l'Afrique
DI	Déclaration d'intérêt
EURIBOR	Taux interbancaire offert en euro (<i>European Interbank Offered Rate</i>)
DDP	Données de la dette publique
PIB	Produit intérieur brut
SFP	Statistiques relatives aux finances publiques
CRG	Compte des ressources générales
PPTE	Pays pauvre très endetté
BIRD	Banque internationale pour la reconstruction et le développement
ICMA	Association internationale des marchés de capitaux
IDA	Association internationale de développement
IFI	Institution financière internationale
FMI	Fonds Monétaire International
LIBOR	Taux interbancaire offert à Londres (<i>London Interbank Offered Rate</i>)
PFR	Pays à faible revenu
LMA	<i>Loan Market Association</i>
PAM	Pays ayant accès au marché
BMD	Banques multilatérales de développement
IADM	Initiative d'allègement de la dette multilatérale
SDMT	Stratégie de gestion de la dette à moyen terme
BMT	Billets à moyen terme
PNGE	Prêts non garantis par l'État
FNT	Fond national pour la transformation
GPC	Garantie partielle de crédit
GPR	Garantie partielle de risque
FRPC	Fonds fiduciaire pour la réduction de la pauvreté et pour la croissance
AO	Appel d'Offres

PMR	Pays membres régionaux
GAPE	Gestion de l'actif et du passif de l'État
PGE	Prêts garantis par l'État
PSML	Prêts synthétiques en monnaie locale
EP	Entreprises Publiques
SSA	Souverain, supranational et agence
CNUCED	Conférence des Nations Unies sur le commerce et le développement
US-EXIM	Banque Import-Export américaine

Glossaire

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'a 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.

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.

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).

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

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

Obligation bleue (*Blue bond*)

instrument de dette 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.

Financement relais (*Bridge financing*)

solution de financement provisoire (souvent sous la forme d'un prêt-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.

Obligation remboursable (*Callable bond*)

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

Bien affecté en garantie (*Collateral*)

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

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

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

Coupon (*Coupon*)

paiement effectué périodiquement au détenteur d'une obligation.

Risque de crédit (*Credit Risk*)

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

Échange de devises (dénommé aussi Crédit-croisé) (*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.

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.

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.

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 catégorisée en fonction de la 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.

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.

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 ».

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.

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 à une date donnée.

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 en vue d'octroyer le financement de projets, de programmes ou d'initiatives de développement aux pays en développement.

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.

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.

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.

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.

Risque de liquidité (*Liquidity Risk*)

risque financier que, 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 ait une incidence sur le prix du marché.

Pays ayant accès au marché (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.

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.

Hypothèque (*Mortgage*)

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

Prêt multilatéral (*Multilateral Loan*)

prêt financé par une IFI ou une IFD.

Valeur nominale (*Par value*)

valeur faciale d'une obligation, c'est-à-dire la valeur du principal remboursable à échéance.

Prime (*Premium*)

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

Marché primaire (*Primary market*)

marché, également connu comme étant le « marché des nouvelles émissions », au sein duquel les nouvelles valeurs mobilières sont initialement émises et cédées à l'emprunteur.

Secteur privé (*Private sector*)

partie de l'économie gérée par des individus et entreprises dans le but de réaliser des bénéfices et qui n'est pas contrôlée par l'État, et se composant par conséquent d'activités qui ne sont pas détenues ou exploitées par l'État.

Prêts du secteur privé (*Private sector loans*)

prêts octroyés par les banques commerciales (et parfois par des fonds) selon des modalités spécifiques.

Obligation de projet (*Project bond*)

type d'obligation assurant que les produits d'une obligation seront utilisés pour un projet en particulier.

Dettes publiques et garanties par l'État (DPG) (*Public and Publicly Guaranteed Debt (PPG)*)

catégorie de dette utilisée par le FMI dans le cadre de son AVD. Elle comprend la dette générale de l'État ainsi que la dette des entreprises publiques n'ayant pas d'autonomie financière ou administrative.

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.

Dettes du secteur public (*Public sector debt*)

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

Risque de refinancement (*Refinancing Risk*)

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

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.

Appel d'Offres (*Request for Proposal (RFP)*)

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

Roadshow

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

Marché secondaire (*Secondary market*)

marché de la revente des titres de créance déjà émis et en circulation.

Dettes garanties (*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.

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.

Fonds d'amortissement (*Sinking fund*)

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

Cadre de la gestion de l'actif et du passif de l'État (GAPE) (*Sovereign Asset and Liability Management (SALM) Framework*)

cadre permettant aux États de procéder à l'examen de l'ensemble des actifs et passifs accumulés dont l'État a le contrôle.

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.

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.

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.

Prêt syndiqué (*Syndicated loan*)

prêt émis par un syndicat de prêteurs agissant en tant que groupe assorti de termes communs et représenté par un agent.

Pour aller plus loin

Chapitre 1 : Le paysage 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 en cliquant sur le lien suivant <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. <https://www.odi.org/sites/odi.org.uk/files/resource-documents/12274.pdf>

Club de Paris, page d'accueil, *disponible en cliquant sur le lien suivant* : <http://www.clubdeparis.org/en>

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 en cliquant sur le lien suivant <https://www.icmagroup.org/Regulatory-Policy-and-Market-Practice/Primary-Markets/primary-market-topics/collective-action-clauses/>

Fonds Monétaire International, « *Strengthening the Contractual Framework to Address Collective Action Problems in Sovereign Debt Restructuring* », Octobre 2014, <https://www.imf.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 en cliquant sur le lien suivant : <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2008/wp08238.pdf>

Fonds Monétaire International. 2018. « *Guidance Note on the Bank-Fund Debt Sustainability Framework for Low Income Countries* ». <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 en cliquant sur le lien suivant <https://www.FMI.org/~images/fr/Files/Publications/WP/2018/wp1874.ashx.Cached>.

CNUCED, « *Principles on Promoting Responsible Sovereign Lending and Borrowing* », disponible en cliquant sur le lien suivant : http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/gdsddf2012misc1_en.pdf

Banque Mondiale, 2015. « *Debt Management Performance Assessment (EPGD) Methodology* », disponible en cliquant sur le lien suivant <http://documents.worldbank.org/curated/en/305821468190742099/pdf/96671-WP-DEMPA-2015-Box391446B-PUBLIC.pdf>

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

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

Publications

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 en cliquant sur le lien suivant <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 en cliquant sur le lien suivant: <https://www.loc.gov/law/help/us-treaties/bevans/m-ust000001-0607.pdf>