



INTERNATIONAL MONETARY FUND

26 décembre 2017

**NOTE D'ORIENTATION SUR LE CADRE DE VIABILITÉ DE LA  
DETTE POUR LES PAYS A FAIBLE REVENU ÉTABLIE**

Approuvée par  
Jan Walliser (BM)  
et Seán Nolan  
(FMI)

Préparée par une équipe dirigée par le Département de la stratégie, des politiques et de l'évaluation du FMI constituée de Narcissa Balta, Tom Best, Amr Hosny, Mike Li, Alex Pienkowski, Keiichi Nakatani, Joyce Saito, Suchanan Tambunlertchai, Hans Weisfeld et Zhongxia Zhang, sous la direction de Mark Flanagan ; et par une équipe de la Direction de la gestion macroéconomique et budgétaire de la Banque mondiale, dirigée par Doerte Doemeland et constituée de Lea Hakim, Jaime Garron, Abha Prasad, Elliot Riordan, Diego Rivetti et Zeljka Sedlo, avec les conseils de Paloma Anos Casero. Abebe Adugna, Lars Moeller, Mathew Verghis, Aart Kraay et Angelique de Plaa de la Banque mondiale, ont contribué à ce document.

## CONTENTS

|   |           |
|---|-----------|
| <b>I. QU'EST-CE QUE LE CADRE DE VIABILITE DE LA DETTE DES PAYS A FAIBLE REVENU (CVD PFR)?</b> | <b>5</b>  |
| <b>II. PROCÉDURES RELATIVES AU CVD</b>  | <b>9</b>  |
| A. CVD PFR ou AVD PAM?  | 9         |
| B. Coordination BM-FMI à des fins opérationnelles   | 11        |
| C. Fréquence  | 11        |
| D. Présentation de l'AVD  | 12        |
| E. Où aller pour en savoir plus sur le CVD?   | 12        |
| <b>III. INTRANTS</b>  | <b>13</b> |
| A. Définition de la dette : couverture du secteur public                                      | 13        |
| B. Définition de la dette : couverture  | 15        |
| C. Projections macroéconomiques   | 17        |
| D. Hypothèses de financement  | 18        |
| <b>IV. OUTILS DE RÉALISME</b>   | <b>21</b> |
| A. Déterminants de la dynamique d'endettement   | 22        |
| B. Réalisme de l'ajustement budgétaire programmé  | 23        |
| C. Cohérence entre l'ajustement budgétaire et la croissance                                   | 25        |
| D. Cohérence entre investissement public et croissance  | 27        |
| E. Autres vérifications du réalisme   | 29        |

|  |           |
|--|-----------|
| <b>V. CAPACITÉ D'ENDETTEMENT</b>   | <b>30</b> |
| A. Classement des pays : capacité d'endettement  | 30        |
| B. Seuils de la dette extérieure PPG   | 33        |
| C. Points de références de la dette publique totale  | 33        |
| <b>VI. TESTS DE RESILIENCE</b>   | <b>34</b> |
| A. Tests de résilience standardisés  | 34        |
| B. Test de résilience sur les passifs conditionnels  | 36        |
| C. Autres tests de résilience adaptés  | 38        |
| D. Scénarios entièrement construits sur mesure   | 39        |
| <b>VII. SIGNAUX DE RISQUES</b>   | <b>42</b> |
| A. Signal de notation du risque extérieur  | 42        |
| B. Signal de risque global de surendettement public  | 42        |
| C. Signal émanant de l'exposition à des financements de marché                               | 43        |
| <b>VIII. LE RECOURS AU JUGEMENT</b>  | <b>44</b> |
| A. Dépassements temporaires et marginaux   | 44        |
| B. Facteurs de vulnérabilité émanant de la dette intérieure et des financements de marché    | 44        |
| C. Dette extérieure privée   | 45        |
| D. Disponibilité d'actifs financiers liquides  | 45        |
| E. Considérations à long terme   | 47        |
| F. Autres considérations   | 47        |
| <b>VIII. NOTATIONS FINALES DU RISQUE</b>   | <b>48</b> |
| <b>IX. AJOUTER DE LA GRANULARITÉ À LA NOTATION DU RISQUE</b>                                 | <b>50</b> |
| A. Granularité de la notation de risque modéré   | 50        |
| B. Évaluation de la viabilité de la dette  | 52        |
| C. Espace budgétaire   | 53        |
| <b>ENCADRÉ</b>   |           |
| 1. Analyse des chocs entraînant des déclassements de la notation du risque de modéré à élevé | 51        |

**GRAPHIQUES**

|  |    |
|--|----|
| 1. Structure du CVD PFR réformé _____  | 6  |
| 2. Indicateurs d'endettement entre les PAM et les PFR _____                              | 10 |
| 3. Utilisation des outils de réalisme _____  | 22 |
| 4. L'analyse des déterminants de la dynamique d'endettement public _____                 | 24 |
| 5. Réalisme de l'ajustement budgétaire programmé _____                                   | 25 |
| 6. Ajustement budgétaire envisagé et trajectoires possibles de la croissance _____       | 26 |
| 7. Réalisme de la relation entre l'investissement public et la croissance dans le _____  | 28 |
| 8. Analyse des chocs entraînant un déclassement de la notation du risque de modéré _____ | 52 |

**TABLEAUS**

|   |    |
|---|----|
| 1. Réformes les plus récentes du CVD PFR _____  | 7  |
| 2. Variables macroéconomiques du CVD PFR _____  | 19 |
| 4. Résultat présenté par le modèle : Score IC _____   | 31 |
| 5. Valeurs limites de l'IC pour le classement des pays _____  | 32 |
| 6. Seuils applicables à la dette extérieure PPG _____   | 33 |
| 7. Points de références applicables à la dette _____  | 34 |
| 8. AVD extérieure et AVD publique : tests de résilience standardisés _____  | 35 |
| 9. AVD extérieure et AVD publique : couverture de la dette publique et paramétrage du test de résilience (adapté) sur les passifs conditionnels _____ | 38 |
| 10. AVD extérieure et AVD publique : autres tests de résilience adaptés _____   | 41 |
| 11. Valeurs de référence reflétant les tensions sur les marchés financiers _____  | 43 |
| Références _____  | 76 |

**APPENDICES**

|   |    |
|---|----|
| I. Procédure d'examen et de résolution des différends entre le FMI et la BM _____                   | 56 |
| II. Le rapport de l'AVD _____   | 59 |
| III. Traitement des entreprises appartenant à l'État _____  | 63 |
| IV. Projections macroéconomiques à long terme (au delà de 5 ans) et hypothèses de financement _____ | 65 |
| V. Initiatives PPTE et IADM _____   | 69 |
| VI. Fonctionnement des tests de résilience dans le CVD: exemples illustratifs _____                 | 70 |
| VII. L'utilisation de l'approche par les probabilités dans les cas limites _____                    | 73 |

# I. QU'EST-CE QUE LE CADRE DE VIABILITE DE LA DETTE DES PAYS A FAIBLE REVENU (CVD PFR)?

**1. Le cadre conjoint FMI-Banque mondiale (BM) de viabilité de la dette des pays à faible revenu (CVD PFR) est une méthodologie d'analyse standardisée de la viabilité de l'endettement.** Il a pour objectif d'appuyer les efforts des PFR pour réaliser leurs objectifs de développement, tout en réduisant le plus possible le risque qu'ils encourent de se retrouver en situation de surendettement. À cette fin, le cadre contribue à déterminer un risque de surendettement, en tenant compte de la capacité d'un pays à s'endetter et de son endettement futur estimé résultant de projections à la fois d'un scénario de référence et de scénarios de chocs.

**2. Le cadre CVD PFR guide les autorités des PFR et leurs partenaires du développement.**

- Il éclaire les décisions de politique budgétaire et d'emprunt des PFR. Ceux-ci ont besoin d'investissements publics importants pour remédier à l'insuffisance de leurs infrastructures, renforcer leur croissance potentielle et réduire la pauvreté. Compte tenu de ces objectifs ambitieux, que reflètent les Objectifs de développement durable (ODD), et les limites de l'aide publique, les PFR ont de plus en plus recours à des emprunts intérieurs et à des emprunts extérieurs non concessionnels pour financer leurs investissements. Le cadre les aide à prendre des décisions quant aux stratégies de financement possibles et aux risques encourus.
- L'Association internationale de développement (IDA) se sert du CVD pour déterminer la part de dons au sein de l'affectation de l'enveloppe globale annuelle de l'IDA d'un pays<sup>1</sup>, alors que d'autres créanciers, dont de nombreuses banques multilatérales de développement (BMD), l'utilisent pour guider leur politique de prêts. En outre, la politique d'emprunts non concessionnels (PENC) de l'IDA et la politique du FMI relative aux limites d'endettement reposent sur les résultats du CVD pour déterminer les enveloppes d'emprunts non concessionnels, le cas échéant<sup>2</sup>.
- Les services de la BM et du FMI utilisent le CVD pour étayer leur propre analyse macroéconomique et les conseils de politique économique qu'ils promulguent aux gouvernements.

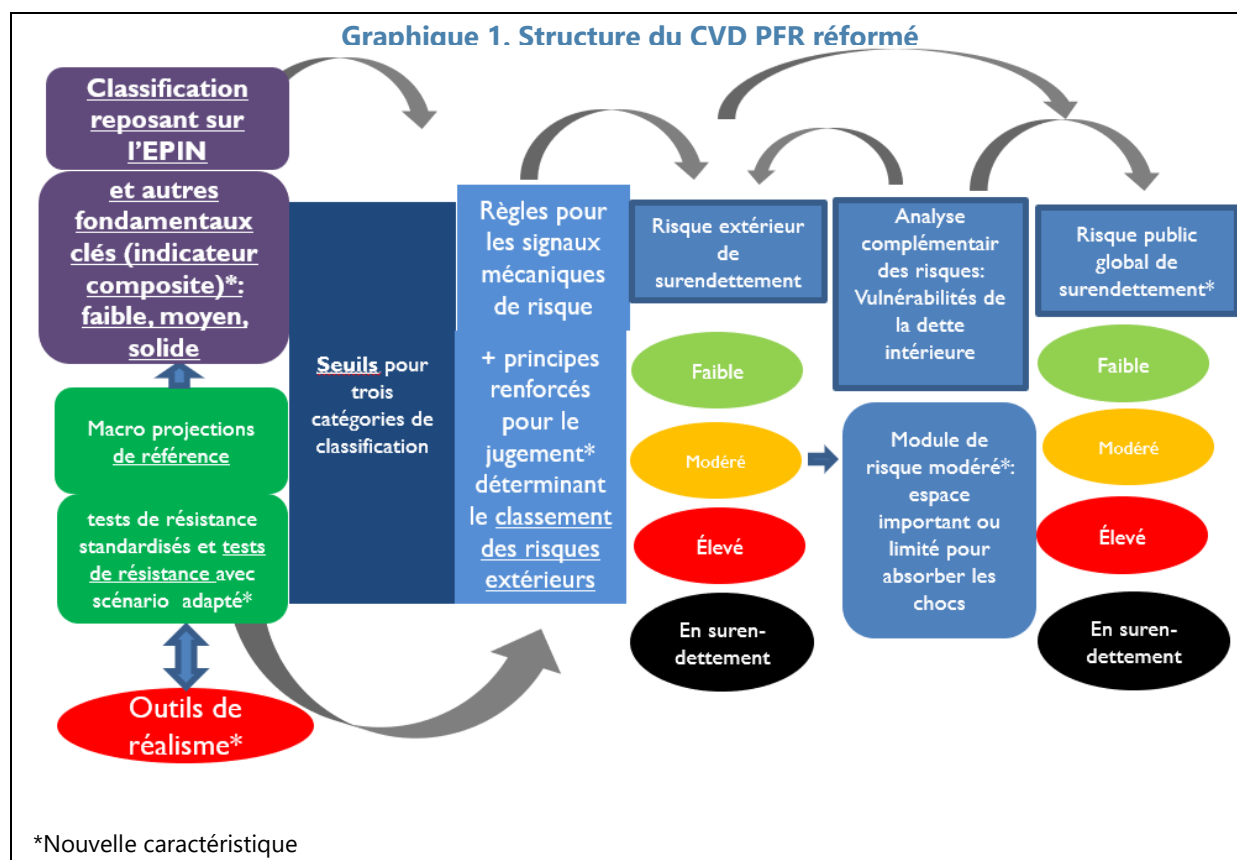
**3. Le CVD PFR est distinct du cadre utilisé pour évaluer la viabilité de la dette des pays ayant accès aux marchés (PAM).** Le premier modèle a été conçu conjointement par les services du FMI et de la BM à l'intention des PFR. Le seconde modèle – PAM – mis au point par les services du

<sup>1</sup>Voir la directive de la Banque mondiale intitulée « Financial Terms and Conditions of Bank Financing », Annexe II, pour l'éligibilité aux prêts (BIRD, IDA, pays admis à bénéficier d'un financement mixte) et pour les conditions de financement/remboursement concernant tous les pays, que l'on peut trouver à <https://policies.worldbank.org/sites/ppf3/PPFDocuments/Forms/DispPage.aspx?docid=1644&ver=current>.

<sup>2</sup>Voir Banque mondiale (2015a) et FMI (2014b).

FMI, est utilisé pour les économies des marchés émergents et les économies avancées. La section II.A de cette Note d'orientation donne des informations plus précises sur l'utilisation respective du CVD PFR par rapport au cadre utilisé pour les pays PAM (AVD PAM).

**4. La revue de 2017 a introduit des réformes visant à assurer que le CVD reste adapté au contexte financier en constante évolution et à renforcer l'éclairage qu'il apporte sur les facteurs de vulnérabilité de la dette.** Ces réformes laissent intacte l'architecture du CVD PFR : le cadre classe les pays en fonction de leur capacité à s'endetter, estime des seuils pour certains indicateurs d'endettement, évalue les projections de ces indicateurs dans le cadre du scénario de base et des tests de résilience par rapport à ces seuils, puis conjugue normes indicatives et jugement des services pour attribuer une notation de risque de surendettement extérieure (graphique 1). Les réformes de 2017 ont complété cette architecture pour rendre le cadre plus exhaustif, transparent et simple à utiliser, tout en lui permettant de mieux appréhender les risques de surendettement. Le tableau 1 résume les réformes mises en œuvre.



**5. Cette Note d'orientation écrite conjointement par la BM et le FMI procure à l'utilisateur un aperçu du modèle et des outils utilisés en vue de réaliser une AVD pour un PFR.** La section II commence par un examen des procédures relatives au cadre, notamment s'assurer que ce cadre soit le bon, ainsi que les exigences concernant le rapport d'AVD à l'intention des services de la BM et du FMI. Les sections suivantes guident ensuite l'utilisateur, étape par étape, en vue de réaliser une AVD :

- La section III traite des principaux intrants du modèle, notamment des variables macroéconomiques et des hypothèses portant sur le financement du secteur public ;
- La section IV présente les « outils de réalisme » prévus par le cadre pour permettre d'évaluer la qualité des intrants (ce qui peut conduire l'utilisateur à ajuster par la suite ses hypothèses de base) ;
- La section V explique comment les pays sont classés selon leur capacité d'endettement, ce qui détermine les seuils d'endettement à considérer lors de l'évaluation des indicateurs d'endettement dans le cadre du scénario de référence et des tests de résilience ;
- La section VI décrit comment les tests de résilience sont construits et mis en œuvre au sein du cadre ;

**Tableau 1. Réformes les plus récentes du CVD PFR**

|  | <b>CVD de 2012</b>  | <b>CVD de 2017</b>  |
|--|---|---|
| <b>Outils de réalisme</b>                          |   | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Destinés à renforcer la qualité des projections de base et l'application d'une nouvelle classification (par exemple, le réalisme de l'ajustement budgétaire projeté et le lien entre investissement et croissance).</li> </ul>   |
| <b>Modèle de base du surendettement</b>            | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Fait <i>seulement</i> ressortir les épisodes de surendettement très marqués.</li> <li>• Peu de variables explicatives spécifiquement nationales.</li> </ul>  | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Méthodologie améliorée faisant ainsi ressortir <i>tous</i> les épisodes de surendettement.</li> <li>• Spécification du modèle étendue, comprenant les principales données fondamentales propres à un pays, afin d'améliorer la capacité de prévision de crises éventuelles</li> </ul>  |
| <b>Classement des pays (capacité à s'endetter)</b> | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Se réfère exclusivement à l'EPIN.</li> <li>• Classement à caractère historique.</li> </ul>   | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Basé sur une mesure composite incluant l'EPIN, la croissance économique, la couverture des importations par les réserves de change, les envois de fonds et la croissance économique mondiale.</li> <li>• Intègre des éléments prévisionnels (en vue de promouvoir un engagement plus poussé de la part des autorités des pays).</li> </ul> |
| <b>Indicateurs et seuils d'endettement</b>         | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Complexes : cinq indicateurs d'endettement et 24 seuils.</li> <li>• Chaque seuil est calculé sans tenir compte des informations données par les autres indicateurs d'endettement (introduisant un excès de prudence).</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Simplification significative : quatre indicateurs d'endettement et 12 seuils.</li> <li>• Les seuils sont calculés conjointement, conformément à la règle d'agrégation du CVD (éliminant ainsi l'excès de prudence).</li> </ul>   |

**Tableau 1. Réformes les plus récentes du CVD PFR (conclu)**

|   |  |  |
|---|--|--|
| <b>Tests de résilience standardisés</b>                 | <ul style="list-style-type: none"> <li>16 tests de résilience ; absence de mutualité entre les AVD portant sur la dette extérieure et publique.</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>7 tests de résilience communs aux deux AVD, avec des liens renforcés entre certaines variables macroéconomiques.</li> </ul>   |
| <b>Tests de résilience adaptés</b>                      |  | <ul style="list-style-type: none"> <li>Permettent de mieux évaluer les risques associés à des scénarios particuliers ; tests pertinents pour certains pays seulement (par exemple, mesurer l'incidence de catastrophes naturelles).</li> </ul>   |
| <b>Évaluation d'autres facteurs de risque éventuels</b> | <ul style="list-style-type: none"> <li>Outils destinés à évaluer : Les facteurs de vulnérabilité associés à l'endettement intérieur.</li> </ul>            | <ul style="list-style-type: none"> <li>Outils destinés à évaluer :<br/>Les facteurs de vulnérabilité associés à l'endettement intérieur ;<br/>Les pressions sur les marchés financiers ;<br/>La diversité des facteurs de vulnérabilité associés à la dette dans les pays notés comme présentant un risque modéré.</li> </ul>        |
| <b>Plus d'orientations lors du recours au jugement</b>  |  | <ul style="list-style-type: none"> <li>À propos des dépassements marginaux/temporaires des indicateurs par rapport aux seuils</li> <li>Entre autres, lorsque la dette intérieure est associée à d'importants facteurs de vulnérabilité et/ou lorsque le pays est exposé à de fortes pressions sur les marchés financiers.</li> </ul> |

- La section VII explique les différents signaux de risques générés par le cadre portant sur la dette extérieure et la dette publique totale (risque faible, modéré, élevé) ainsi que celui généré par le module « risque de marché » ;
- La section VIII évoque le recours au jugement, quand il est approprié, afin de compléter les signaux de risques et prendre en compte divers facteurs à ce stade ;
- La section IX expose comment établir une notation du risque extérieur et du risque global de surendettement en conjuguant les signaux de risques et le recours au jugement ;
- La section X explique comment donner plus de granularité aux notations du risque, y compris par une meilleure compréhension de la catégorie « risque modéré », de la viabilité et de l'espace budgétaire ;
- Les appendices techniques donnent plus de précisions sur certains thèmes traités dans les sections susmentionnées.



**6. Un guide de l'utilisateur distinct est disponible pour aider les analystes à manipuler le modèle.** On peut trouver le guide et le modèle aux adresses Web suivantes :

<http://www.imf.org/external/pubs/ft/dsa/lic.aspx> et

<http://www.worldbank.org/en/topic/debt/brief/dsf>.

## II. PROCÉDURES RELATIVES AU CVD

### A. CVD PFR ou AVD PAM?

**7. Des AVD utilisant le modèle CVD PFR doivent être réalisées pour tous les pays éligibles à la Facilité pour la réduction de la pauvreté et pour la croissance (FRPC) et qui ont aussi accès aux ressources de l'IDA ainsi que pour tous les pays éligibles aux dons de l'IDA<sup>3, 4</sup>.** Dans ces pays, le financement extérieur reste en grande partie concessionnel et la valeur actualisée (VA) de la dette joue un rôle clé dans la compréhension des facteurs de vulnérabilité inhérents, rendant ainsi le CVD PFR plus adéquat que le cadre AVD PAM.

**8. Il arrive que des pays sortent, à terme, des dispositifs des prêts assortis de conditions concessionnelles et passent au cadre de l'AVD PAM.** Un pays éligible à la FRPC peut ne plus avoir accès à ces dispositifs quand son revenu par habitant dépasse le seuil pendant une période spécifiée ou s'il est en mesure d'accéder aux marchés internationaux de façon durable et pour des montants substantiels<sup>5</sup>. Lorsque c'est le cas, il est nécessaire d'évaluer l'évolution anticipée des financements publics, et notamment la part récente et prévue des aides publiques et des prêts concessionnels dans le financement du budget ; la proportion du financement intérieur par rapport aux besoins de financement totaux ; et l'ampleur de l'accès aux marchés de capitaux internationaux. Il est important de s'assurer du réalisme des prévisions de financement et la part prévue de la dette concessionnelle dans la dette extérieure totale doit être évaluée avec soin. Au graphique 2 figurent des fourchettes de ces indicateurs à l'intention des utilisateurs de l'AVD PAM et du CVD PFR. En général, les indicateurs s'inscrivent dans les fourchettes mentionnées ci-dessous lorsque les pays passent à une AVD PAM.

**9. Le changement de catégorie peut être retardé par des circonstances particulières.** Un retard peut survenir s'il s'avère qu'il existe de sérieuses faiblesses à court terme susceptibles d'engendrer une perte d'accès aux financements de marché ou des coûts d'emprunt élevés, ou en cas de manque d'informations essentielles pour une utilisation du modèle AVD PAM. Il se peut également que le cadre CVD PFR soit requis pour des considérations opérationnelles relevant de

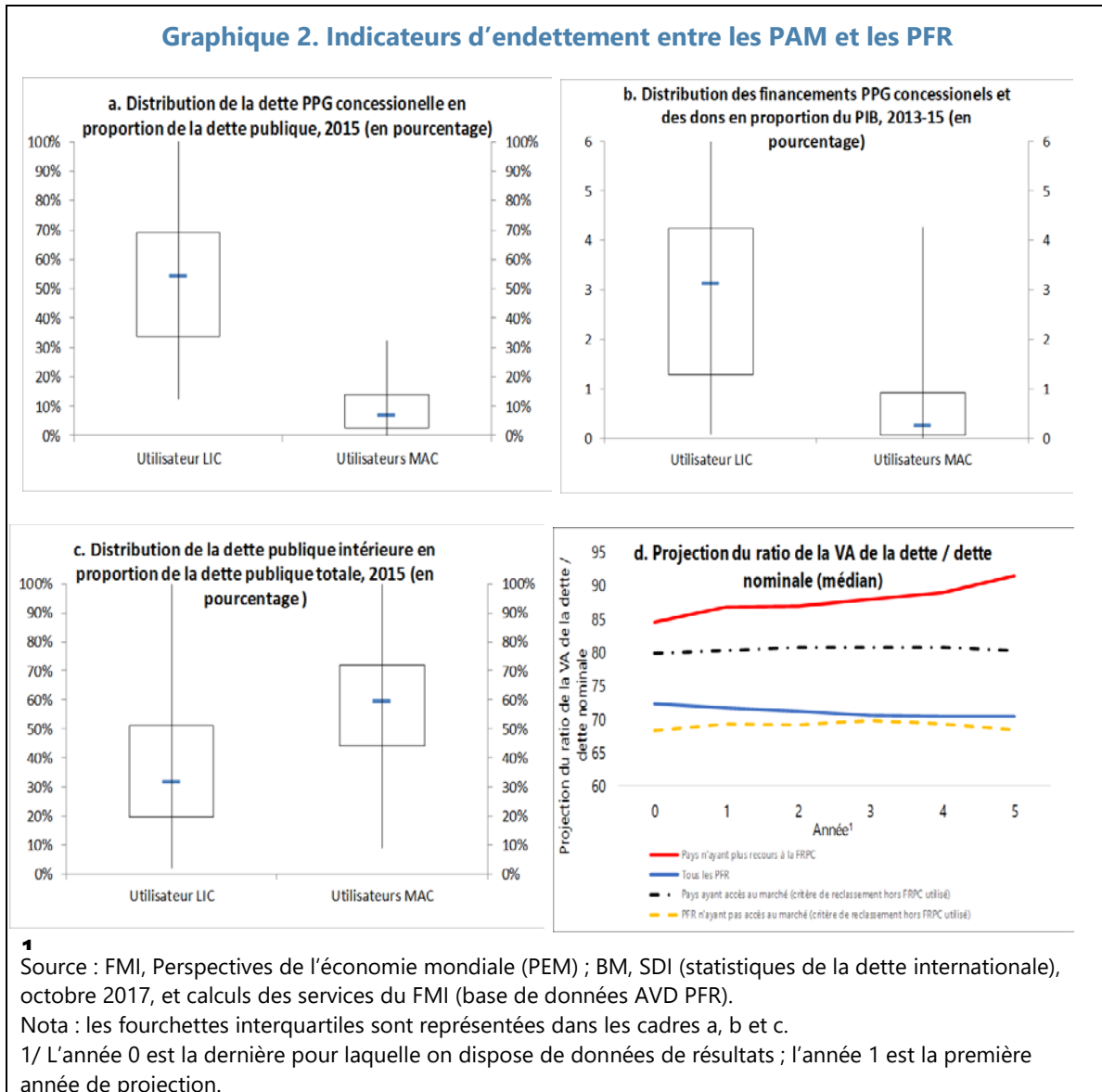
<sup>3</sup>Pour une liste des pays éligibles à la FRPC, voir le document du FMI (2017a).

<sup>4</sup>La section III.2.b du document de politique économique de la BM intitulé « Financial Terms and Conditions of Bank Financing » traite de l'éligibilité et des conditions entourant les dons de l'IDA, voir : <https://policies.worldbank.org/sites/ppf3/PPFDocuments/Forms/DispPage.aspx?docid=1644&ver=current>. Pour une liste des pays ayant accès aux ressources de l'IDA (IDA seulement, pays « ni BIRD ni IDA », pays admis à bénéficier d'un financement mixte), voir : <http://ida.worldbank.org/about/borrowing-countries>.

<sup>5</sup>Pour une discussion plus approfondie des critères de changement de catégorie, se reporter à FMI (2017a).

(continued)

l'IDA<sup>6</sup>. Les services de la BM et du FMI doivent se mettre d'accord au préalable sur tout changement du cadre à utiliser.



<sup>6</sup>Ainsi, une AVD PFR restera nécessaire pour déterminer les conditions de financement par l'IDA de tout pays IDA non encore classé comme pays « ni BIRD ni IDA » ou comme pays admis à bénéficier d'un financement mixte.

## B. Coordination BM-FMI à des fins opérationnelles

**10. Toutes les AVD PFR doivent être réalisées conjointement par les services du FMI et de la BM.** Ce principe s'applique, qu'il s'agisse d'une « AVD intégrale » ou d'une actualisation (voir section II.D ci-après). Chaque institution peut actualiser l'AVD pour des raisons qui lui sont propres, à condition que les changements d'hypothèses soient relativement mineurs (par exemple, dans le contexte d'une opération de politique de développement de la BM), mais doit notifier les changements à l'autre institution et lui donner assez de temps pour les examiner et les commenter.

**11. Toutes les AVD doivent impérativement être soumises aux conseils d'administration du FMI et de la BM, que ce soit pour discussion ou information.** Si la BM (le FMI) demande, pour ses propres opérations, l'AVD d'un pays qui n'est pas censée être débattue par le conseil d'administration du FMI (de la BM) au cours des deux mois suivants, l'AVD doit être adressée au conseil d'administration du FMI (de la BM) pour information en même temps qu'elle est adressée au conseil d'administration de la BM (du FMI).

**12. Il incombe aux services du FMI et de la BM de s'accorder sur un calendrier de préparation de l'AVD d'un pays bien avant le début du travail pour donner aux deux institutions le temps de se consulter.** Une consultation et un examen précoces au sein de chaque organisation sont indispensables pour formuler des projections économiques bien articulées ainsi que pour éviter des désaccords et des demandes de changement de dernière minute. En cas de désaccord, l'affaire est portée du niveau des services à celui des instances dirigeantes des deux institutions qui tranchent le différend ou décident que l'AVD présentera aux conseils d'administration les opinions différentes des services. Les procédures d'examen en vigueur relatives aux deux institutions ainsi que celle de résolution des différends sont présentées à l'Appendice I.

## C. Fréquence

**13. En général, une AVD PFR intégrale doit être réalisée au moins une fois par année calendaire<sup>7</sup>.** En ce qui concerne le FMI, la concertation au titre de l'Article IV doit s'accompagner d'une AVD (pour les pays sans programme et à cycle de surveillance plus long, la fréquence correspondrait à ce cycle). Pour la BM, la réalisation d'une AVD chaque année est nécessaire pour déterminer l'affectations des crédits et dons de l'IDA<sup>8</sup>.

**14. Une nouvelle AVD doit être effectuée dans les circonstances suivantes (même si une AVD annuelle a déjà été réalisée) :**

- Une demande de financement auprès du FMI. Dans cette situation, une AVD intégrale contribue à apprécier l'aptitude d'un membre à rembourser le FMI.

<sup>7</sup>Dans toute cette Note d'orientation, le terme « AVD » se réfère à une AVD « intégrale », sauf indication contraire.

<sup>8</sup>Habituellement, l'affectation de crédits et dons de l'IDA est déterminée sur la base de la dernière AVD approuvée, disponible à la fin du mois de juin.

- Dans les pays sous programme avec le FMI où il y a une modification proposée d'un critère de performance portant sur les limites d'endettement ou une demande de dispense pour non-conformité à un critère de cette nature. La finalité de l'AVD est d'évaluer l'incidence de la modification ou de la dispense sur la viabilité de la dette.
- Pour les demandes de financement de la BM, lorsque les pays sujets à la Politique d'emprunts non concessionnels de l'IDA recherchent des emprunts non concessionnels<sup>9</sup>.
- Lorsque les pays connaissent des changements significatifs de leur situation économique et de leurs plans de financement (notamment suite à des conflits et à des catastrophes naturelles).

## D. Présentation de l'AVD

**15. L'AVD se compose d'une analyse écrite complète, accompagnée d'une série de tableaux et de graphiques standards.** On s'attend à ce que le rapport : (i) donne une définition claire et concise de la dette publique utilisée dans le cadre de l'analyse ; (ii) discute les principales hypothèses macroéconomiques et de financement en faisant apparaître les risques et les facteurs de vulnérabilité les plus importants ; (iii) décrive le calibrage et les résultats des tests de résilience du CVD ; et (iv) analyse les signaux émanant du cadre et présente des éléments résultant de l'exercice du jugement, le cas échéant, afin d'attribuer une notation de risque. Le texte de l'AVD doit toujours refléter le point de vue des autorités, y compris les éventuels désaccords avec les principaux constats des services. L'Appendice II donne un aperçu de la formulation habituelle d'un rapport d'AVD.

**16. Le rapport de l'AVD peut être simplifié dans de rares circonstances.** S'il s'avère qu'une AVD a déjà été réalisée au cours d'une année calendaire et si la situation n'a pas beaucoup évolué, les services peuvent préparer ensemble une actualisation, qui sera simplifiée. Elle peut se limiter aux principaux changements d'hypothèses et résumer leurs incidences sur les indicateurs d'endettement. L'approche simplifiée ne s'applique pas en cas de signature d'un nouveau programme.

## E. Où aller pour en savoir plus sur le CVD?

**17. Informations.** Les liens suivants – [Le cadre de viabilité de la dette pour les pays à faible revenu établi conjointement par la Banque mondiale et le FMI](#) et [Le cadre de viabilité de la dette \(CVD\) pour les pays à faible revenu](#) – sur les sites web externes du FMI et de la BM contiennent un ensemble de liens vers d'autres documents<sup>10</sup>.

---

<sup>9</sup>Les pays sujets à la PENC comprennent les bénéficiaires actuels des dons de l'IDA ou de l'Initiative d'allègement de la dette multilatérale (IADM). Voir la liste à l'adresse suivante : <http://ida.worldbank.org/financing/non-concessional-borrowing-0>.

<sup>10</sup>Voir également ces documents aux adresses suivantes: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/dsa/lic.aspx> et <http://www.worldbank.org/en/topic/debt/brief/dsa>.

(continued)

**18. Formation.** Les services du FMI et de la BM organisent périodiquement des ateliers CVD PFR à Washington et à travers le monde. Ceux qui se tiennent à Washington sont surtout destinés aux services de la BM et du FMI. Ceux qui ont lieu à l'étranger sont organisés à l'intention des autorités des pays. En outre, le cours exhaustif mis en ligne et libre d'accès consacré à AVD sera actualisé sur [la plateforme EdX](#)<sup>11</sup>. Pour plus d'informations, contactez l'[Institut du FMI pour le développement des capacités](#) et la [Direction de la Banque mondiale pour la macroéconomie, le commerce et l'investissement](#)<sup>12</sup>.

### III. INTRANTS

*Le fonctionnement de la panoplie d'outils du CVD nécessite un certain nombre d'intrants. D'abord, il faut rassembler les données exhaustives sur l'encours actuel de la dette publique et publiquement garantie (PPG) ainsi que d'établir le périmètre du secteur public à utiliser. Ensuite, il faut formuler des projections économiques sur 20 ans. Enfin, il faut formuler des hypothèses de financement relatives à la dette extérieure et intérieure pour la période de projection. Cette section traite chacun de ces thèmes à tour de rôle.*

#### A. Définition de la dette : couverture du secteur public

**19. La dette du secteur public dans sa définition la plus large comprend la dette de plusieurs sous-secteurs**<sup>13</sup>. Il s'agit de l'ensemble des administrations publiques (administrations centrales, administrations des États et collectivités locales, fonds de sécurité sociale et fonds extra-budgétaires), des entreprises publiques non financières et des entreprises publiques financières (dont la banque centrale). Les autres sources sont les obligations à long terme des administrations publiques, telles que les engagements non financés des fonds de sécurité sociale (lorsqu'ils ne sont pas explicitement reconnus comme faisant partie de la dette des administrations) et la reconnaissance connue et anticipée des passifs conditionnels [résultant par exemple, de restructurations en cours d'institutions financières (publiques ou autres) ou de partenariats public-privé (PPP) pour lesquels la demande ou d'autres garanties ont été déclenchées ou doivent l'être].

**20. Le CVD doit être basé sur une couverture presque complète de la dette du secteur public.** Ce point est important pour arriver à une évaluation comparable du risque de surendettement entre les pays. En outre, une définition plus étroite de la dette publique peut contribuer à des hausses inattendues imputables à des sources situées hors du périmètre défini. Ainsi, la définition de la dette doit couvrir à la fois les composantes extérieures et intérieures : (i) la dette du secteur public défini comme les administrations centrales, les administrations des États et

<sup>11</sup>Voir <https://www.edx.org/course/debt-sustainability-analysis-imfx-dsax-3>.

<sup>12</sup>Voir <http://www.imf.org/external/np/ins/english/> et <http://www.worldbank.org/en/topic/debt>.

<sup>13</sup>Un diagramme utile du secteur public et de ses principales composantes se trouve à la page 20 de l'édition 2014 du [Manuel de statistiques de finances publiques du FMI \(MSFP\)](#), accompagné d'une discussion détaillée des définitions de tous les sous-secteurs; voir <https://www.imf.org/external/Pubs/FT/GFS/Manual/2014/gfsfinal.pdf>. On attend des autorités des pays qu'elles adoptent dès que possible le MSFP de 2014, au besoin avec l'assistance technique d'organisations internationales.

les collectivités locales, les fonds de sécurité sociale, les fonds extra-budgétaires, la banque centrale et les entreprises publiques (ce concept englobant toutes les entreprises contrôlées par l'État, comme défini au paragraphe 21 et à l'Appendice III) ; et (ii) la dette du secteur privé garantie par le secteur public. Les dettes des entreprises publiques financières sont exclues de ce périmètre, mais il est possible de les considérer comme des passifs conditionnels, point évoqué ci-dessous. À des fins de notation, le CVD s'intéresse surtout à la dette extérieure PPG.

## 21. Des considérations spécifiques s'appliquent aux dettes de la banque centrale et des entreprises publiques :

- **Dettes de la banque centrale.** Toute dette extérieure contractée pour le compte de l'État constitue une dette publique (par exemple, les emprunts contractés auprès du FMI). En revanche, l'émission de dette par la banque centrale ou les échanges de devises (« swaps ») dans le cadre de la mise en œuvre de la politique monétaire ou de la gestion des réserves de change sont exclus du périmètre de la dette publique extérieure. Quand une banque centrale n'est pas consolidée en ce qui concerne la dette, les titres de dette émis par l'État et détenus par celle-ci ou toutes autres avances à l'État doivent être inclus dans la définition de la dette publique (en d'autres termes, aucune compensation n'est prise en compte).
- **Dettes des entreprises publiques.** L'utilisateur doit inclure toutes les informations disponibles sur la dette des entreprises publiques non financières. On ne peut exclure les dettes d'une entreprise publique du périmètre de la dette que si elles ne posent qu'un risque budgétaire limité, c'est-à-dire que cette entreprise est en mesure d'emprunter sans garantie de l'État ; elle ne se livre pas à aucune activité quasi-budgétaire sans compensation ; et elle jouit d'un historique de soldes d'exploitation excédentaires (voir l'Appendice III pour plus de précisions). Les services doivent justifier l'exclusion de toute entreprise publique financièrement importante du périmètre de la dette. Si des contraintes de données limitent la couverture de la dette des entreprises publiques, le rapport de l'AVD doit le signaler en tant qu'omission et définir des mesures visant l'amélioration de la couverture de la dette des entreprises publiques dans l'AVD suivante.

**22. Lorsque la couverture du secteur public de l'AVD diffère de celle sous-tendant les comptes budgétaires, des ajustements sont nécessaires pour assurer la cohérence.** Le numérateur et le dénominateur du ratio du service de la dette extérieure/recettes publiques doivent être calculés de façon cohérente. Ainsi, pour les entreprises publiques dont leurs dettes sont incluses dans la couverture de la dette publique, directement ou au titre de garanties, il faut s'assurer que le dénominateur comprenne tout bénéfice net de ces entreprises pouvant être utilisé à des fins de paiements du service de la dette (c'est-à-dire, toutes les sommes qu'elles versent déjà, sous réserve de la vérification qu'elles puissent continuer à le faire ou d'une réduction proportionnelle si elles ne pourront le faire intégralement). Les éventuelles différences de couverture et les ajustements liés pour assurer la cohérence entre les données de la dette et les données budgétaires doivent être exposés clairement dans le rapport.

**23. Le périmètre de la dette du secteur public utilisé dans le cadre d'une AVD doit être présenté explicitement dans un tableau du CVD.** Quand un sous-secteur n'est pas inclus ou quand seule une partie de ce sous-secteur l'est (par exemple, la dette non garantie des entreprises publiques ou les accords de PPP), on le signale explicitement comme une omission dans le rapport.

- Il est important de noter qu'une couverture plus étroite de la dette publique dans le CVD PFR déclenche automatiquement un calibrage plus large du test de résilience portant sur les passifs conditionnels, afin d'évaluer les risques émanant de ces omissions, et les résultats de ce test peut influencer sur la notation du risque. La section VI.B fournit des précisions quant au test de résilience sur les passifs conditionnels<sup>14</sup>.

## B. Définition de la dette : couverture

**24. Le CVD opère sur la base de la dette brute.** On retient le montant brut de la dette lors de l'évaluation de la viabilité, car il mesure la charge de financement que représentent les obligations de paiement au titre du service de la dette dont l'État est responsable. L'existence d'actifs financiers liquides atténue, mais ne peut éliminer, les risques de non-viabilité (en raison, par exemple, d'une asymétrie des devises ou des maturités et aussi parce qu'un montant minimum d'actifs est nécessaire à la conduite des activités quotidiennes de l'État). La section VIII.D explique comment tenir compte de ces actifs dans la notation finale des risques.

**25. Normalement, un engagement de l'État doit être considéré comme une dette quand le débiteur est tenu d'effectuer des paiements futurs d'intérêts et/ou de capital au créancier**<sup>15, 16</sup>. On peut citer comme exemples les titres de dette, les emprunts et d'autres comptes à payer (dont les arriérés de paiement certifiés à des fournisseurs). Les obligations vérifiées et reconnues, qui ne constituent pas une dette résultant d'une créance financière (par exemple, les sommes accordées par un arbitrage du CIRDI ; celles dues à des fournisseurs, etc.), doivent aussi être incluses sur la base de la « meilleure estimation » de leur date d'échéance.

**26. S'agissant d'une AVD, il faut que la dette brute soit calculée à la valeur faciale et soit consolidée.** Le recours à la valeur de marché créerait une circularité puisque ce concept intègre une évaluation du poids de la dette nominale. La dette, qui s'inscrit dans le concept du secteur public

<sup>14</sup>En outre, la publication des principaux passifs conditionnels est déjà requise sous forme d'un poste pour mémoire par les normes d'information statistique et par diverses initiatives de transparence budgétaire. Voir, par exemple, les Statistiques de finances publiques du FMI (2014) ainsi que le Code de bonnes pratiques du FMI en matière de transparence des finances publiques dans le MTFP, FMI (2007).

<sup>15</sup>Voir ["What Lies Beneath: The Statistical Definition of Public Sector Debt"](#), FMI (2012a) pour une discussion détaillée portant sur (i) la couverture des instruments; (ii) l'évaluation des instruments de dette (valeur de marché ou nominale) et (iii) la consolidation des avoirs intra-administrations.

<sup>16</sup> L'attribution de droits de tirage spécial (DTS) à un pays ne doit pas figurer dans l'encours nominal de la dette extérieure brute. Au lieu de cela, l'AVD doit estimer l'incidence de l'affectation de DTS sur la viabilité de la dette en tenant compte des versements nets d'intérêts qui ont lieu lorsque les DTS détenus par un membre deviennent inférieurs au montant affecté. On trouvera des précisions sur le traitement des affectations de DTS dans l'annexe 4 de la « Note d'orientation des services du FMI sur l'application du cadre de viabilité de la dette pour les pays à faible revenu établi conjointement par la Banque mondiale et le FMI », FMI et Banque mondiale (2013).



retenu par l'utilisateur, doit apparaître sur une base consolidée afin d'éviter un double comptage (par exemple, les prêts de l'État central aux gouvernements des États ne constituent pas une dette selon le concept d'ensemble des administrations publiques).

**27. La dette publique doit figurer dans le CVD sur la base des décaissements effectifs et anticipés.** Les pays ont coutume de contracter des montants élevés de dette publique destinés à financer des projets d'investissement (des engagements), le décaissement étant lié à l'exécution des projets ou à la satisfaction de conditions spécifiques. Compte tenu de cet état de fait :

- L'encours actuel de la dette publique doit refléter l'encours existant et décaissé, et non le montant total des engagements.
- Les projections des encours et des flux de dette publique doivent refléter la « meilleure estimation possible » des tirages des prêts contractés, ainsi qu'un profil des décaissements des nouveaux prêts, formulée en consultation avec les autorités (au regard de leurs dépenses d'investissement à moyen terme et du plan de financement connexe).
- Le rapport de l'AVD doit préciser les soldes engagés non décaissés (SEND) de tous les prêts contractés (au cours des cinq dernières années) ou des projets encore en cours, et donner une explication claire pour toute exclusion éventuelle de SEND.

**28. En principe, le CVD retient la résidence du créancier comme critère de définition de la dette extérieure.** Ainsi, elle doit comprendre la dette intérieure libellée en monnaie nationale détenue par des non-résidents. Toutefois dans la pratique, la dette libellée en devises peut souvent servir de variable représentative de la dette extérieure, du fait de difficultés de comptabilisation (dues par exemple, aux opérations sur le marché secondaire et aux limitations de données dans les PFR) et lorsque la participation des non-résidents au marché de la dette intérieure n'est pas significative.

**29. Dans un nombre limité de cas, certaines dettes doivent être exclues de l'AVD** (et ces exclusions doivent figurer dans le rapport de l'AVD ou dans les tableaux en tant que postes pour mémoire) :

- Lorsqu'il existe un différend à propos de la validité d'une créance ou de son montant, la totalité du montant litigieux doit être considérée comme un engagement conditionnel (non inclus dans l'encours de la dette, mais pris en compte dans le calibrage du test de résilience portant sur les passifs conditionnels). Lorsque seulement une fraction de la créance fait l'objet d'un différend, la fraction non litigieuse doit être incluse intégralement dans la couverture de la dette publique et la fraction litigieuse traitée comme un engagement conditionnel. Il convient de s'appuyer sur le « meilleur jugement » de l'utilisateur du CVD pour déterminer le poids devant être attribué aux résultats de ce test de résilience.
- Les créances éligibles à un allègement de la dette déjà convenu, par exemple dans les pays post-PPTE (Initiative des pays pauvres très endettés), doivent être exclues du périmètre de l'AVD.



## C. Projections macroéconomiques

**30. Le CVD s'appuie sur un cadrage macroéconomique.** Il s'agit d'un cadrage contenant des prévisions de variables économiques clés reliées entre elles et couvrant les différents secteurs de l'économie. L'évolution de ces variables est souvent qualifiée de « scénario de référence » ou « scénario de base ». Le modèle utilise certaines des variables macroéconomiques clés, qui constituent le cadrage macroéconomique typique, mais pas toutes. Le tableau 2 résume les principales variables économiques et de financement nécessaires à l'utilisation du modèle CVD PFR.

**31. L'utilisateur doit saisir les données du cadrage macroéconomique pour une période de projection de 20 ans.** L'utilisateur doit saisir à la fois des valeurs historiques (10 années précédentes) et projetées (20 années plus l'année en cours) pour la plupart des variables. Le scénario de référence doit être perçu comme le scénario qui a la plus grande probabilité de se réaliser compte tenu des informations dont on dispose au moment présent, et refléter un juste équilibre quant aux risques. Les projections entre les comptes budgétaire, monétaire, financier et extérieur doivent être cohérentes.

**32. L'horizon de projection peut être divisé en projections à moyen terme (jusqu'à 5 ans) et à plus long terme (au-delà de 5 ans) :**

- a. Projections à moyen terme (jusqu'à 5 ans).** Pour les services de la BM et du FMI, tous les scénarios à moyen terme doivent être pleinement cohérents avec ceux qui figurent dans leurs rapports au titre de la surveillance et des programmes auxquels l'AVD est jointe :
- Dans le cadre de la surveillance, le scénario de référence doit reposer sur les politiques déjà mises en place et sur les politiques annoncées qui, selon le « meilleur jugement » de l'équipe du FMI (en consultation avec la BM), seront probablement mises en œuvre<sup>17</sup>.
  - Dans le cadre d'un programme, le scénario de référence doit refléter le scénario d'ajustement qui a été convenu avec les autorités et intégré aux objectifs du programme.
  - On doit en général faire l'hypothèse que l'écart de production et l'écart de taux de change effectif réel se résorbent à moyen terme.
- b. Projections à plus long terme (au-delà de cinq ans).** Les projections à plus long terme doivent être guidées par le profil de développement des PFR et leurs caractéristiques, notamment la nécessité d'assurer certaines dépenses pour atteindre les objectifs de développement (et donc, par extension, la viabilité des politiques), le stade de développement, les tendances du taux de change réel d'équilibre et d'autres facteurs

<sup>17</sup>Voir la note de bas de page n°3 dans la Note d'orientation de 2015 du FMI sur la surveillance dans le cadre de la consultation au titre de l'Article IV, FMI (2015).

propres à certains pays, comme leur exposition aux catastrophes naturelles ou aux conflits (voir Appendice IV).

**33. En vue de réaliser des AVD conjointes, les services du FMI et de la BM doivent se coordonner étroitement en fonction de leurs domaines d'expertise respectifs.** En général, le FMI donne le ton pour les projections macroéconomiques à moyen terme (3-5 ans), alors que la BM le fait pour les perspectives de croissance à plus long terme, et le cas échéant, pour évaluer la relation entre investissement et croissance. Il convient que les équipes spécialistes des pays de la BM et du FMI s'accordent sur les principaux paramètres et projections du cadrage, dont la croissance et les nouveaux emprunts, avant d'établir le projet d'AVD. En cas d'écarts importants entre les hypothèses, elles doivent recourir au mécanisme de résolution des différends décrit à l'Appendice I.

## D. Hypothèses de financement

**34. Outre les variables macroéconomiques, le modèle nécessite des informations sur la dette existante et les nouveaux emprunts anticipés.** Les nouveaux financements programmés doivent correspondre aux besoins de financement brut public et extérieur sous-tendant le cadrage macroéconomique (qui intègre déjà des hypothèses sur l'utilisation/l'acquisition de réserves)<sup>18</sup>.

**35. L'utilisateur doit spécifier les instruments de financement en faisant des hypothèses sur :**

- La source de financement extérieure :
  - a. Multilatérale, englobant : FMI/BM/Banques régionales de développement (Banque interaméricaine de développement (IADB), Banque africaine de développement (BAD), Banque asiatique de développement (ADB), Banque européenne pour la reconstruction et le développement (BERD)) ; les autres institutions plurilatérales doivent être décomposées sur une ligne distincte ;
  - b. Publique bilatérale : décomposée en membres et non membres du Club de Paris ;
  - c. Commerciale.
- Les sources de financement intérieures, décomposées en : avances de la banque centrale ; financements à court terme (moins d'un an) ; à moyen et long terme (MLT) (1 à 3 ans) ; MLT (4 à 7 ans) ; à long terme (plus de 7 ans).

<sup>18</sup>Les besoins de financement extérieurs bruts – le montant des financements dont une économie a besoin pendant une année donnée – sont la somme du déficit de la balance courante et du paiement de l'amortissement de la dette extérieure minorée des entrées d'investissements directs étrangers nets de dette. On suppose qu'une partie des besoins de financement extérieurs est couverte par les emprunts extérieurs du secteur privé, tandis que le reste l'est par les emprunts extérieurs publics. Les besoins de financement publics bruts – le montant des financements exigés par l'État – sont la somme du solde budgétaire et du paiement de l'amortissement de la dette publique extérieure et intérieure. Ces besoins sont censés être couverts par des emprunts publics extérieurs et intérieurs.

- Le montant total de décaissements pour chaque instrument et pour chaque source et, s'il est disponible, le lieu de résidence du détenteur de la dette ;
- Les conditions financières moyennes associées à chaque instrument de dette : taux d'intérêt, périodes de grâce et maturité des nouveaux emprunts publics.

**Tableau 2. Variables macroéconomiques du CVD PFR**

| Variable   | Devise            | Historique | Prévision |
|--|-------------------|------------|-----------|
| <b>Balance des paiements</b>   |                   |            |           |
| Solde du compte courant  | Dollar américain  | x          | x         |
| Exportations de biens et services                                      | Dollar américain  | x          | x         |
| Dont : produits de base combustibles et hors combustibles              | Dollar américain  | x          |           |
| Importations de biens et services                                      | Dollar américain  | x          | x         |
| Transferts courants, total net   | Dollar américain  | x          | x         |
| Transferts courants, officiels   | Dollar américain  | x          | x         |
| Transferts bruts des migrants (« transferts personnels » dans le MBP6) | Dollar américain  | x          | x         |
| Investissement direct étranger net (hors dette)                        | Dollar américain  | x          | x         |
| Financement exceptionnel   | Dollar américain  | x          | x         |
| Réserves brutes  | Dollar américain  | x          | x         |
| <b>Secteur public</b>  |                   |            |           |
| Recettes du secteur public (dons compris)                              | Monnaie nationale | x          | x         |
| Dons du secteur public   | Monnaie nationale | x          | x         |
| Recettes des privatisations  | Monnaie nationale | x          | x         |
| Dépenses du secteur public   | Monnaie nationale | x          | x         |
| Avoirs du secteur public (liquides et facilement accessibles)          | Monnaie nationale | x          | x         |
| Comptabilisation des engagements implicites ou conditionnels           | Monnaie nationale | x          | x         |
| Autres flux générateurs ou réducteurs de dette                         | Monnaie nationale | x          | x         |
| Allègement de la dette   | Monnaie nationale | x          | x         |
| <b>Dettes</b>  |                   |            |           |
| Encours de la dette extérieure PPG (moyen et long terme)               | Dollar américain  | x          |           |
| Encours de la dette extérieure PPG (court terme)                       | Dollar américain  | x          | x         |
| Encours de la dette extérieure privée                                  | Dollar américain  | x          | x         |
| Encours de la dette publique intérieure                                | Monnaie nationale | x          | x         |
| Intérêts exigibles sur la dette extérieure PPG existante               | Dollar américain  | x          |           |
| Intérêts exigibles sur la dette extérieure privée existante            | Dollar américain  | x          | x         |
| Intérêts exigibles sur la dette intérieure existante                   | Monnaie nationale | x          | x         |
| Amortissement exigible de la dette extérieure PPG                      | Dollar américain  | x          | x         |
| Amortissement exigible de la dette extérieure privée                   | Dollar américain  | x          | x         |
| Amortissement exigible de la dette intérieure publique existante       | Monnaie nationale | x          |           |
| Stock des arriérés existants de la dette PPG                           | Dollar américain  | x          | x         |
| <b>Autres variables</b>  |                   |            |           |
| PIB, prix courants   | Monnaie nationale | x          | x         |
| PIB, prix constants  | Monnaie nationale | x          | x         |
| Déflateur du PIB des États-Unis  | Aucune            | x          | x         |
| Taux de change, monnaie nationale vs. dollar américain, fin de période | Monnaie nationale | x          | x         |
| Taux de change, monnaie nationale vs. dollar américain, moyenne        | Monnaie nationale | x          | x         |
| Investissement total   | Monnaie nationale | x          | x         |
| Dont : investissement public   | Monnaie nationale | x          | x         |

**Tableau 3. Possibles sources de financements du CVD PFR (conclu)**

| Variable   | Devise            | Historique | Prévision |
|--|-------------------|------------|-----------|
| <b>Financement</b>   |                   |            |           |
| Nouveaux décaissements sur financements PPG extérieurs                           | Dollar américain  |            | x         |
| Dont: multilatéraux  | Dollar américain  |            | x         |
| Dont: publics bilatéraux   | Dollar américain  |            | x         |
| Dont: commerciaux  | Dollar américain  |            | x         |
| Nouveaux décaissements sur financements intérieurs exprimés en monnaie nationale | Monnaie nationale |            | x         |
| Dont: les avances statutaires de la banque centrale                              | Monnaie nationale |            | x         |
| Dont: court terme  | Monnaie nationale |            | x         |
| Dont: moyen à long terme (1-3 ans)   | Monnaie nationale |            | x         |
| Dont: moyen à long terme (4-7 ans)   | Monnaie nationale |            | x         |
| Dont: long terme (au-delà de 7 ans)  | Monnaie nationale |            | x         |

### 36. Les hypothèses de financement doivent tenir compte de l'évolution au fil du temps des conditions d'emprunt et de la combinaison entre les différentes sources de financement:

- À court terme et jusqu'à 5 ans, les hypothèses doivent en général correspondre : (i) au plan d'emprunt des autorités, exposé dans la stratégie de gestion de la dette à moyen terme (agréé dans le cadre d'une opération d'aide budgétaire de la BM ou d'un programme du FMI, le cas échéant) ; et/ou (ii) aux projets de financement des bailleurs de fonds pour les dons et les emprunts concessionnels et non concessionnels<sup>19</sup>.
- À long terme, au fur et à mesure que les pays se développent, il est probable que la nature des financements extérieurs disponibles évolue également, passant des dons à des prêts concessionnels (pour les pays les plus pauvres et les plus vulnérables) ou des prêts concessionnels à des prêts moins concessionnels et/ou assortis de conditions commerciales et de marché (pour les autres pays). Parallèlement, on s'attend à ce que la dette intérieure passe d'une dette accumulée vis-à-vis de la banque centrale à une dette envers d'autres sources à court terme, puis à une gamme de plus en plus large de titres d'État (obligations) émis de façon concurrentielle (Appendice IV).

### 37. Il faut faire preuve de prudence en prévoyant les financements sous forme de dons.

Plusieurs BMD et d'autres bailleurs de fonds lient leurs décisions d'accorder des dons à la notation de risque de l'AVD. Si l'on fait l'hypothèse d'une augmentation de dons dans le scénario de référence, cela peut entraîner une amélioration de la notation de risque, ce qui pourrait empêcher les bailleurs de fonds d'octroyer les montants de dons anticipés. Dans ces conditions, l'AVD doit retenir les dons faisant l'objet d'un engagement ferme de la part des bailleurs, et peut prendre en considération les dons susceptibles d'être octroyés à condition que cela ne modifie pas la notation du risque de surendettement (afin de s'assurer que les dons anticipés soient réellement octroyés). Une consultation avec les bailleurs de fonds est nécessaire.

<sup>19</sup>Une dette est habituellement considérée comme concessionnelle quand elle contient un élément don d'au moins 35%. Celui-ci représente la différence entre la VA de la dette et sa valeur nominale exprimée en pourcentage de cette dernière (voir FMI et Banque mondiale (2013) pour une présentation détaillée de la VA et de l'élément don).

- S'agissant de la Banque mondiale (IDA) et des autres BMD, il faut faire l'hypothèse que tous les prêts sont assortis de conditions de crédit régulières pendant toutes les années de la période de projection et exclure les dons. Ces créanciers lient les modalités de leur assistance et l'affectation de dons à la notation de risque émanant du CVD, d'où la nécessité d'une évaluation excluant les dons. Les dons de ces bailleurs de fonds engagés sur la base d'une AVD peuvent ensuite être pris en compte dans l'AVD suivante.

**38. Le traitement de l'allègement de la dette dans le cadre des initiatives PPTE et IADM dépend du statut d'un pays dans le processus.** Les allègements de dette doivent être pris en compte dans le scénario de référence pour les pays qui ont atteint le point d'achèvement PPTE ou dans un scénario personnalisé pour les pays qui ne l'ont pas encore atteint (Appendice V).

**39. Si l'on ne dispose pas d'informations précises sur le montant et les conditions des emprunts, cela doit être indiqué dans le rapport de l'AVD et il faut évoquer les risques éventuels résultant des lacunes en matière de données.** Il peut parfois s'avérer difficile d'obtenir des renseignements sur les conditions des financements extérieurs anticipés en raison, par exemple, de l'incertitude propre aux négociations sur les prêts ou des obligations de confidentialité figurant dans les contrats de prêts. Dans ce cas, il faut s'efforcer de recueillir les informations à partir de toutes les sources possibles, y compris auprès des créanciers. La qualité d'une AVD dépend énormément de l'exactitude des hypothèses, notamment celles relatives au coût des financements futurs. Le rapport de l'AVD doit cerner les lacunes, mentionner les risques possibles et évoquer d'éventuelles mesures visant à améliorer la collecte et la qualité des données.

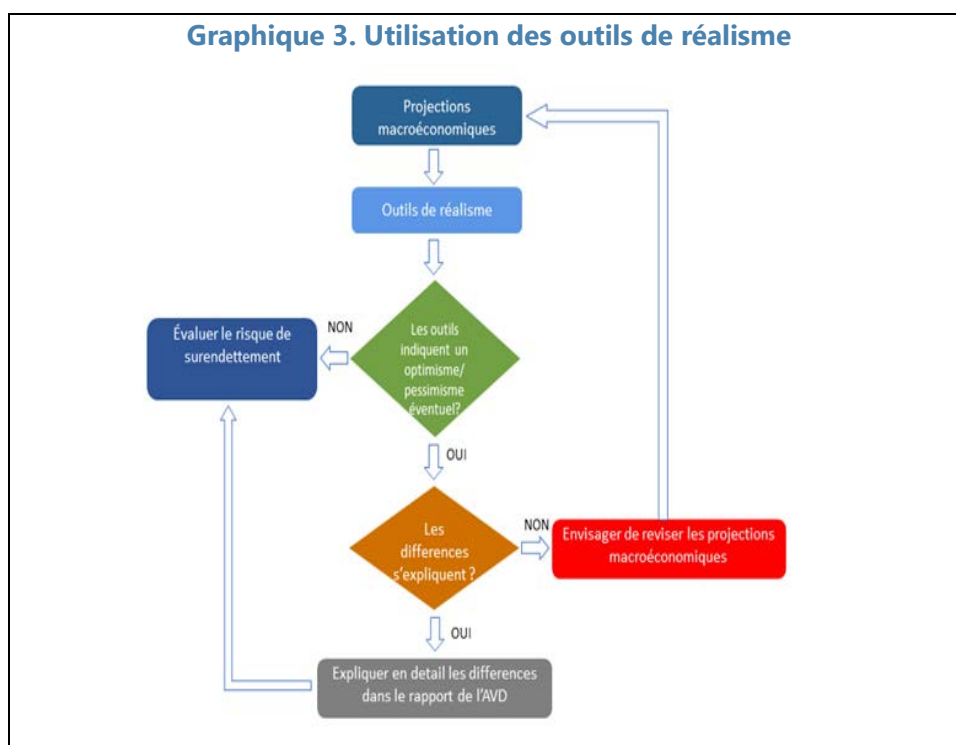
## IV. OUTILS DE RÉALISME

*La prochaine étape est de vérifier le réalisme du scénario de référence, qui est de grande importance pour une évaluation crédible de la viabilité de la dette. Le CVD comporte quatre outils de réalisme, tous disponibles : (A) les déterminants de la dynamique d'endettement, (B) le réalisme de l'ajustement budgétaire anticipé, (C) la relation ajustement budgétaire-croissance et (D) la relation investissement public-croissance. Les outils de réalisme ne sont pas de nature prescriptive. Ils sont conçus pour encourager l'examen des hypothèses du scénario de référence. Quand ils font apparaître des différences entre les expériences cumulées de différents pays ou par rapport à l'expérience même du pays concerné, celles-ci peuvent éventuellement être expliquées par des facteurs spécifiques au pays. Mais ces justifications doivent être clairement exposées dans le rapport de l'AVD. Sinon un réexamen, voire une révision, des projections macroéconomiques pourraient se justifier dans le cadre du processus itératif de la réalisation d'une AVD (graphique 3). Cette section présente successivement chaque outil de réalisme.*

## A. Déterminants de la dynamique d'endettement

**40. Le premier outil de réalisme du CVD présente une décomposition passée et future de la dynamique d'endettement extérieur et public entre les différents déterminants** (graphique 4). Le modèle du CVD produit automatiquement un graphique qui montre l'évolution des projections des ratios de la dette extérieure/PIB et de la dette publique/PIB au cours des 5 dernières années pour trois « millésimes » d'AVD – l'AVD actuelle, celle de l'année précédente<sup>20</sup> et celle réalisée il y a cinq ans. Les graphiques présentent les résultats portant sur : (i) la décomposition anticipée et actuelle de la dynamique d'endettement par déterminant ; et (ii) la provenance des erreurs antérieures de prévision.

**L'outil permet de porter l'attention sur deux volets pouvant entraîner un réexamen des hypothèses du cadrage macroéconomique**, notamment s'il y a : (i) des différences significatives entre les contributions des déterminants de la dette accumulée dans le passé et celles anticipées dans le futur ; et (ii) de fortes variations inattendues du ratio de la dette publique au cours des cinq dernières années. À des fins d'illustration, le graphique 4 présente un cas où les contributions des déterminants entre les données historiques et les prévisions sont différentes, notamment en ce qui concerne la contribution du déficit primaire, du taux de change effectif réel et du poste résiduel. Il fait également ressortir une contribution importante du poste résiduel aux variations inattendues du ratio de l'endettement au cours des cinq dernières années.



<sup>20</sup>Ce doit être la dernière AVD publiée par les institutions.

**41. Lorsque des écarts importants sont mis en lumière ou proviennent du poste résiduel, il faut les comprendre.** À défaut de trouver une explication raisonnable, on doit envisager de modifier le cadrage macroéconomique (ce qui s'inscrit dans le cadre du processus itératif de réalisation d'une AVD). Lorsque l'utilisateur analyse les résultats, il doit bien sûr tenir compte d'éventuels changements méthodologiques (par exemple, un élargissement du périmètre de la dette entre deux « millésimes » d'AVD). L'objectif est de bien comprendre la contribution prévue des déterminants au ratio de la dette :

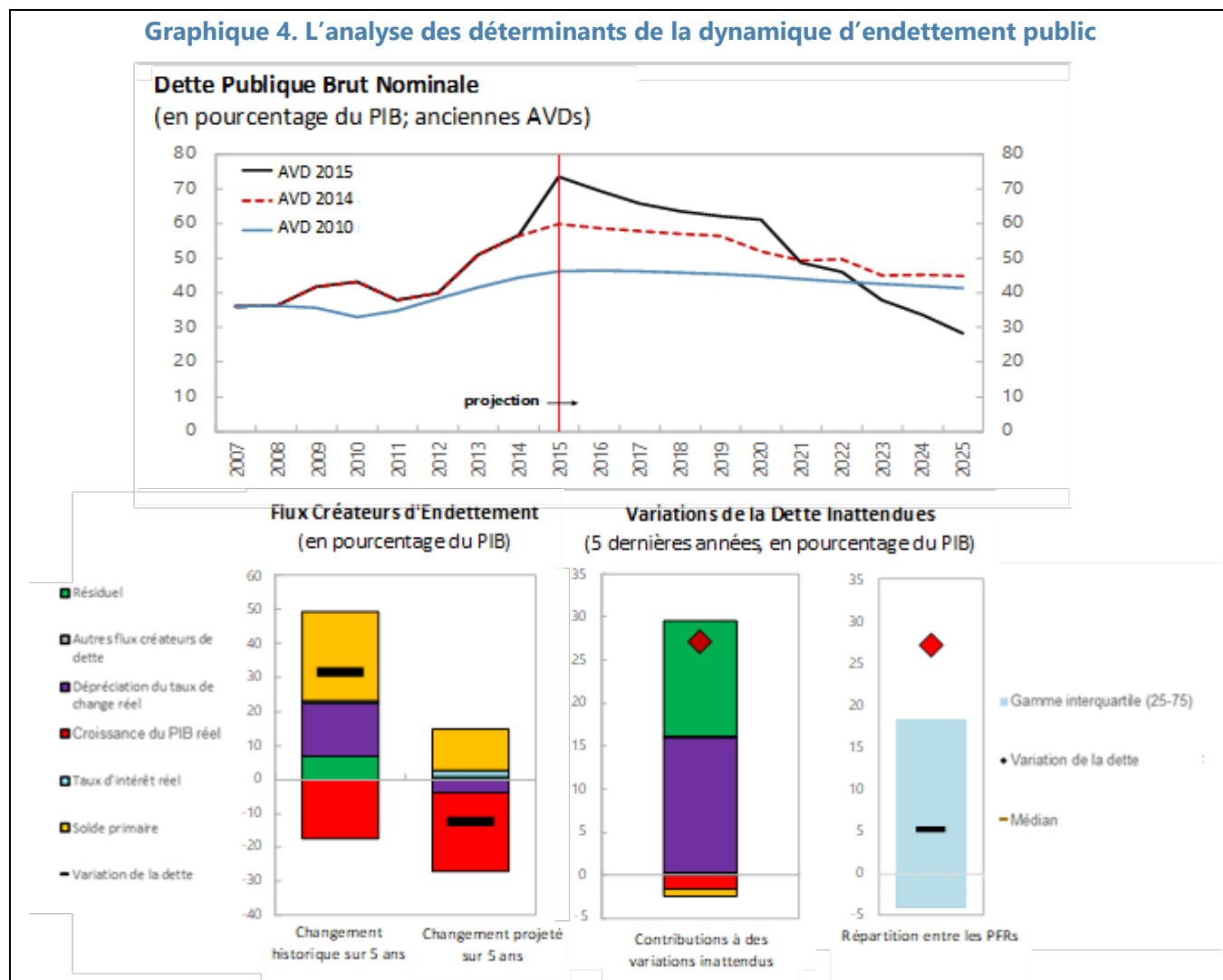
- Une contribution forte et imprévue dans le passé des déficits primaires sur l'accumulation de la dette devrait dissuader d'envisager une contribution plus faible à l'avenir (associée, par exemple, à un ajustement budgétaire futur important, à moins qu'il n'y ait des raisons connues pour que cet ajustement se réalise, par exemple des changements dans le cadre budgétaire ou une contribution forte et imprévue dans le passé qui résulte uniquement de chocs ponctuels).
- Une contribution faible du différentiel de croissance du PIB visant à limiter l'accumulation de la dette dans le passé devrait dissuader d'envisager une contribution substantielle à l'avenir, à moins qu'il n'y ait des raisons connues pour que cette contribution se matérialise, telles qu'une transformation structurelle de l'économie (induite, par exemple, par la mise en exploitation de nouvelles ressources naturelles).
- Une forte contribution d'une dépréciation du taux de change réel sur l'accumulation de la dette dans le passé mettrait en garde contre une prévision trop optimiste de contributions négligeables dans le futur, à moins que l'utilisateur ne puisse justifier au moyen d'une évaluation du secteur extérieur que l'écart avec le taux de change effectif réel d'équilibre soit déjà résorbé.
- Une forte contribution inattendue d'autres flux créateurs de dette ou du poste résiduel sur l'accumulation de la dette dans le passé mettrait en garde contre une hypothèse de contribution faible dans le futur, à moins qu'il n'y ait des raisons de croire à une baisse de l'exposition totale de la dette aux passifs conditionnels (due, par exemple à la recapitalisation du secteur financier).
- Enfin, les facteurs qui ont aussi contribué à des variations inattendues méritent une attention particulière pour l'élaboration des hypothèses futures (dans le graphique, par exemple, la contribution du poste résiduel et la dépréciation du taux de change effectif réel doivent faire réfléchir l'utilisateur lorsqu'il établit ses nouvelles hypothèses).

## B. Réalisme de l'ajustement budgétaire programmé

**42. Le deuxième outil de réalisme du CVD évalue la crédibilité de l'ajustement budgétaire projeté sur la base de l'expérience accumulée d'autres pays, qui ont entrepris des ajustements budgétaires soutenus.** L'échantillon se compose de PFR ayant sollicité des programmes appuyés par le FMI, parce qu'ils ont dû, en général, redresser leur situation budgétaire. L'outil présente la distribution de l'ampleur des ajustements budgétaires constatés au cours d'un horizon de trois ans dans les autres PFR, que l'on compare avec l'ajustement prévu dans le pays en question. Pour que les résultats soient pertinents, il faut que les données du secteur public soient cohérentes ; s'il y a eu



un changement dans la couverture des données budgétaire (par exemple, un élargissement du périmètre), l'ajustement doit être recalculé sur la base d'une même couverture (par exemple, la nouvelle couverture élargie). Le graphique 5 donne un exemple qui illustre l'application de cet outil.

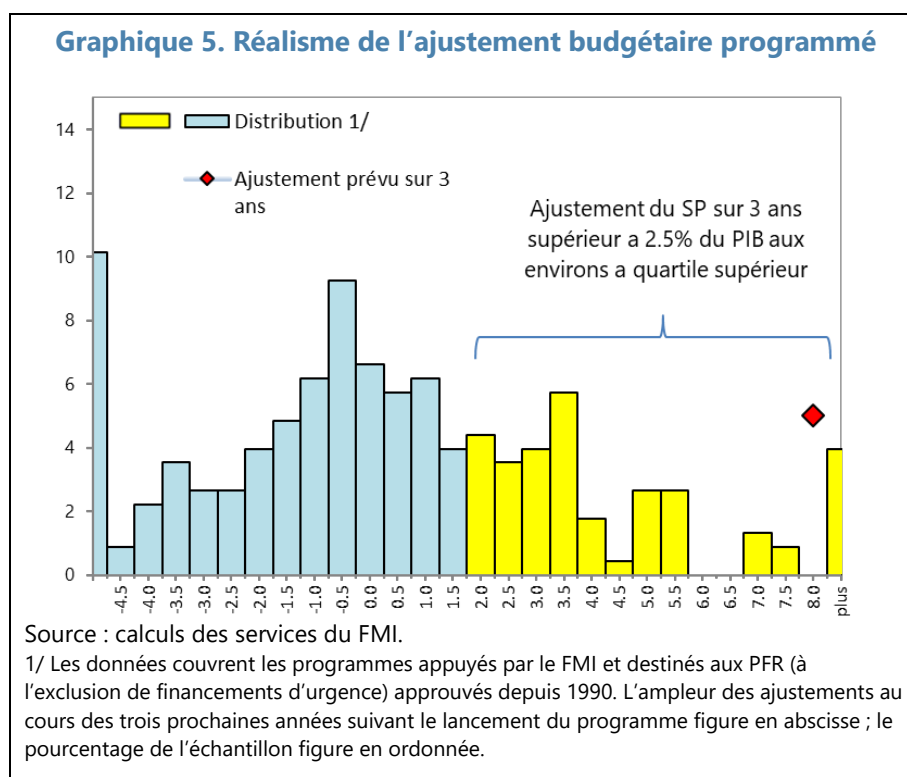


**43. L'outil signale un éventuel optimisme lorsque l'ajustement prévu se situe dans le quartile supérieur de la distribution des ajustements observés.** Si le processus d'ajustement a déjà débuté, il faut prendre en compte l'ampleur de l'ajustement dans sa totalité (ajustement accompli et projeté) afin de pouvoir porter un jugement sur le réalisme de l'ajustement global. L'ajustement envisagé dans le graphique 5 se situe à proximité du sommet de la distribution, ce qui alerte sur la nécessité d'effectuer une analyse plus approfondie sur le réalisme de cet ajustement.

**44. Quand l'outil signale un éventuel optimisme, l'utilisateur doit justifier la crédibilité de l'ajustement envisagé.** Le rythme d'assainissement budgétaire envisagé devrait être justifié dans le rapport ; par exemple, si des mesures permanentes portant sur la collecte des impôts et la contraction des dépenses ont été mises en vigueur et/ou si les cadres budgétaires ont été renforcés. L'utilisateur doit aussi examiner avec soin la faisabilité sociale et politique d'un ajustement



budgétaire envisagé au vu des priorités de développement du pays, des programmes de réduction de la pauvreté et/ou de la nécessité de se conformer aux normes en matière de droits de l'homme ou de protection sociale. Enfin, on encourage les utilisateurs à intégrer le résultat de cette analyse aux résultats d'autres analyses relatives au multiplicateur et aux déterminants de la dynamique de la dette afin d'avoir une vue complète sur les fondements macroéconomiques de l'ajustement. Si l'utilisateur n'est pas en mesure de justifier l'ajustement supposé, il faut envisager de réviser l'hypothèse du scénario de référence dans le cadre du processus itératif de réalisation d'une AVD.



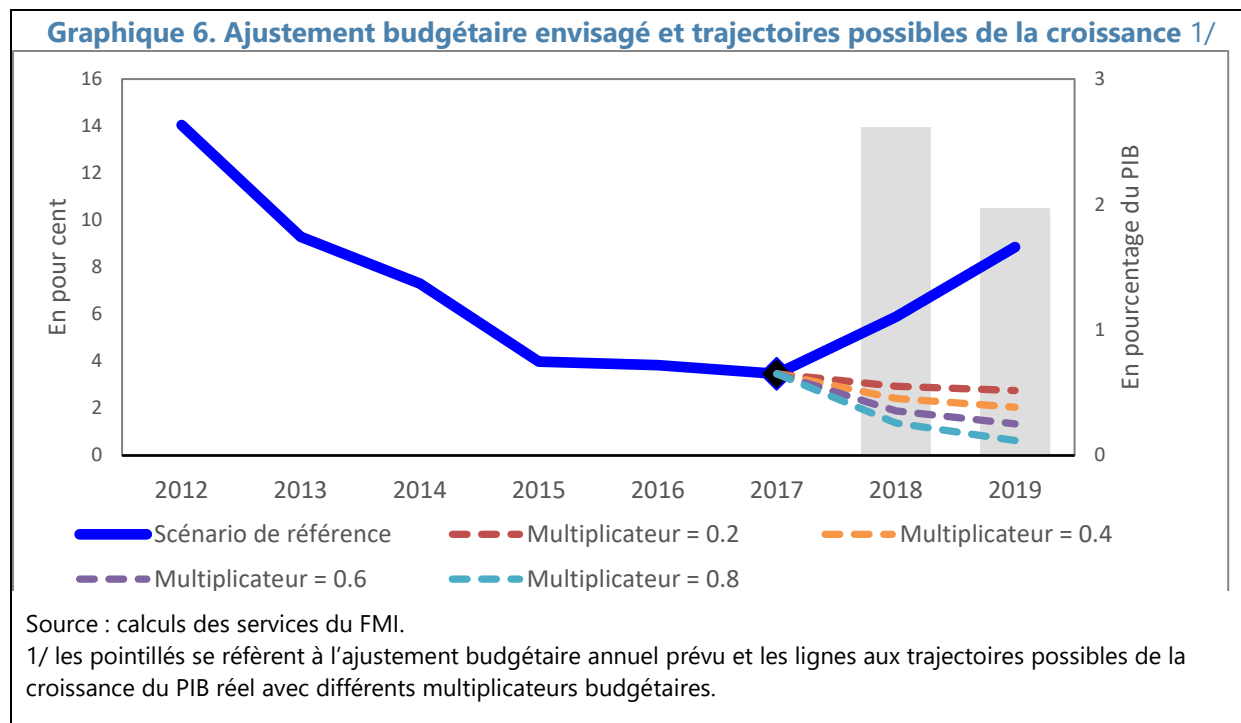
### C. Cohérence entre l'ajustement budgétaire et la croissance

**45. Le troisième outil de réalisme du CVD permet de juger la cohérence entre l'ajustement budgétaire envisagé et les hypothèses de croissance.** Une contre-performance de la croissance économique peut compromettre l'assainissement budgétaire<sup>21</sup>. Réciproquement, des préoccupations sont souvent exprimées quant à une sous-estimation de l'incidence d'une expansion budgétaire sur la production. Il est donc indispensable de disposer d'une image réaliste de l'incidence d'un assainissement et d'une expansion budgétaires sur la croissance et la dynamique d'endettement. Cet outil compare la projection de la croissance dans le cadre du scénario de référence à des trajectoires de croissance, qui retiennent l'impact budgétaire du dernier taux de croissance observé, cet effet étant calculé avec une fourchette de multiplicateurs budgétaires

<sup>21</sup>Voir Mauro et Villafuerte (2013).

(continued)

plausibles, en employant un paramètre par défaut de persistance de 0,6<sup>22</sup>. Le graphique 6 en donne une illustration.



**46. L'outil peut signaler une croissance optimiste/pessimiste quand sa trajectoire s'écarte sensiblement de celle calculée au moyen d'un multiplicateur typique d'un PFR** (de l'ordre de 0,4)<sup>23</sup>. Si la trajectoire de la croissance est conforme aux attentes, mais qu'on sait que l'économie peut subir des chocs réels connus (par exemple, des chocs sur les termes de l'échange), l'utilisateur doit aussi considérer l'impact de ces chocs. Dans l'exemple donné au graphique 6, l'écart très marqué entre la projection de croissance sous-tendant le scénario de référence et les projections générées à partir de différents multiplicateurs évoque un possible optimisme.

**47. Tout signal d'optimisme/de pessimisme éventuel doit être expliqué.** Une trajectoire différente peut être expliquée par : (i) une valeur différente du multiplicateur reflétant une composition différente de l'ajustement budgétaire, une autre source de financement, une autre combinaison de politiques macroéconomiques ou des situations économiques différentes (par exemple, une faiblesse dans les circuits externes ou dans le système financier qui tend à engendrer des multiplicateurs supérieurs) ; ou (ii) des chocs réels ou des mutations structurelles affectant

<sup>22</sup>La persistance détermine la durée de l'effet de l'ajustement budgétaire sur la croissance. Formellement, le calcul est basé sur la relation :  $\Delta g_t = \sum_0^t (\Delta PB_t) \cdot (m\rho^{t-1})$ , où  $\Delta g$  est la variation du taux de croissance du PIB,  $\Delta PB$  la variation du solde primaire,  $m$  l'amplitude du multiplicateur budgétaire et  $\rho$  la persistance. Pour plus de précisions, voir FMI et Banque mondiale (2017).

<sup>23</sup>Dans un PFR, on s'attend à ce que le multiplicateur soit faible, de l'ordre de 0,4. Voir PEM d'octobre 2017 du FMI : Afrique subsaharienne, FMI (2017b).

(continued)

l'économie (par exemple, des chocs sur les termes de l'échange ou la concrétisation de la production et de l'exportation de nouvelles ressources naturelles). Ainsi, l'utilisateur doit pouvoir expliquer la vive accélération de la croissance dépeinte dans le graphique 6. Les explications peuvent tenir, par exemple, à la mise en œuvre d'importantes réformes structurelles ou à l'émergence de chocs positifs. Si aucune explication ne peut être formulée, l'utilisateur doit envisager de réviser ses projections macroéconomiques du scénario de référence dans le cadre du processus itératif de construction d'une AVD<sup>24</sup>.

## D. Cohérence entre investissement public et croissance

**48. Le dernier outil de réalisme du CVD évalue la cohérence entre les hypothèses de croissance et d'investissement public.** Les projections doivent refléter de manière réaliste l'incidence de l'investissement public sur la croissance. Les défenseurs de la hausse de l'investissement public affirment que l'investissement productif, bien qu'il fasse croître les ratios d'endettement à court terme, peut générer une augmentation de la croissance économique, des recettes publiques et des exportations, entraînant ainsi une baisse des ratios d'endettement au fil du temps. Or, les rendements économiques élevés de projets individuels ne se traduisent pas systématiquement par des rendements macroéconomiques élevés. Les utilisateurs du CVD doivent donc évaluer soigneusement l'incidence d'une hausse de l'investissement public. Un certain nombre d'outils sont disponibles pour les aider à l'étudier et à modéliser cette relation de façon plus approfondie<sup>25</sup>.

**49. L'outil de réalisme du CVD utilise un cadre de comptabilisation de la croissance pour signaler l'optimisme/le pessimisme éventuel de la relation supposée entre l'investissement et la croissance.** Il décompose les taux de croissance anticipés en termes de contribution : (i) des variations du stock de capital public (résultant de l'investissement public) et (ii) de toutes les autres sources<sup>26</sup>. Les utilisateurs doivent s'assurer que la couverture du secteur public employée pour cette évaluation est comparable pour l'ensemble des données historiques et des prévisions<sup>27</sup>. Il est à noter que l'outil ne prend en considération que la couverture de l'investissement spécifié par l'utilisateur (si, par exemple, l'objectif est de refléter l'incidence des investissements effectués en utilisant un concept plus large du secteur public incluant les entreprises publiques, il faut que les

<sup>24</sup>Pour les modalités de choix des multiplicateurs budgétaires, voir FMI (2014a).

<sup>25</sup>Il est possible d'effectuer une analyse plus détaillée en dehors du CVD afin d'éclairer les programmes appuyés par le FMI, les diagnostics de la BM sur la croissance et plus généralement le dialogue relatif à la politique publique. Les outils disponibles sont : le modèle dette-investissement-croissance du FMI (voir Buffie et autres, 2012), son extension pour tenir compte des ressources naturelles (DIGNAR) (voir Melina et autres, 2016) et le modèle de la BM sur la croissance à long terme (voir Pennings, 2017). En outre, les économistes de la BM spécialistes de pays sont incités à effectuer des simulations en utilisant MFMod (voir BM (2015b)).

<sup>26</sup>L'outil décompose ces contributions selon la méthodologie de comptabilisation de la croissance où la variation de la croissance suit  $\frac{Y_t - Y_{t-1}}{Y_{t-1}} = \beta \frac{G_t - G_{t-1}}{G_{t-1}} + \varepsilon_t$ , tandis que  $\beta \frac{G_t - G_{t-1}}{G_{t-1}}$  représente la contribution des variations du capital public à la croissance et  $\varepsilon_t$  les contributions de tous les autres facteurs.  $\beta = 0,15$  est l'élasticité de la production. L'accumulation de capital public suit  $G_{t+1} = (1 - \delta)G_t + \phi i_{Gt}$  où  $\phi = 1$  est le paramètre d'efficacité de l'investissement public et  $\delta = 0,05$  la dépréciation. Les valeurs des paramètres proviennent d'études économiques empiriques. Pour plus de détails sur le modèle, voir FMI et BM (2017).

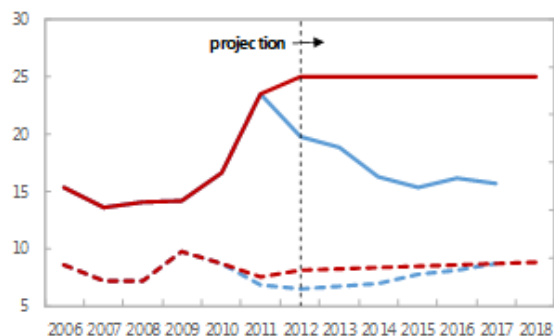
<sup>27</sup>C'est particulièrement approprié pour un pays en transition vers le MSFP 2014.

données sur l'investissement englobant à la fois les investissements de l'administration et des entreprises publiques).

**50. Le CVD génère deux graphiques dans le résultat présenté par le modèle** (graphique 7). Le premier montre les prévisions actuelles et antérieures du taux d'investissement public et privé. Le second utilise le cadre de comptabilisation de la croissance qui permet de comparer : (i) la contribution historique de l'investissement public à la croissance ; (ii) la prévision antérieure de la contribution de l'investissement public à la croissance et (iii) la prévision actuelle de la contribution de l'investissement public à la croissance.

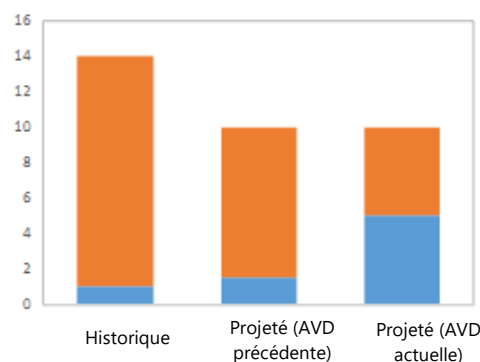
**Graphique 7. Réalisme de la relation entre l'investissement public et la croissance dans le cadre du scénario de référence**

**Taux de l'Investissement Public et Privé**  
(En pourcentage du PIB)



— Investissement public - AVD précédente  
— Investissement public - AVD actuelle  
- - Investissement privé - AVD précédente  
- - Investissement privé - AVD actuelle

**Contribution à la croissance du PIB réel**  
(Pourcentage, moyenne sur 5 ans)



■ Contribution d'autres facteurs  
■ Contribution de l'investissement public

Source : calculs des services du FMI.

1/ Le graphique de gauche indique les trajectoires entre les taux prévus d'investissement public et privé dans le cadre de deux « millésimes » d'AVD ; le graphique de droite compare la contribution simulée du capital public et d'autres facteurs à la croissance du PIB réel au cours de deux « millésimes » d'AVD sur la base de données historiques.

**51. L'outil croissance/investissement envoie un signal d'optimisme/de pessimisme éventuel quand :**

- Il y a une différence entre la nouvelle relation prévue entre l'investissement public et la croissance et la relation antérieurement prévue (basée sur l'AVD précédente).
- Il y a une différence entre la nouvelle relation prévue entre l'investissement public et la croissance et la relation historique calculée.

**52. En cas de signal d'optimisme/de pessimisme éventuel, l'utilisateur doit déterminer s'il y a une explication raisonnable à apporter.** Ainsi, les calculs sous-tendant l'outil reposent sur des estimations de l'efficacité de l'investissement et de l'incidence des variations du stock de capital sur la production (reposant sur une base de données de différents pays). L'utilisateur pourrait conclure que ces paramètres diffèrent de ce qui est supposé (par exemple, une efficacité élevée et une incidence accrue, dues au renforcement de la qualité des institutions ou à une meilleure hiérarchisation des priorités, pourraient entraîner des effets plus marqués). L'utilisateur pourrait également estimer que les variations de la relation décrites dans les graphiques résultent d'un changement du contexte macroéconomique : par exemple, la suppression d'un écart de production entre les « millésimes » des AVD pourrait laisser croire à une plus grande probabilité d'éviction (lorsque l'investissement public est compensé par une baisse de l'investissement privé). S'il n'y pas d'explication raisonnable, il faut que l'utilisateur se demande si les projections du scénario de référence ne devraient pas faire l'objet d'un ajustement dans le cadre du processus itératif de réalisation d'une AVD.

**53. Le graphique 7 illustre les résultats possibles de cet outil de réalisme.** Dans le cas présenté, on note une tendance haussière de l'investissement public et les nouvelles prévisions maintiennent cette tendance (contre une diminution anticipée précédemment). L'outil montre que la contribution de l'investissement public à la croissance est plus élevée dans l'AVD plus récente. Malgré cela, le taux de croissance économique est inférieur à la moyenne historique ; on doit donc se demander si ce phénomène pourrait s'expliquer par une contraction anticipée des autres sources de croissance de l'économie.

## E. Autres vérifications du réalisme

**54. Outre l'utilisation des instruments de réalisme offert par le CVD PFR, il existe d'autres moyens d'évaluer la crédibilité du scénario de référence.** Afin de renforcer la confiance dans le choix des hypothèses à court et à moyen terme sous-tendant le cadrage macroéconomique, l'utilisateur peut examiner les projections des principales variables macroéconomiques formulées par d'autres organisations internationales (par exemple, les BMD, les commissions régionales de l'ONU, l'OCDE) et d'autres sources d'information de cette nature (comme l'« Institute for International Finance », les banques d'investissement et les banques commerciales). Cet exercice permet de replacer les projections économiques du CVD PFR avec l'aide d'une fourchette de référents informés—mettant en évidence un excès d'optimisme/de pessimisme.

## V. CAPACITÉ D'ENDETTEMENT

*Après avoir vérifié comme il convient le réalisme du cadrage macroéconomique, il faut déterminer la capacité d'un pays à s'endetter. Il s'agit de définir les seuils d'endettement de l'encours et du service de la dette qui s'appliqueront lors de l'évaluation du degré de risques. On classe les pays au moyen d'un indicateur composite, qui repose sur des informations relatives au pays. Cette section explique comment ce classement est établi et comment il se traduit en seuils applicable à la dette extérieure PPG ainsi qu'à la dette publique totale.*

### A. Classement des pays : capacité d'endettement

**55. Le CVD s'appuie sur le cadrage macroéconomique ainsi que sur d'autres informations pour classer les pays en fonction de leur capacité à s'endetter.** La capacité est influencée par les politiques économiques mises en œuvre, la qualité des institutions, les performances macroéconomiques et les capacités à absorber les chocs. Le contexte international influe également sur cette capacité à s'endetter par le biais de la demande de produits d'exportation en provenance des PFR et des envois de fonds des travailleurs émigrés.

**56. Pour appréhender les différents facteurs influant sur la capacité d'un pays à s'endetter, le CVD utilise un indicateur composite (IC).** Celui-ci reflète l'incidence des différents facteurs en calculant la moyenne pondérée de cinq variables, notamment (i) la notation d'EPIN réalisée par la BM<sup>28</sup>, (ii) la croissance du PIB réel du pays, (iii) les envois de fonds, (iv) les réserves de change et (v) la croissance mondiale.

- Pour les membres d'une union monétaire, il est généralement approprié d'utiliser la couverture de réserves de change à l'échelle de l'union pour classer la capacité d'endettement d'un pays. Toutefois, lorsque des membres de l'union ont perdu effectivement l'accès aux réserves de change mutualisées ou sont sur le point de le perdre pendant une période prolongée, cette approche est susceptible de surestimer leurs réserves de change et donc leur capacité d'endettement. Le classement doit alors refléter le niveau des réserves imputées au pays, avec une valeur plancher de zéro [lorsque le niveau n'est pas disponible, on peut le calculer comme la base monétaire (monnaie émise à l'intention des banques dans le pays en question) minorée des avoirs intérieurs nets].

**57. On calcule l'IC selon la formule ci-dessous.** La probabilité de surendettement est corrélée positivement au niveau d'endettement et négativement à la qualité des institutions et des politiques publiques (mesurée par l'EPIN) et à d'autres facteurs relatifs au pays (croissance, réserves de change, envois de fonds). Une conjoncture extérieure propice (c'est-à-dire, la croissance mondiale) a une

<sup>28</sup>L'EPIN est un indice calculé annuellement par la BM pour tous les pays éligibles à l'IDA, notamment ceux autorisés à bénéficier d'un financement mixte. Il est composé de 16 indicateurs regroupés en quatre catégories : (1) la gestion économique ; (2) les politiques structurelles ; (3) les politiques axées sur l'inclusion sociale et l'équité ; (4) la gestion du secteur public et les institutions. On note les pays en fonction de leur situation actuelle au regard de chacun des critères de performance, les notations allant de 1 (le plus bas) à 6 (le plus élevé).

incidence importante sur la probabilité de surendettement d'un pays. On remarque également que le coefficient de la seconde variable (non linéaire) portant sur la couverture de réserves de change a le signe négatif attendu, ce qui signifie qu'au-delà d'un certain montant, la contribution de l'accumulation supplémentaire de réserves de change à réduire la probabilité de surendettement est moins efficace. Les pondérations sont calculées en faisant la moyenne des coefficients estimés dans les modèles probit pour chacun des quatre indicateurs d'endettement :

$$CI = \beta_1 CPIA + \beta_2 g + \beta_3 \frac{Env. de fonds des trav. émigrés}{PIB} + \beta_4 \frac{R. de change}{Importations} + \beta_5 \left( \frac{R. de change}{Importations} \right)^2 + \beta_6 g_W$$

où  $g$  et  $g_W$  sont respectivement la croissance du pays et la croissance mondiale, tandis que toutes les autres variables sont en pourcentage à l'exception de la notation d'EPIN.

$$\beta_1 = 0.385; \beta_2 = 2.719; \beta_3 = 2.022; \beta_4 = 4.052; \beta_5 = -3.990; \beta_6 = 13.520$$

**58. Le calcul de l'IC repose sur une moyenne des variables sur dix ans, cinq années de données historiques et cinq années de prévisions.** Cet horizon de dix ans assure un certain degré de stabilité dans le classement des pays, tout en lissant l'incidence des cycles économiques. L'utilisation de données historiques et de prévisions crée un équilibre approprié entre les performances passées et les perspectives d'un pays, garantissant que les améliorations ou faiblesses prévus par rapport à la performance passée se reflètent dans son classement. S'agissant de l'EPIN, qui est produite chaque année par la BM et pour laquelle il n'y a pas de prévision, la dernière valeur est maintenue constante au cours de la période de projection de cinq ans.

**59. Le modèle du CVD calcule automatiquement l'IC et indique les variations lors de chaque actualisation de l'AVD.** Le tableau 4 ci-dessous donne un exemple illustratif.

| Composants   | Coefficients (A) | Période actuelle              |                                    |                             | Période précédente     |                             |
|--|------------------|-------------------------------|------------------------------------|-----------------------------|------------------------|-----------------------------|
|  |                  | Valeur moyenne sur 10 ans (B) | Composants du score IC (A*B) = (C) | Contribution des composants | Composants du score IC | Contribution des composants |
| EPIN   | 0.385            | 3.09                          | 1.19                               | 42%                         | 1.17                   | 41%                         |
| Taux de croissance réel                                | 2.719            | 4.81 %                        | 0.13                               | 5%                          | 0.13                   | 5%                          |
| Transferts des migrants                                | 2.022            | 6.71 %                        | 0.14                               | 5%                          | 0.14                   | 5%                          |
| Réserves de change en mois d'importations              | 4.052            | 31.76 %                       | 1.29                               | 46%                         | 1.47                   | 52%                         |
| Réserves de change en mois d'importations <sup>2</sup> | -3.990           | 10.09 %                       | -0.40                              | -14%                        | -0.53                  | -19%                        |
| Croissance économique mondiale                         | 13.520           | 3.53 %                        | 0.48                               | 17%                         | 0.47                   | 16%                         |
| <b>Score IC</b>  |                  |                               | <b>2.82</b>                        | <b>100%</b>                 | <b>2.85</b>            | <b>100%</b>                 |

**60. L'IC détermine le classement des pays au sein de l'une des trois catégories : faible, moyenne, élevée<sup>29</sup>.** La capacité d'endettement d'un pays est considérée comme faible si son IC est inférieur à 2,69, moyenne s'il se situe entre 2,69 et 3,05 et élevée s'il dépasse 3,05.

**Tableau 5. Valeurs limites de l'IC pour le classement des pays**

| Score IC         | Classement des pays |
|------------------|---------------------|
| IC < 2.69        | Faible              |
| 2.69 ≤ IC ≤ 3.05 | Moyenne             |
| IC > 3.05        | Élevée              |

**61. Le calcul de l'IC doit s'appuyer sur les PEM du FMI, publiées semestriellement en octobre et avril, et sur l'EPIN publiée annuellement par la BM.<sup>30</sup>** L'IC peut être calculé une fois que les PEM ont été finalisées et ne change pas jusqu'à la finalisation d'une nouvelle édition des PEM<sup>31</sup>. Les envois de fonds doivent être cohérents avec les prévisions macroéconomiques des PEM<sup>32</sup>. Le calendrier de production des IC résulte du calendrier d'actualisation des cadrages macroéconomiques de tous les pays, ce qui assure une cohérence entre pays et au sein des pays, tout en réduisant le travail opérationnel des intervenants.

**62. L'utilisateur du CVD PFR ne doit réviser le classement d'un pays que si un surclassement ou un déclassement est maintenu lors des deux revues suivantes.** Afin de réduire les variations éventuelles dans l'évaluation des risques, dues à la volatilité des projections macroéconomiques, un nouveau classement nécessite que le changement perdure pendant deux revues consécutives. Par exemple, un pays ayant une capacité d'endettement moyenne en octobre

<sup>29</sup>Les valeurs limites de l'IC correspondent aux 25<sup>e</sup> et 75<sup>e</sup> percentiles de la distribution des valeurs de l'IC dans les PFR de 2005 à 2014. Les seuils numériques seront actualisés lors de la prochaine revue du CVD PFR par les conseils d'administration de la BM et du FMI.

<sup>30</sup>Le calcul de l'IC à la suite de la diffusion des PEM en octobre et en avril figure sur le site Web du CVD PFR, que l'on peut trouver à l'adresse <http://www.imf.org/external/pubs/ft/dsa/lic.aspx>. La base de données des PEM du FMI est consultable à l'adresse <http://www.imf.org/external/ns/cs.aspx?id=28>. Celle de l'EPIN de la BM, consultable à l'adresse <http://ida.worldbank.org/financing/ida-resource-allocation-index>, est actualisée au troisième trimestre de l'année calendaire. Si le recours aux prévisions macroéconomiques publiées par la BM aboutissait à une conclusion différente, les services de la BM et du FMI devraient en discuter et, en cas d'impossibilité de trouver un accord au niveau technique, se référer aux mécanismes habituels de résolution des différends.

<sup>31</sup>En juillet 2018, quand le cadre entrera en vigueur, les PEM d'avril 2017 s'appliqueront pour déterminer l'IC.

<sup>32</sup>En l'absence de données sur les envois de fonds provenant du cadrage sous-tendant les PEM, les utilisateurs pourraient utiliser la base de données des Indicateurs du développement mondial de la BM (<https://data.worldbank.org/data-catalog/world-development-indicators>) ou la base de données sur les migrations et les envois de fonds (<https://www.worldbank.org/en/topic/migrationremittancesdiasporaissues/brief/migration-remittances-data>) en vue d'obtenir des prévisions et appliquer le taux de croissance du pays pour les projections à long terme.

(continued)



serait reclassé comme ayant une capacité élevée si, l'année suivante, l'actualisation provisoire d'avril et l'actualisation d'octobre le plaçaient dans la seconde catégorie<sup>33</sup>.

## B. Seuils de la dette extérieure PPG

**63. Le CVD utilise des seuils indicatifs, liés au classement des pays, pour analyser le risque de surendettement extérieur.** Ces seuils sont des limites (déterminées statistiquement) au-dessus desquelles le risque de surendettement est considéré comme élevé<sup>34</sup>. La notation de risque extérieur est attribuée en comparant la trajectoire prévue des quatre indicateurs de la dette extérieure PPG à leurs seuils respectifs, à la fois dans le cadre du scénario de référence et des tests de résilience. Les seuils dépendent de la capacité d'endettement des pays. Ceux ayant une capacité supérieure bénéficient de seuils plus élevés, comme on le voit ci-dessous (Tableau 6) :

| Capacité d'endettement<br>(Classement IC) | VA de la dette extérieure PPG |              | Service de la dette extérieure PPG |          |
|---|-------------------------------|--------------|------------------------------------|----------|
|   | en pourcentage de             |              | en pourcentage de                  |          |
|   | PIB                           | Exportations | Exportations                       | Recettes |
| Faible                                    | 30                            | 140          | 10                                 | 14       |
| Moyenne                                   | 40                            | 180          | 15                                 | 18       |
| Élevée                                    | 55                            | 240          | 21                                 | 23       |

## C. Points de références de la dette publique totale

**64. Le CVD applique des points de références applicables à la dette publique totale afin d'avertir sur les risques d'une exposition plus générale à l'endettement.** Ces points de références, liées au classement des pays, contribuent à guider l'analyse des risques émanant de la dette intérieure<sup>35</sup>. La dette publique totale est la somme de la dette extérieure PPG et de la dette publique intérieure. Alors que la dette extérieure PPG reste la principale composante de la dette publique totale dans la plupart des PFR, une analyse systématique de la dette publique totale est nécessaire, car : (i) la dette intérieure est une source de financement de plus en plus importante dans de nombreux PFR (son caractère à court terme créant des risques de refinancement et de taux d'intérêt) ; (ii) les non-résidents ont augmenté leur participation aux marchés de dette locaux et régionaux, ce qui brouille la distinction entre dette intérieure et extérieure<sup>36</sup>. Les points de

<sup>33</sup>Au cours de la période de transition, il faudra calculer le premier IC sur la base des PEM d'avril 2018. Ainsi, un premier changement dans le classement de la capacité d'endettement ne pourrait avoir lieu qu'après avoir été confirmé par le calcul basé sur les PEM d'octobre 2018.

<sup>34</sup>Pour une explication plus détaillée des raisons pour lesquelles le CVD emploie ces seuils et de la méthodologie probit, voir FMI et BM (2017) ainsi que Kraay et Nehru (2006).

<sup>35</sup>On trouvera une présentation plus détaillée sur le rapport signal/bruit dans Kaminsky et Reinhart (1999).

<sup>36</sup> Un effacement de la distinction entre dette extérieure et intérieure est particulièrement probable dans les pays qui se servent du critère de la devise pour comptabiliser ces deux catégories ; dans ce cas, la dette libellée en devises est traitée comme une dette extérieure et la dette libellée en monnaie nationale comme une dette intérieure, que les détenteurs soient des résidents ou des non-résidents.

références de la dette publique totale varient selon la capacité d'endettement des pays de la façon suivante (Tableau 7) :

**Tableau 7. Points de références applicables à la dette publique totale**

| Capacité d'endettement<br>(Classement IC) | VA de la dette publique totale<br>en pourcentage du<br>PIB |
|---|--|
| Faible                                    | 35   |
| Moyenne                                   | 55   |
| Élevée                                    | 70   |

## VI. TESTS DE RÉSILIENCE

*Le CVD comporte des tests de résilience qui permettent d'évaluer la sensibilité des indicateurs de surendettement prévus à des changements d'hypothèses. Le modèle AVD applique automatiquement une série de tests de résilience afin d'examiner l'incidence de chocs temporaires sur l'évolution de ces indicateurs à la fois pour les AVD extérieure et publique. Il existe trois catégories de tests de résilience : les scénarios standardisés, adaptés et personnalisés. Les tests de résilience standardisés s'appliquent à tous les pays. Les tests adaptés tiennent compte des risques qui ne sont communs que pour un certain groupe de pays. Les scénarios personnalisés sont optionnels et peuvent être utilisés pour refléter les risques idiosyncratiques, le cas échéant. Le test de résilience le plus extrême guide la détermination mécanique du risque et, lorsqu'il mène à un dépassement du seuil de l'AVD, le signal passe de « faible » à « modéré » (section VII ci-dessous). Cette section présente les catégories de tests de résilience chacune à leur tour.*

### A. Tests de résilience standardisés

**65. Il existe six tests de résilience standardisés dans le CVD, chacun s'appliquant à la fois aux AVD extérieure et publique** (Tableau 8). Dans les tests de résilience standardisés, une variable est soumise à un choc et les valeurs post-choc des variables affectées sont intégrées à la projection du scénario de référence moins un écart type. Toutefois, si la moyenne historique est inférieure à la projection du scénario de référence, les valeurs post-choc sont fixées à la moyenne historique moins un écart type. Des interactions entre les principales variables sont modélisées en fonction d'hypothèses établies sur leurs élasticités croisées (voir Appendice VI). Ces interactions donnent plus de réalisme aux scénarios. Ainsi, le test modélisant une dépréciation du taux de change entraîne également une hausse de l'inflation et des exportations nettes.

| <b>Tableau 8. AVD extérieure et AVD publique : tests de résilience standardisés</b>  |  |
|--|--|
| <b>Conception et durée du choc</b>   | <b>Interactions entre le choc et d'autres variables</b>  |
| <b>Tests de résilience standardisés (chocs temporaires)</b>  |  |
| <p><b>B1. Croissance du PIB réel</b><br/>La croissance du PIB réel est fixée à sa moyenne historique minorée d'un écart type ou selon la projection du scénario de référence minorée d'un écart type, en retenant la plus basse de ces deux valeurs pour les deuxième et troisième années de la période de projection<sup>1</sup></p>  | <p>- L'inflation baisse avec une élasticité de 0,6 par rapport à la croissance réelle<sup>2</sup><br/>- Le solde primaire se dégrade, car le ratio recettes publiques/PIB reste le même que dans le scénario de référence alors que le ratio dépenses hors intérêts/PIB augmente, les dépenses étant maintenues au même niveau que dans le scénario de référence</p>   |
| <p><b>B2. Solde primaire</b><br/>Le ratio solde primaire/PIB est fixé à sa moyenne historique minorée d'un écart type ou selon la projection du scénario de référence minorée d'un écart type, en retenant la plus basse de ces deux valeurs pour la deuxième et la troisième années de la période de projection</p>   | <p>- Le coût des emprunts intérieurs augmente de 25 points de base pour 1 point de PIB de dégradation du solde primaire dans les PFR se finançant sur le marché intérieur<sup>3</sup><br/>- S'agissant des pays ayant accès aux marchés, le coût des emprunts commerciaux extérieurs augmente de 100 points de base pour 1 point de PIB de dégradation du solde primaire, ou de 400 points de base ; on retient la valeur la plus basse des deux<sup>2</sup><br/>- Le taux de croissance du PIB réel diminue avec une élasticité de 0,8 par rapport aux exportations<sup>2</sup></p> |
| <p><b>B3. Exportations</b><br/>La croissance des exportations nominales (en dollars US) est fixée à sa moyenne historique minorée d'un écart type ou selon la projection du scénario de référence minorée d'un écart type, en retenant la plus basse de ces deux valeurs pour la deuxième et la troisième années de la période de projection</p>   |  |
| <p><b>B4. Autres flux</b><br/>Les ratios transferts courants/PIB et IDE/PIB sont fixés à leurs moyennes historiques minorées d'un écart type ou selon la projection du scénario de référence minorée d'un écart type, en retenant la plus basse de ces deux valeurs pour la deuxième et la troisième années de la période de projection</p>  |  |
| <p><b>B5. Dépréciation</b><br/>Dépréciation nominale ponctuelle de 30 % de la monnaie nationale pendant la seconde année de la période de projection ou du montant nécessaire pour résorber l'écart estimé de surévaluation du taux de change réel, en retenant la plus élevée de ces deux valeurs</p>   | <p>- Les exportations nettes réelles en pourcentage du PIB augmentent avec une élasticité de 0,15 par rapport à la dépréciation réelle, à partir de l'année suivante à l'issue du choc<sup>4</sup><br/>- Répercussion sur l'inflation avec une élasticité de 0,3 l'année du choc<sup>2</sup></p>   |
| <p><b>B6. Combinaison des tests B1 à B5</b><br/>Application de tous les chocs individuels (B1 à B5) en ne retenant que la moitié de leur amplitude.</p>  | <p>Application des mêmes interactions présentées ci-dessus dans chaque test</p>  |
| <b>Scénario historique (choc permanent)</b>  |  |
| <p><b>A1. Historique</b><br/>Croissance du PIB réel, ratio solde primaire/PIB, déflateur du PIB, balance courante hors intérêts et flux nets d'IDE fixés à leurs moyennes historiques</p>  |  |
| <p>1/ Dans ce tableau, les moyennes historiques se réfèrent aux moyennes des 10 dernières années.<br/>2/ Sur la base d'une analyse circonstancielle des services du FMI.<br/>3/ Aisen et Hauner (2008) apportent des données probantes pour les marchés émergents.<br/>4/ FMI (2015a) constate qu'une dépréciation de 10 % du taux de change réel entraîne une amélioration de 1,5 point de pourcentage du ratio exportations nettes réelles/PIB l'année suivant le choc dans le cadre d'un échantillon de 60 pays développés et en développement.</p> |  |

**66. On peut adapter le calibrage des chocs et les élasticités de chaque test de résilience si les circonstances le justifient.** Une modification n'est en général pas souhaitable, car elle perturbe

la comparabilité entre les pays et la simplicité de l'interprétation. En outre, les chocs étant calibrés à partir des données historiques d'un pays ou des prévisions incluses dans le scénario de référence, les tests de résilience reflètent ainsi déjà certaines informations propres au pays. Toutefois, dans certaines circonstances exceptionnelles, les paramètres par défaut peuvent ne pas être appropriés, car ils ne reflètent pas les ruptures structurelles ou certaines caractéristiques du pays. On peut alors adapter le calibrage du choc et les interactions entre certaines variables (tout en donnant une explication dans le rapport de l'AVD).

**67. Outre les tests de résilience, l'AVD produit automatiquement un scénario historique qui sert à vérifier le réalisme du scénario de référence.** Le scénario historique modélise la trajectoire de la dette, qui résulterait du remplacement permanent des principales variables macroéconomiques du scénario de référence par leur moyenne historique sur dix ans. Si les ratios d'endettement du scénario de référence sont sensiblement inférieurs ou supérieurs à ceux du scénario historique, cela peut dévoiler un optimisme ou un pessimisme excessif par rapport à la performance historique du pays et doit être expliqué. Un écart important entre les trajectoires des indicateurs d'endettement des scénarios de référence et historique pourrait se justifier de façon plausible par l'existence de ruptures structurelles, comme la fin d'une guerre civile, ou par des améliorations permanentes, qui ne seraient pas reflétées adéquatement dans la moyenne historique, par exemple l'exploitation de nouvelles ressources naturelles ou l'épuisement d'une ressource naturelle ralentissant la croissance économique.

## B. Test de résilience sur les passifs conditionnels

**68. On applique à tous les pays un test de résilience modélisant l'existence de passifs conditionnels qui entraîne une hausse ponctuelle du ratio dette/PIB lors de la deuxième année de la projection.** Le choc a deux composantes : (i) une valeur de départ minimum établie à 5 % du PIB (représentant le coût moyen pour un État d'une crise financière dans un PFR depuis 1980 ; voir Laeven et Valencia (2013)) et (ii) une valeur adaptée tenant compte d'autres chocs éventuels émanant de composantes du secteur public non incluses dans la définition retenue de la dette publique. Cette valeur est proportionnelle à l'importance des expositions potentielles. Naturellement, il ne faut pas inclure dans le test de résilience les engagements imputables aux autres composantes du secteur public, qui sont déjà inclus dans le scénario de référence (par exemple, une garantie publique).

**69. En construisant la partie du calibrage modifiable du choc, le modèle fournit des paramètres par défaut qui peuvent être utilisés, mais l'utilisateur du CVD est en général censé pousser plus loin l'adaptation en tenant compte des circonstances spécifiques du pays.**

Rappelons de nouveau que le choc sectoriel ne s'applique que sur les dettes du secteur public qui ne figurent pas déjà dans la couverture retenue de la dette publique dans le cadre du scénario de référence :

- *Marché financier.* Comme on l'a mentionné ci-dessus, le choc par défaut/minimum est fixé à 5 % du PIB. L'utilisateur peut accentuer ce calibrage en prenant en compte la vulnérabilité du marché

financier du pays et en s'appuyant, par exemple, sur l'examen de la qualité des actifs ou sur les estimations de la recapitalisation des banques, le cas échéant.

- *Autres éléments de l'ensemble des administrations.* Le choc par défaut est fixé à 0 % du PIB, car les éventuels passifs sont propres à chaque pays et dépendent de la structure précise des administrations publiques. Pour adapter le calibrage, l'utilisateur doit examiner, entre autres, si des secteurs de l'administration publique ont généré dans le passé des passifs conditionnels ou s'ils ont actuellement des passifs qui pourraient être transférés à l'État.
- *Dettes des entreprises publiques.* Le choc par défaut est fixé à 2 % du PIB, soit la valeur médiane des dettes extérieures de ces entreprises recensées par une enquête des services du FMI effectuée en 2016. Comme on l'a mentionné ci-dessus, l'utilisateur doit d'abord vérifier le montant des garanties accordées aux entreprises publiques déjà pris en compte dans la définition de la dette publique sous-tendant le scénario de référence. En principe, cette composante du choc ne doit s'appliquer qu'à la dette non incluse dans le scénario de référence. Ensuite, il faut que l'utilisateur vérifie que le choc par défaut ne dépasse pas le montant de la dette des entreprises publiques non incluse dans le scénario de référence. Enfin, il doit examiner les anciennes dettes des entreprises publiques, qui ont été prises en charge par l'État et les prévisions des flux financiers de ces entreprises afin de déceler d'éventuels problèmes suscités par une dette trop élevée.
- *PPP.* Le choc par défaut (déclenché lorsque le stock de PPP dépasse 3 % du PIB) est estimé à 35 % du stock de capital des PPP d'un pays (il est représenté par la valeur actuelle des éventuels coûts budgétaires futurs résultant de difficultés et/ou de résiliations des PPP). Le stock de capital est dérivé de la base de données de la BM sur les PPP<sup>37</sup>. Pour recalibrer le choc, l'utilisateur peut examiner si des données historiques sur les PPP sont disponibles et vérifier s'il existe des informations laissant penser que le degré d'exposition, compte tenu du stock, pourrait être supérieur ou inférieur au chiffre de 35 % supposé dans le modèle<sup>38</sup>.

**70. Lorsque le test de résilience sur les passifs conditionnels va au-delà du paramétrage établi par défaut et inclut des composantes adaptées, le rapport de l'AVD doit expliquer clairement les hypothèses retenues pour le pays.** L'ampleur des chocs sera indiquée dans un des tableaux générés par le CVD (tableau 9).

<sup>37</sup>La base de données de la BM sur la participation du secteur privé aux infrastructures est disponible à l'adresse <https://ppi.worldbank.org/>. Voir également BM (2017).

<sup>38</sup>Des outils (modèle d'évaluation des risques budgétaires des PPP) sont disponibles pour l'utilisateur souhaitant évaluer les risques liés aux PPP avec plus de granularité (voir <http://www.imf.org/external/np/fad/publicinvestment/#4>).

| Tableau 9. AVD extérieure et AVD publique : couverture de la dette publique et paramétrage du test de résilience (adapté) sur les passifs conditionnels |                       |   |   |
|---|-----------------------|---|---|
| 1 Couverture de la dette publique du pays   |                       | p. ex la dette du gouvernement central et la dette garantie par le gouvernement central |   |
|   | Paramètres par défaut | Appliqué dans le cadre de l'analyse   | Raisons des écart par rapport aux paramètres par défaut |
| 2 Autres composantes de la dette du gouvernement central non reflétées en 1.  | 0 % du PIB            |   |   |
| 3 Dette des entreprises publiques (garantie et non garantie par le gouvernement) <sup>1/</sup>  | 2 % du PIB            |   |   |
| 4 PPP   | 35 % du stock des PPP |   |   |
| 5 Marché financier  | 5 % du PIB            |   |   |
|   | Total                 |   |   |

1/ Le calibrage du paramètre par défaut de 2 % du PIB sera déclenché pour les pays dont la dette garantie par le gouvernement n'est pas pleinement prise en compte dans la définition de la dette publique du pays en 1. Si l'avère que cette dernière est bien prise en compte en 1 et que les risques relatifs à la dette des entreprises publiques non garantie par le gouvernement sont considérés comme négligeables, une équipe spécialiste de pays peut envisager de réduire ce chiffre à 0 %.

## C. Autres tests de résilience adaptés

**71. D'autres tests de résilience adaptés s'appliquent aux pays exposés à un ensemble de risques spécifiques.** Les risques comprennent les catastrophes naturelles, la volatilité des prix des matières premières sur les marchés mondiaux et les pressions sur les marchés financiers. Les pays confrontés à ces risques sont automatiquement détectés par le modèle du CVD, à partir d'informations saisies par l'utilisateur ou de déclencheurs prédéterminés, selon les modalités suivantes (voir le tableau 10, qui présente aussi le calibrage des paramètres par défaut) :

- *Choc simulant l'impact d'une catastrophe naturelle.* Ce choc ne s'applique qu'aux petits États vulnérables face aux catastrophes naturelles (FMI 2016)<sup>39</sup> et aux PFR qui ont été frappés par ces catastrophes de 1950 à 2015 à une fréquence soutenue (2 catastrophes tous les 3 ans) et des pertes économiques importantes (plus de 5 % du PIB par an) et figurant dans la base de données EM-DAT<sup>40</sup>. L'utilisateur est censé ajuster les paramètres, si le scénario de référence reflète déjà l'incidence d'une catastrophe naturelle. Dans ce cas, l'utilisateur doit déduire du calibrage du choc les effets déjà pris en compte. Le choc est simulé en deuxième année de la projection (c'est-à-dire généralement l'année suivant celle de la réalisation de l'AVD).
- *Choc simulant la volatilité des cours des matières premières sur les marchés mondiaux.* Ce choc s'applique aux PFR pour lesquels les matières premières ont constitué au moins 50 % des exportations totales (de biens et de services) au cours des trois dernières années, selon les données saisies dans le modèle. Ce scénario évalue l'incidence d'une chute soudaine, équivalente à un écart type, des cours à l'exportation des matières premières énergétiques et non-énergétiques, le cas échéant (selon la distribution des prix des matières premières). Des interactions entre certaines variables ont été intégrées au choc sur la base d'analyses réalisées par les services et d'études récentes.

<sup>39</sup>Document de politique économique du FMI (2016), « La résilience des petits États aux catastrophes naturelles et au changement climatique – le rôle du FMI »

<sup>40</sup>Base de données internationale sur les catastrophes (EM-DAT) établie par le Centre pour la recherche sur l'épidémiologie des catastrophes (CRED) <http://www.emdat.be/>

- Dans le cas où un pays importe également une matière première, on peut saisir les exportations nettes de cette matière première. Si le pays importe un montant important de matières premières, potentiellement sujettes à la même variation des cours que celle des exportations, il faut adapter le test (en recalibrant le choc pour tenir compte du poids des importations) afin de considérer les effets d'atténuation sur la valeur des importations.
- *Choc simulant des pressions sur les financements de marché.* Il s'applique aux PFR ayant accès aux marchés, c'est-à-dire à ceux qui (i) ont émis des euro-obligations venant à échéance ou (ii) qui ont satisfait le critère d'accès aux marchés leur permettant un reclassement hors FRPC, mais ne l'ayant pas encore obtenu en raison de sérieux facteurs de vulnérabilité à court terme<sup>41</sup>. Ce choc évalue les risques de refinancement résultant d'un sentiment de dégradation de l'économie mondiale, d'une dépréciation nominale et temporaire du taux de change et d'un raccourcissement des maturités des nouveaux emprunts commerciaux extérieurs. Ce test complète le module « financements de marché » du CVD, qui considère également les risques de financements de marché dans le cadre du scénario de référence (voir section VII). Il est essentiel de savoir si les risques de marchés sont déjà pris en compte dans le scénario de référence, et pas seulement dans le test de résilience.

**72. L'utilisateur du CVD doit personnaliser ces tests.** Il peut s'appuyer sur l'expérience du pays lorsque ces chocs sont survenus dans le passé, ainsi que sur des apports émanant des autorités afin de concevoir des scénarios mieux adaptés à l'économie du pays. Le calibrage personnalisé des paramètres des tests *ne doit pas* intégrer d'éventuels financements sous forme de dons, sinon l'incidence du choc en serait limitée (cela entraînerait également une circularité dans l'analyse puisque les notations de risque influent sur les conditions de financement). Le modèle contient des paramètres par défaut calibrés à partir d'études empiriques et de moyennes transnationales ; les paramètres pouvant faire l'objet d'une modification sont clairement indiqués. Les paramètres utilisés sont indiqués dans un tableau de résultat du CVD. Tout ajustement effectué sur les paramètres par défaut doit être mentionné et expliqué dans le rapport de l'AVD.

## D. Scénarios entièrement construits sur mesure

**73. Pour d'autres risques non anticipés par le modèle, l'utilisateur du CVD peut simuler des scénarios personnalisés.** Le modèle offre la possibilité de simuler des trajectoires de la dette extérieure PPG et de la dette publique pour des analyses qui ne peuvent pas être préprogrammées du fait de leurs particularités ou de l'absence de données. En général, les résultats d'un test personnalisé seront pris en considération pour la notation du risque au même titre que ceux des autres tests de résilience (s'il s'avère être le test le plus extrême, le dépassement d'un seuil peut motiver le passage à une notation de risque modéré). Voici des exemples de situations où l'incorporation d'un test personnalisé peut être justifiée :

<sup>41</sup>Les pays sont considérés comme ayant accès aux marchés quand ils sont en mesure de se financer sur les marchés internationaux de façon durable et pour des montants substantiels. On trouvera une présentation plus détaillée des critères correspondants dans FMI (2017a).

- Des risques idiosyncratiques, comme une guerre civile ou une épidémie/une grave crise de santé publique. Le test de résilience portant sur la simulation d'une catastrophe naturelle peut constituer le point de départ d'un test personnalisé, sachant que les effets sont conceptuellement similaires.
- Des retards importants dans la réalisation de projets d'investissement, susceptibles d'avoir une incidence négative sur la croissance et les recettes publiques.
- Des risques macroéconomiques liés à une contagion (voir section VIII.F ci-dessous).
- Un dérapage de la politique économique qui pourrait aboutir à des trajectoires d'endettement très différentes.

**74. On peut également utiliser un scénario personnalisé pour évaluer et illustrer l'impact de besoins de financement supplémentaires et des risques inhérents.** Cet exercice n'influe pas sur la notation du risque. L'utilisateur doit bien préciser dans le rapport de l'AVD qu'il l'effectue cet exercice à des fins d'illustration. Voici plusieurs exemples :

- Lorsqu'un pays procède à une restructuration de sa dette susceptible d'engendrer des trajectoires d'endettement différentes, un scénario personnalisé permet d'illustrer l'impact de la restructuration.
- À des fins d'illustration de l'impact de dons additionnels (comme mentionné ci-dessus, la projection des dons dans le cadre du scénario de référence impose des contraintes, étant donné que certains créanciers utilisent les notations de risque de l'AVD pour déterminer leur enveloppe de dons).
- Un scénario lié à la réalisation des ODD constitue un autre exemple pertinent. L'utilisateur du CVD PFR nécessite des informations supplémentaires quant aux coûts connexes, doit estimer l'impact macroéconomiques de ces investissements additionnels et peut utiliser le modèle pour évaluer les différentes stratégies de financement possibles et les risques qu'elles comporteraient.



**Tableau 10. AVD extérieure et AVD publique : autres tests de résilience adaptés**

| Déclencheur   | Conception du scénario et interactions   |
|---|--|
| <p><b>Catastrophes naturelles</b><br/>Petit PFR exposés aux catastrophes naturelles comme indiqué dans un document du conseil d'administration du FMI sur les petits États (2016)<sup>1</sup> ainsi que les PFR qui répondent, de 1950 à 2015, aux critères de fréquence (à peu près deux catastrophes tous les trois ans) et de pertes économiques (plus de 5 % du PIB par an), selon ce qui est inscrit dans la base de données EM-DAT.</p>   | <p><i>Choc ponctuel de 10 points de PIB sur le ratio dette/PIB lors de la deuxième année de projection<sup>2</sup></i></p> <p><i>Interactions :</i><br/><i>La croissance du PIB réel et celle des exportations diminuent de respectivement 1,5 et 3,5 points de pourcentage l'année du choc<sup>3</sup></i></p>  |
| <p><b>Cours des matières premières</b><br/>PFR dont les exportations de matières premières ont représenté au moins 50 % des exportations totales (de biens et de services) au cours des trois dernières années.</p>   | <p><i>Lors de la deuxième année de projection, les exportations de matières premières subissent le choc d'une baisse des cours dont l'écart par rapport au scénario de base se résorbe progressivement au bout de six ans<sup>4</sup>. Pour les exportations énergétiques et non énergétiques, cet écart est multiplié par leurs exportations respectives de ces produits.</i></p> <p><i>Interactions :</i><br/><i>La croissance du PIB réel est réduite de 0,5 point et le ratio recettes publiques/PIB de 0,75 point pour chaque contraction des cours de 10 points, pendant les trois premières années du choc<sup>5</sup>. L'écart converge vers le cours du scénario de référence en six ans. Le déflateur du PIB diminue suite à la baisse des cours des matières premières lors de la première année du choc, puis converge vers le scénario de référence en six ans.</i></p> |
| <p><b>Financements de marché</b><br/>PFR qui (i) ont émis des euro-obligations venant à échéance ou (ii) qui ont satisfait le critère d'accès aux marchés leur permettant un reclassement hors FRPC, mais ne l'ayant pas encore obtenu en raisons de sérieux facteurs de vulnérabilité à court terme.</p>   | <p><i>Une hausse de 400 points de base (maintenue pendant trois ans à partir de la deuxième année de projection) du coût des nouveaux emprunts commerciaux extérieurs et un raccourcissement des maturités de ces emprunts (échéances ramenées à 5 ans ou à deux tiers des échéances anticipées dans le scénario de base, en retenant la plus courte de ces valeurs, avec ajustement proportionnel des périodes de grâce) et une dépréciation ponctuelle du taux de change équivalant à 15 % lors de la deuxième année de projection<sup>6</sup></i></p>   |
| <p>1/ Cette liste correspond aux pays extrêmement ou très vulnérables aux catastrophes naturelles, tels qu'ils sont définis dans un document du conseil d'administration du FMI sur les petits États, voir FMI (2016).</p> <p>2/ En se référant à la variation médiane du ratio de la dette publique/PIB un an après la survenue de la catastrophe naturelle par rapport à son niveau avant le choc, dans tous les épisodes présentant des pertes économiques mesurées d'au moins 5 % du PIB, et en utilisant des données qui figurent sur la base de données « Emergency events » (EM-DAT).</p> <p>3/ Sur la base d'analyses d'événements graves réalisés par les services, qui comparent les performances en matière de croissance médiane du PIB et des exportations lors de l'année où la catastrophe naturelle a survécu avec la moyenne de celles des 10 années précédentes en utilisant le même échantillon de pays qui a permis de calibrer l'amplitude du choc.</p> <p>4/ On définit l'écart du cours comme la différence entre le cours des matières premières sous-tendant le scénario de référence en deuxième année de la projection et la limite inférieure de l'intervalle de confiance de 68 % (équivalant à moins un écart type) dans la distribution des prévisions du FMI sur les cours des matières premières énergétiques et non énergétiques (voir <a href="http://www.imf.org/external/np/res/commod/index.aspx">http://www.imf.org/external/np/res/commod/index.aspx</a>).</p> <p>5/ L'amplitude et la durée de ces réactions s'inspirent de l'analyse des phases de chute des prix des matières premières dans un échantillon de 34 PFR bien dotés en ressources naturelles, de 1990 à 2015. Les élasticités s'inscrivent dans la fourchette d'estimations que l'on trouve dans les études économiques (par exemple, FMI (2012, 2015b), Spatafora et Samake (2012), Céspedes et Velasco (2013)), et sont conformes à celles utilisées par le FMI dans son exercice de vulnérabilité à l'intention des PFR.</p> <p>6/ Sur la base d'une analyse circonstancielle par les services du FMI des réactions médianes à proximité des périodes de surendettement extérieur, de 1995 à 2015.</p> |  |

## VII. SIGNAUX DE RISQUES

*La comparaison entre les indicateurs d'endettement et les seuils dans le CVD donne des signaux sur le risque de surendettement. Il existe également un autre signal, qui reflète l'exposition du pays à des financements de marché dans le cadre du scénario de référence en s'appuyant sur des valeurs de référence. Ces signaux de risque constituent la première étape fondamentale pour comprendre la notation finale de surendettement d'un pays.*

### A. Signal de notation du risque extérieur

**75. On détermine le signal du risque de surendettement public extérieur, qui est issu d'un modèle,** en comparant la trajectoire des indicateurs de la dette extérieure PPG à leurs seuils indicatifs pendant les dix premières années de la projection, dans le cadre du scénario de référence et des tests de résilience (la période de projection allant de la 11<sup>e</sup> à la 20<sup>e</sup> année peut être prise en compte dans certaines circonstances, comme on l'explique à section VIII ci-après). S'agissant des tests de résilience (standardisés, adaptés et personnalisés), seuls les résultats du test de résilience le plus extrême comptent<sup>42</sup>. Le signal de risque est exprimé comme suit :

- **Risque faible de surendettement extérieur** si aucun des indicateurs de la dette extérieure PPG ne dépasse son seuil respectif dans le scénario de référence ou lors du test de résilience le plus extrême.
- **Risque modéré de surendettement extérieur** si aucun des indicateurs de la dette extérieure PPG ne dépasse son seuil respectif dans le scénario de référence, mais qu'au moins un indicateur dépasse son seuil dans les tests de résilience.
- **Risque élevé de surendettement extérieur** si l'un des indicateurs de la dette extérieure PPG dépasse son seuil dans le scénario de référence.

### B. Signal de risque global de surendettement public

**76. Le CVD donne aussi un signal de risque global de surendettement public.** On le calcule au moyen d'informations conjointes tirées des cinq indicateurs d'endettement : les quatre de la composante « dette extérieure », qui sont comparés à leurs seuils indicatifs, et le ratio de la VA de la dette publique au PIB qui est comparé à son point de référence indicatif (voir tableau 7). Le signal de risque est exprimé comme suit :

- **Risque faible de surendettement public global** si la dette extérieure PPG est assortie d'un signal de risque faible et si le ratio dette publique totale/PIB reste inférieur à son point de référence dans le cadre du scénario de référence et du choc le plus extrême.

<sup>42</sup>Le test de résilience le plus extrême est celui qui génère le niveau d'endettement le plus élevé durant les dix premières années de projection.

- **Risque modéré de surendettement public global** si la dette extérieure PPG est assortie d'un signal de risque modéré ou faible et si l'indicateur de l'encours de la dette publique dépasse son point de référence dans le cadre des tests de résilience.
- **Risque élevé de surendettement public global** si l'un des quatre indicateurs de l'endettement extérieur ou l'indicateur de la dette publique totale dépassent leurs seuils ou points de référence respectifs dans le scénario de référence.

### C. Signal émanant de l'exposition à des financements de marché

**77. Pour les PFR ayant accès aux financements de marché, le cadre génère un signal supplémentaire qui reflète les tensions possibles du marché financier dans le scénario de référence.** Les valeurs de référence ne sont calculées que pour les pays ayant un accès substantiel aux financements de marché. Les mêmes critères, que ceux utilisés pour le test de résilience portant sur une simulation de pressions sur les financements de marché, ont été retenus (voir section VI ci-dessus). Les tensions sur les marchés coïncident souvent avec l'existence de besoins de liquidités élevés et une détérioration du climat des marchés. Dans ce module, les besoins de liquidités à court terme (mesurés par les besoins de financement publics bruts anticipés dans le scénario de référence pour les trois premières années de projection) et la perception des marchés au moment même (mesurée par le dernier écart de rendement EMBI) sont comparés à des valeurs de référence respectives, comme indiquées ci-dessous (voir tableau 11)<sup>43</sup>.

| BFB publics | EMBI   |
|-------------|--------|
| 14 % du PIB | 570 pb |

**78. Les signaux de risque générés par le module examinant les financements de marché comportent les informations suivantes :** un dépassement des deux valeurs de référence signifierait de vives tensions sur les marchés financiers résultant de besoins de liquidités accrus et d'une détérioration du climat des marchés. Un dépassement de l'un des deux indicateurs signifierait des tensions modérées sur les marchés. Si aucun indicateur n'est dépassé, c'est le signe que les risques liés aux marchés financiers sont faibles. Ces informations constituent un apport lors du recours au jugement pour la détermination finale de la notation du risque.

<sup>43</sup>L'utilisateur du CVD doit noter que les écarts de rendements EMBI ne sont disponibles que pour les PFR ayant accès aux marchés internationaux depuis longtemps. S'agissant des PFR ayant accès aux marchés, mais pour lesquels on ne dispose pas de données sur les écarts de rendements EMBI, on peut donc considérer un dépassement du seuil des besoins de financement bruts comme une alerte précoce émanant d'éventuelles tensions du marché financier.

## VIII. LE RECOURS AU JUGEMENT

*Outre la notation automatiquement générée par le CVD, le recours au jugement peut s'avérer nécessaire pour parvenir à une notation finale du risque. Le jugement peut contribuer à évaluer notamment l'ampleur des dépassements des seuils et les facteurs propres au pays, qui ne sont pas complètement pris en compte par le modèle.*

### A. Dépassements temporaires et marginaux

**79. Les dépassements temporaires uniques (1 an) doivent être écartés de l'analyse, mais peuvent être réintégrés lors de l'exercice du jugement dans certaines circonstances particulières.** Ces dépassements résultent le plus souvent d'un remboursement in fine d'euro-obligations. Les dépassements temporaires, pendant les premières années de projections, sont plus préoccupants que ceux ayant lieu dans un futur lointain. Les dépassements à un horizon plus éloigné peuvent être corrigés par le biais d'opérations de gestion de la dette afin de lisser le profil du service et/ou de constituer des réserves pour satisfaire les obligations de paiement. En général, les dépassements qui ont lieu dans un futur très proche doivent être pris en compte lors de la détermination de la notation du risque, à moins qu'il n'existe des facteurs d'atténuation. Ces derniers incluent des coussins d'actifs financiers liquides (section VIII.D) ou un historique d'accès aux marchés financiers en vue de mobiliser des montants comparables.

**80. Les dépassements marginaux apportent un signal de risque, mais peuvent être écartés lors de l'exercice du jugement, le cas échéant.** Pour les dépassements temporaires de faible ampleur qui durent plus d'un an, l'utilisateur doit examiner si les circonstances sont suffisamment atténuantes. Il peut s'agir : (i) de la période du dépassement (le futur lointain étant moins préoccupant) ; (ii) de l'ampleur des dépassements (le nombre d'indicateurs touchés) ; (iii) de la dynamique des dépassements (de fortes hausses des indicateurs dans le passé sont plus préoccupantes) et (iv) du degré de confiance dans les prévisions macroéconomiques. Tout écart par rapport au signal mécanique doit s'appuyer sur la disponibilité de données probantes suffisantes et sur une analyse de la pertinence des facteurs d'atténuation. Le module « approche par les probabilités » du CVD permet de mieux maîtriser les épisodes de dépassement limité et temporaire, si on le souhaite, car il prend en compte des informations propres au pays (annexe VII).

### B. Facteurs de vulnérabilité émanant de la dette intérieure et des financements de marché

**81. Quand l'analyse de la dette publique indique un signal de risque élevé, il faut se demander s'il doit influencer sur la notation finale des risques extérieurs.** Si la dette extérieure n'est pas définie sur la base du critère de la résidence, l'utilisateur doit essayer de collecter des informations sur les détenteurs de titres publics libellés en monnaie locale. Si les non-résidents représentent une part importante de l'encours et/ou des flux projetés de la dette, la question des risques extérieurs peut devoir être réexaminée, étant donné que le service de la dette et son remboursement nécessitent des transferts nets de ressources vers l'étranger. De façon plus générale,

un surendettement public et un service de la dette totale élevé peuvent exercer de fortes pressions sur les dépenses primaires prioritaires ; l'utilisateur du CVD doit donc évaluer si la situation du pays est telle que le service de la dette extérieure et les dépenses primaires prioritaires (filet de sécurité sociale, salaires, pensions, etc.) ne puissent plus être honorés, compte tenu des paiements au titre du service de la dette intérieure.

**82. En cas de signal de risque élevé associé à des tensions sur les marchés financiers, il faut se demander s'il pourrait peser sur les risques de surendettement extérieurs et globaux.** À titre d'exemple, on peut craindre une incidence négative sur ces deux risques s'il s'avère que les besoins importants de financement bruts représenteraient de nouveaux emprunts nets élevés (dus, par exemple, à un lourd déficit budgétaire) que le marché ne pourrait peut-être pas absorber. Dans ces conditions, l'utilisateur doit examiner : (i) quelle est l'origine du besoin de liquidité ; (ii) quelle est la composition de la base de créanciers (qui détient la dette qu'il faut refinancer) et (iii) quels sont les créanciers censés apporter des financements à la marge.

### C. Dette extérieure privée

**83. L'utilisateur du CVD PFR doit toujours évaluer si un niveau élevé de dette extérieure non garantie pourrait exposer davantage l'État à des passifs conditionnels et si le risque implicite est assez significatif pour justifier un changement des notations des risques extérieurs ou globaux.** Un excès d'emprunts extérieurs contractés par le secteur privé non financier peut alourdir indirectement la dette du secteur public dans la mesure où l'incitation à liquider des positions de change ouvertes entraîne une dépréciation de la monnaie nationale. Un excès d'emprunts extérieurs par le secteur bancaire et/ou un déséquilibre important entre les monnaies de libellé de ses actifs et de ses passifs pourraient créer un problème systémique et obliger l'État à intervenir directement et à recapitaliser, ce qui aurait des conséquences directes sur l'émission de la dette publique. Il convient que l'utilisateur soit particulièrement attentif à toute augmentation récente ou future de la dette extérieure. Il doit aussi examiner si le secteur privé détient des actifs liquides et facilement mobilisables, susceptibles d'atténuer les risques, le cas échéant, et en tenir compte. L'examen des implications peut être réalisé dans le cadre du test portant sur les passifs conditionnels ou dans un scénario personnalisé. Lorsque peu de données sur la dette extérieure privée sont disponibles et que d'autres sources indirectes de données doivent être exploitées, il convient de le mentionner dans le rapport d'AVD.

### D. Disponibilité d'actifs financiers liquides

**84. Si l'État possède des actifs financiers significatifs qui pourraient être liquidés pour assurer le service de la dette, la référence à la dette brute exagère peut-être les risques de surendettement d'un pays.** Il n'est pas possible de présenter l'AVD sur la base de la dette nette, et non brute, car cela oblige implicitement à retenir l'hypothèse très incertaine que les actifs et les passifs de l'État se compensent parfaitement, ce qui n'est pas toujours le cas à cause des décalages

de liquidité et de l'asymétrie des monnaies<sup>44</sup>. Toutefois, on peut tenir compte de ces avoirs lorsque l'on a recours au jugement.

**85. En général, lorsque les actifs de l'État sont déjà constitués ou facilement disponibles, et suffisants pour couvrir les dépassements des seuils, ils peuvent être considérés comme des facteurs compensatoires.** L'utilisateur doit évaluer avec soin les caractéristiques des actifs de l'État jugés comme facteurs compensatoires et exposer intégralement l'analyse dans le rapport de l'AVD. À ce propos :

- Les actifs doivent être suffisamment liquides (c'est-à-dire grevés d'aucune charge et pouvant être cédés rapidement à des prix reflétant une valeur équitable). Les dépôts en devises et les sommes placées dans des fonds d'amortissement remplissent en général cette condition (sous réserve que leur mobilisation n'entraîne pas une dégradation de l'adéquation des réserves)<sup>45</sup>.
- Quand les actifs sont libellés en monnaie locale, il faut tenir compte : (i) du montant minimum de dépôts nécessaire (compte tenu des délais habituels d'encaissement des chèques) ; (ii) de la possibilité de retirer des dépôts des institutions financières nationales sans créer de tension systémique et (iii) de la possibilité de les échanger sans effet sur le taux de change (la banque centrale dispose-t-elle de réserves excédentaires ?).
- Les actifs illiquides, tels que les participations dans des sociétés publiques et les ressources naturelles non exploitées, ne peuvent pas infléchir directement les risques liés à la dette et ne doivent pas être en général considérés comme un facteur d'atténuation.
- Les actifs détenus dans des fonds souverains (ou des fonds de stabilisation) et dans d'autres fonds extrabudgétaires peuvent être pris en compte. Toutefois, il est important de prendre en considération les obstacles quant à l'utilisation de ces actifs – si la loi ne permet pas de les prélever pour rembourser la dette ou en assurer le service, ils doivent être exclus.

**86. Si la présence d'actifs influe sur les conclusions d'une AVD, leur montant doit être mentionné dans le rapport de cette AVD.** L'utilisateur peut faire ajouter le montant de la dette nette ainsi que les actifs comme postes pour mémoire dans les tableaux du CVD. On notera que les prévisions concernant les actifs doivent être cohérentes avec les projections budgétaires au-dessus et en dessous de la ligne (leur augmentation n'est possible qu'avec un excédent au-dessus de la ligne ou en dessous de la ligne, c'est-à-dire dû à des emprunts excessifs ou à des cessions d'actifs).

<sup>44</sup>Arbelaez et Sobrinho (2017) expliquent comment la fonction d'augmentation de la capacité d'endettement des actifs de l'État varie selon leurs caractéristiques. La majorité des études empiriques sur ce sujet porte sur les économies avancées et les marchés émergents (voir <http://www.imf.org/~media/Files/Publications/WP/2017/wp17173.ashx>)

<sup>45</sup>Même les dépôts ne sont pas facilement disponibles en totalité puisqu'un État a besoin d'un certain montant de liquidités pour effectuer ses activités courantes.

## E. Considérations à long terme

**87. Dans des circonstances exceptionnelles, des dépassements de seuils de la 11<sup>e</sup> à la 20<sup>e</sup> année pourraient justifier un changement de la notation du risque.** Dans le CVD PFR, les dépassements censés se produire de la 11<sup>e</sup> à la 20<sup>e</sup> année de projection ne donnent normalement pas lieu à un abaissement de la notation. Toutefois, il est possible d'envisager une modification de la notation quand : (i) on s'attend à ce que ces dépassements soient importants et persistants, et qu'ils entraînent donc des différences sensibles par rapport aux moyennes historiques et (ii) aient une forte probabilité de se produire, bien que dans l'avenir lointain. Des situations de ce type pourraient résulter d'évolutions qui ne se prêtent pas facilement aux interventions publiques ; par exemple, le changement climatique, le vieillissement de la population, des modifications connues des cadres de concertation portant sur le financement des bailleurs de fonds ou l'épuisement anticipé de ressources naturelles. L'utilisateur doit justifier clairement le changement de notation, qui est guidé par un dépassement sur le long terme, et expliquer notamment pourquoi on s'attend à ce que ce dépassement soit important, persistant et très probable.

## F. Autres considérations

**88. Il y a d'autres circonstances propres aux pays qui peuvent justifier un recours au jugement au-delà des résultats du CVD.** S'il s'avère que les tests automatisés du CVD ne reflètent pas d'importantes considérations propres au pays, qui peuvent alimenter l'analyse sur la notation du risque, l'utilisateur doit chercher à illustrer son jugement par le biais d'un scénario personnalisé. Les principaux points à prendre en compte sont :

- **Les conflits, la fragilité et la violence :** les pays en proie à des conflits ont souvent des institutions et des politiques très déficientes, ce qui peut fausser leur notation du risque de surendettement. Pour mieux évaluer ce risque dans les pays qui souffrent de fragilités, de conflits et de violence (FCV)<sup>46</sup>, les équipes sont encouragées à refléter les défis propres à ces pays au moyen d'autres scénarios personnalisés.
- **Mécanismes de mutualisation des réserves.** Les membres d'une union monétaire ou d'un accord financier régional (par exemple, d'un accord de swap) peuvent obtenir une meilleure protection de leur balance des paiements en mettant en commun leurs réserves. Cette mutualisation est un facteur d'atténuation, quand la couverture des importations par les réserves est adéquate à l'échelle de l'union et quand le membre en question de cette union n'a pas perdu l'accès aux réserves mutualisées. Bien sûr, si l'on juge que l'union monétaire elle-même a un problème de viabilité, il faut en tenir compte dans les AVD de chaque membre. En ce qui concerne les mécanismes de swap, ils ne constituent pas un facteur d'atténuation s'ils sont largement/intégralement utilisés.

<sup>46</sup>Le Groupe de la BM définit ces pays comme ceux ayant a) soit une notation d'EPIN moyenne harmonisée de 3,2 ou moins, b) soit une mission de maintien de la paix de l'ONU et/ou régionale présente sur leur territoire.



- **Existence d'accords de type assurance et d'instruments financiers conditionnels.** Certains bailleurs de fonds offrent des prêts anticycliques et on trouve aussi dans les contrats obligataires des aspects conditionnels (par exemple, des clauses relatives à la survenue d'ouragans). Ces contrats doivent surtout être bien modélisés dans un scénario personnalisé alternatif, de sorte que leur incidence soit prise en compte. Toutefois, les facteurs d'atténuation qu'ils apportent peuvent contribuer à une perception globalement plus bénigne des risques dans une situation où les dépassements ne sont que marginaux par rapport au scénario de référence.
- **Degré de confiance dans le scénario macroéconomique de référence.** Il convient de veiller au degré de confiance à l'égard des hypothèses du cadrage macroéconomique (le « graphique en éventail » implicite). Plus le scénario de référence est incertain, plus il est probable que les indicateurs d'endettement excéderont les seuils à un certain moment et demeureront excessifs. Les outils de réalisme fournissent certaines indications quant au degré d'incertitude entourant le scénario macroéconomique de référence et poussent à formuler des explications lorsque des incertitudes s'affichent. D'autres risques macroéconomiques pourraient aussi peser sur le degré de confiance à l'égard du scénario de référence, notamment des risques de contagion provenant de partenaires commerciaux ou des retards dans l'exécution de projets d'investissement (dans les pays ayant des besoins importants en ce domaine et de faibles capacités d'exécution). Ces risques macroéconomiques propres à certains pays peuvent aussi être illustrés dans l'évaluation finale (idéalement par le biais d'un scénario personnalisé auquel on donne un poids approprié).
- **Autres considérations.** On encourage les équipes spécialistes des pays à envisager d'autres événements déclencheurs dont la matérialisation pourrait avoir des effets sur la viabilité de la dette extérieure publique. Les équipes peuvent s'inspirer, par exemple, de la matrice d'évaluation des risques préparée dans le cadre de la consultation au titre de l'Article IV du FMI.

## VIII. NOTATIONS FINALES DU RISQUE

*Les utilisateurs du CVD sont censés conjuguer les signaux émanant du modèle sur le risque de surendettement à l'exercice du jugement fondé sur la connaissance du pays pour arriver à une évaluation finale du risque de surendettement extérieur et du risque de surendettement global. La notation du risque de surendettement extérieur reste le principal produit du CVD, alors que la notation du risque global est considérée comme une information supplémentaire.*

**89. Après avoir procédé à l'évaluation basée sur les résultats du modèle (décrite à la section VII) et décidé si l'exercice du jugement la modifie de quelque façon que ce soit (comme on le décrit à la section VIII), l'utilisateur du CVD PFR est censé donner :**

- Une notation finale du risque de surendettement extérieur : faible, modéré, élevé.
- Une notation finale du risque de surendettement global : faible, modéré, élevé.



- L'évaluation résumée figurant dans le rapport de l'AVD doit expliquer comment les utilisateurs sont arrivés à leurs conclusions (y compris les raisons pour lesquelles ils se sont écartés des signaux mécaniques du risque générés par le modèle).

**90. Un pays doit être noté comme « en surendettement » lorsqu'un évènement qui caractérise le surendettement a déjà eu lieu** (sous certaines réserves) :

- Pour la notation extérieure, quand il y a des négociations en cours ou imminentes sur la restructuration de la dette ou des arriérés de paiement sur la dette extérieure.
- Pour la notation de risque global, quand il y a surendettement extérieur et/ou quand il y a des négociations en cours ou imminentes sur la restructuration de la dette intérieure ou des arriérés de paiement sur la dette intérieure.
- Les réserves sont les suivantes :
  - Les négociations sur la restructuration de la dette excluent les opérations volontaires de reprofilage basées sur le marché.
  - Dans certaines circonstances étroitement définies, l'existence d'arriérés de paiement peut ne pas conduire à ce qu'un pays soit déclaré comme surendetté. Il s'agit : (i) des cas où les montants sont minimes (arriérés inférieurs à 1 % du PIB) ; (ii) des cas où les arriérés résultent de problèmes techniques de paiement ou d'obstacles au paiement (par exemple liés à des sanctions), de contestation de créances, de désaccords diplomatiques, de difficultés à déterminer les contreparties appropriées pour le paiement ou d'une gestion déficiente de la dette (arriérés *techniques*) ; (iii) d'arriérés à l'égard de créanciers bilatéraux publics dans le cadre de la mise en œuvre d'un accord d'allègement de la dette ou (iv) d'arriérés à l'égard de créanciers privés quand la restructuration de la dette auprès de la majorité d'entre eux est achevée et quand on estime que le gouvernement est engagé dans des négociations « de bonne foi » avec ceux qui n'ont pas encore signé l'accord.
  - Quand il y a d'importants arriérés de paiement à l'égard de *fournisseurs de biens et de services*, étrangers ou nationaux, cela pourrait motiver une classification de surendettement dans de rares circonstances. Il faudrait juger que le non-paiement des fournisseurs résulte de l'insolvabilité de l'État et/ou de problèmes de liquidité (c'est-à-dire que ces arriérés constitueraient des emprunts forcés de l'État sans lesquels il ferait défaut).

**91. On peut également considérer un pays comme surendetté quand l'AVD indique un risque élevé de surendettement important.** Cette situation peut survenir lorsqu'un pays affiche : (i) des dépassements importants à court terme des indicateurs du service de la dette (impliquant un message de risque élevé si l'on ne peut cerner des ressources pour le paiement) et/ou (ii) des dépassements significatifs ou durables des seuils d'endettement qui, aux yeux des services, rendent la situation d'endettement intenable. Il faut bien voir que l'évaluation d'un pays comme étant à « haut risque » de surendettement ou même « en surendettement » ne signifie pas automatiquement que la dette n'est pas soutenable d'un point de vue prospectif (la préoccupation

peut émaner d'un manque de liquidité). La section X.B offre plus de précisions sur la viabilité, qui est un aspect important dans la granularité du processus de notation du risque.

**92. On attend aussi de l'utilisateur du CVD PFR une présentation intégrale, dans le rapport de l'AVD, des principaux risques pesant sur l'évaluation de la notation.** Comme on l'a noté dans les précédentes sections de la Note d'orientation, ces risques peuvent découler : d'une couverture étroite des données, de l'incertitude macroéconomique, des risques dans la mise en œuvre des politiques économiques, des facteurs mondiaux et de tout autre facteur envisagé lors de l'exercice du jugement, mais qui n'influeraient pas sur la notation du risque. Il faut également évoquer les facteurs d'atténuation susceptibles de modifier à l'avenir l'évaluation du risque.

## IX. AJOUTER DE LA GRANULARITÉ À LA NOTATION DU RISQUE

*La prise en compte intégrale des risques devrait permettre de comprendre la nature et la diversité des facteurs de vulnérabilité de la dette dans les catégories notées à risque modéré et élevé. On peut aussi utiliser le cadre pour mieux refléter l'espace budgétaire. Cette section étudie tour à tour chacune de ces questions.*

### A. Granularité de la notation de risque modéré

**93. Le CVD PFR révisé nécessite que l'utilisateur caractérise le degré de vulnérabilité de la dette des pays notés à risque modéré de surendettement extérieur.** La dette de ces pays présente toutes sortes de facteurs de vulnérabilité. Les résultats de ce module n'ont pas d'implications opérationnelles pour les politiques du FMI ou de la BM en matière d'endettement, comme la politique relative aux limites d'endettement ou celle relative aux emprunts non concessionnels.

**94. On détermine la solidité de la situation de la dette d'un pays à risque modéré de surendettement par la « marge » dont il dispose pour absorber l'incidence des chocs sans souffrir d'un déclassement.** Selon les signaux de risque générés automatiquement par le modèle, les pays à risque modéré sont ceux dont les indicateurs d'endettement des scénarios de référence sont inférieurs à leurs seuils respectifs, mais dont les scénarios de tests de résilience poussent un ou plusieurs indicateurs au-dessus de leurs seuils respectifs. La notation des pays passe de risque modéré à risque élevé lorsque des chocs entraînent des dépassements de seuils dans le cadre du scénario de référence. La distance entre les indicateurs d'endettement du scénario de référence et leurs seuils correspond à une mesure de la « marge » dont un pays dispose pour absorber les chocs sans dépasser ces seuils (et être déclassé). Les chocs considérés ont été établis à partir de chocs composites sur la dette observés dans les PFR qui ont abouti à un déclassement de la notation du risque de surendettement de modéré à élevé (le graphique 8 explique comment mesurer ainsi l'espace).

**95. Dans ce contexte, l'utilisateur doit caractériser les facteurs de vulnérabilités de la dette d'un pays à risque modéré de surendettement comme suit :**

- « *une marge limitée d'absorption des chocs* » où au moins un indicateur d'endettement du scénario de référence est suffisamment proche de son seuil pour que la survenue d'un choc médian entraîne un déclassement dans la catégorie à risque élevé de surendettement.
- « *une marge substantiel d'absorption des chocs* » où tous les indicateurs d'endettement du scénario de référence sont bien inférieurs à leurs seuils respectifs, de sorte que seuls les chocs situés dans le quartile supérieur de la distribution observée des chocs entraîneraient un déclassement du pays dans la catégorie à risque élevé de surendettement.
- Tous les autres pays, c'est-à-dire ceux que l'on estime confrontés à un risque modéré de surendettement, mais qui ne sont classés dans aucune des catégories mentionnées ci-dessus, seraient simplement caractérisés comme ayant « *un certain espace d'absorption des chocs* ».

**96. S'agissant des pays pour lesquels l'exercice du jugement a été déterminant dans la notation du risque modéré, d'autres considérations s'appliqueraient.** En général, on classerait automatiquement ces pays comme ayant un « espace limité » (tout « choc » entraînerait un signal de risque élevé). Toutefois, ceux dont les dépassements ne seraient que temporaires et uniques (1 an) seraient classés *sans tenir compte* du dépassement temporaire.

**Encadré 1. Analyse des chocs entraînant des déclassements de la notation du risque de modéré à élevé**

En utilisant les AVD produites depuis la création du CVD PFR, les services du FMI ont calculé la distribution des chocs observés ayant entraîné un déclassement de la notation vers la catégorie à risque élevé de surendettement. Ces chocs sont calculés comme la variation observée des indicateurs d'endettement (point culminant de la dette après et avant le choc menant à un déclassement) en pourcentage de leurs seuils respectifs.

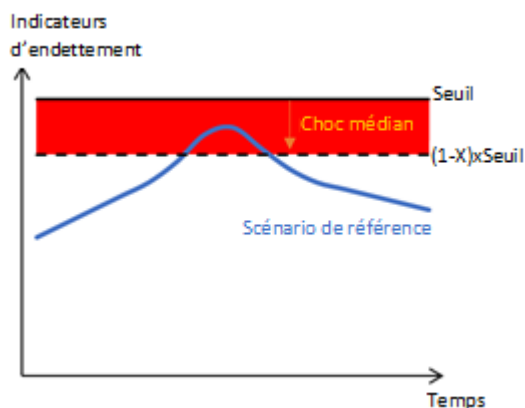
$$Choc_{i,t} = \frac{d_{i,t} - d_{i,t-1}}{Seuil_i},$$

$$\text{où } d_i : \frac{VA \text{ de la dette}}{PIB}, \frac{VA \text{ de la dette}}{Exportations}, \frac{Service \text{ de la dette}}{Recettes \text{ budgétaires}}, \frac{Service \text{ de la dette}}{Exportations}$$

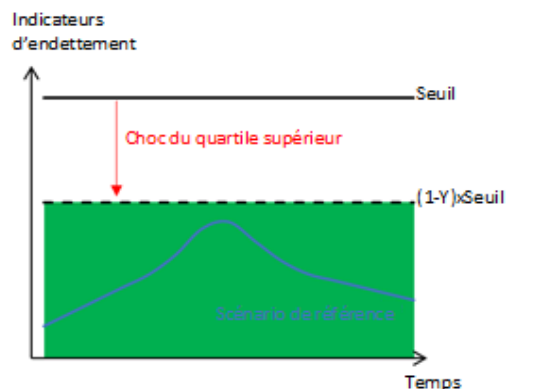
On calibre les chocs éventuels à partir de leurs distributions observées (graphique 8. A-b). Pour les indicateurs de l'encours de la dette (ratio de la VA de la dette au PIB et de la VA de la dette aux exportations), le choc médian est défini comme engendrant une variation de l'indicateur d'endettement de l'ordre de 20 %, alors que les chocs situés dans le quartile supérieur sont ceux qui induisent une variation de plus de 40 %. S'agissant des indicateurs du service de la dette (ratio du service de la dette aux recettes publiques et du service de la dette aux exportations), le choc médian produit une variation de l'ordre de 12 % et les chocs situés dans le quartile supérieur provoquent une augmentation de plus de 35 %.

### Graphique 8. Analyse des chocs entraînant un déclassement de la notation du risque de modéré à élevé

#### a. Illustration d'une «marge limitée d'absorption des chocs».



#### b. Illustration d'une «marge substantielle d'absorption des chocs».



Nota : Pour les seuils des ratios de la VA de la dette au PIB et de la VA de la dette aux exportations, X est égal à 20 % et Y à 40 %. S'agissant des seuils des ratios du service de la dette aux exportations et du service de la dette aux recettes publiques, X est égal à 12 % et Y à 35 %.

## B. Évaluation de la viabilité de la dette

97. Comme on l'a mentionné dans la section IX ci-dessus, le CVD PFR doit évaluer si un « dépassement significatif ou persistant » justifie la notation « en surendettement ». Bien que ce qui constitue un dépassement « significatif ou persistant » relève nécessairement du jugement, certaines considérations s'appliquent :

- Une situation dans laquelle un ou plusieurs indicateurs d'endettement augmentent constamment et dépassent les seuils au fur et à mesure que l'horizon de projection se rapproche est un signal important du caractère non viable de la dette.
- S'agissant des autres cas de dépassements significatifs ou persistants des seuils, l'utilisateur doit prendre en considération : (i) leur durée (on entend généralement par « persistant » un dépassement qui a lieu pendant au moins quatre à cinq ans) ; (ii) leur ampleur ; (iii) leur date (les cinq premières années de la projection sont les plus importantes) ; (iv) la rapidité à laquelle la tendance est inversée lorsqu'il y a des dépassements à court terme (les dépassements croissants à court terme avant toute amélioration suscitent les plus grandes inquiétudes) et (v) si les dépassements touchent à la fois les indicateurs de solvabilité et de liquidité (s'il y a des dépassements prolongés des indicateurs de solvabilité tandis que les indicateurs de liquidité sont maintenus en deçà des seuils, cela constitue un facteur d'atténuation).
- Pour ces autres cas, il est également important d'évaluer avec soin le degré de confiance dans le cadrage macroéconomique (le « graphique en éventail » implicite). En général, lorsque les intervalles de confiance sont larges, la probabilité que les dépassements soient encore plus importants et prolongés que ceux qui sont prévus augmente. Dans ces conditions, les

explications fournies suite aux signaux produits par les outils de réalisme doivent être incontestables (sinon, il faut que l'utilisateur recalibre le cadrage macroéconomique vers une tendance plus centrale et plus facilement justifiable). Lorsque les données disponibles le permettent, on encourage l'utilisateur à élaborer son propre graphique en éventail explicite afin d'approfondir cette question (il peut s'appuyer sur un modèle VaR standard).

**98. Toutefois, comme dans le cas des autres notations du risque, une évaluation de non-viabilité de la dette doit être justifiée.** On peut généralement considérer que la dette publique globale et la dette publique extérieure sont viables, lorsqu'il est très probable qu'un pays puisse respecter toutes ses obligations financières, actuelles et futures. En pratique, la viabilité implique que le niveau de la dette et le profil de son service soient tels que les politiques nécessaires pour la stabiliser à la fois dans le scénario de référence et dans les scénarios de chocs réalistes sont politiquement faisables, socialement acceptables et compatibles avec la préservation de la croissance à un rythme satisfaisant, tout en permettant des progrès appropriés vers les objectifs de développement des autorités. Il est donc nécessaire de tenir compte d'autres facteurs non couverts par le CVD, comme les questions de faisabilité, la structure de la dette et ses détenteurs ainsi que l'incidence de la dette sur les objectifs de développement.

**99. Les mêmes considérations peuvent aider un utilisateur à construire un scénario viable à partir d'une AVD qui a conclu à un risque de « surendettement ».** Ces situations se matérialisent, par exemple, lorsque les autorités envisagent un programme d'ajustement et/ou ont décidé de procéder à une restructuration de leur dette. Ainsi, conformément aux considérations évoquées ci-dessus, des dépassements significatifs ou persistants, comme ceux décrits précédemment, ne devraient plus être observables. Le cadrage macroéconomique devrait avoir une forte crédibilité et/ou l'exercice du jugement devrait avoir produit une argumentation solide et encourageante sur l'incidence des autres facteurs. Une probabilité plus élevée de viabilité de la dette irait généralement de pair avec une meilleure performance par rapport aux seuils (par exemple, les indicateurs ne convergeraient pas seulement sous les seuils de la catégorie à risque élevé, mais aussi sous les sous-seuils de celle à risque modéré).

## C. Espace budgétaire

**100. En général, le terme « espace budgétaire » se réfère à la marge dont dispose un gouvernement pour mener une politique discrétionnaire par rapport à la planification existante sans compromettre la viabilité de la dette ou l'accès aux marchés.** L'espace budgétaire peut être évalué en considérant avec soin le contexte, les financements ainsi que les indicateurs et les effets budgétaires (FMI (2016a)<sup>47</sup>.

**101. Il n'est pas évident de définir un cadre mesurant l'espace budgétaire des PFR.** Pour les pays les moins développés, dont le financement dépend à la marge des engagements financiers des bailleurs de fonds, la définition d'un cadre nécessite une évaluation qualitative appuyée sur une concertation prudente avec les bailleurs de fonds. Pour les pays qui se financent à la marge sur les

<sup>47</sup>Voir également Kose et autres, 2017.

marchés (et/ou auprès d'autres créanciers octroyant des prêts à des conditions non concessionnelles), on peut effectuer une analyse plus approfondie du contexte, des financements ainsi que des indicateurs et des effets budgétaires.

**102. Le CVD PFR n'exige pas une évaluation de l'espace budgétaire, mais procure des outils permettant de l'estimer.** Il permet d'aborder, en particulier, le contexte macroéconomique, les financements disponibles, les indicateurs budgétaires et les effets budgétaires :

- **Contexte.** Les outils de réalisme qu'offre le CVD peuvent aider l'utilisateur à comprendre le contexte dans lequel une expansion budgétaire est envisagée. Ils peuvent faciliter une discussion à propos du dosage des composantes de la politique économique, des multiplicateurs budgétaires et de l'efficacité des investissements, tous ces sujets étant de nature à mieux fonder un jugement sur l'espace macroéconomique disponible en vue d'une expansion budgétaire (et par extension sur les enseignements éventuels quant à la disponibilité des financements).
- **Disponibilité des financements.** Dans la mesure où les financements marginaux sont censés provenir des marchés, le module examinant les financements de marché peut signaler des risques de pression des marchés. Ces résultats doivent alors être complétés par une étude portant sur la réaction possible des marchés par rapport aux montants de financements supplémentaires envisagés.
- **État des indicateurs d'endettement public.** Les notations du risque extérieur et du risque global émanant du cadre peuvent donner une idée des risques pesant sur la viabilité. Toutefois, il faut bien voir que dans un PFR des indicateurs de risque élevé n'écartent pas forcément la mise en œuvre de politiques budgétaires expansionnistes (comme cela pourrait être le cas dans des économies émergentes ou avancées), si elles sont largement financées par des dons ou par des emprunts concessionnels. Un examen prudent du contexte et des financements reste donc indispensable.
- **Scénarios d'expansion budgétaire.** Le CVD peut servir à évaluer l'expérimentation de politique budgétaire, telles qu'une expansion ou un ralentissement du rythme de l'assainissement, par le biais du test de résilience portant sur la simulation d'une détérioration du solde primaire. Ce test peut permettre de vérifier dans quelle mesure une expansion budgétaire est susceptible d'engendrer un déclasserement de la notation du risque d'endettement extérieur et/ou global à des niveaux qui mettraient en péril la viabilité budgétaire. Toutefois, examiner avec soin le contexte et les perspectives de financement sous forme de dons reste nécessaire même si les signaux sont au rouge.

**103. L'utilisateur du CVD qui souhaite effectuer une évaluation complète de l'espace budgétaire doit consulter et prendre en considération une gamme plus large d'outils et d'indicateurs avant d'arriver à une conclusion.** L'utilisateur doit d'abord déterminer si une évaluation basée sur le cadre est faisable compte tenu du niveau de développement d'un pays. Lorsque c'est le cas, le CVD n'a pas la prétention d'apporter une évaluation complète de l'espace budgétaire – on peut et on doit recourir à de nombreux autres indicateurs portant sur le contexte et

les pressions financières ainsi qu'à la modélisation des effets des investissements. En outre, les orientations données ici ne disent pas comment agréger et pondérer les divers éléments à considérer. Les utilisateurs du CVD qui s'intéressent à une évaluation plus approfondie devront se référer à FMI (2016a) pour plus d'informations.

## Appendice I. Procédure d'examen et de résolution des différends entre le FMI et la BM

*Cet appendice présente la procédure prévue d'examen par le FMI et la Banque mondiale ainsi que la procédure de résolution des différends entre ces deux institutions pendant l'élaboration des AVD.*

### A. Procédure d'examen

1. **Les services du FMI et de la Banque mondiale sont censés suivre la procédure d'examen résumée ci-après.**

| Étape  | Élaboration de l'AVD  |
|--|---|
| <b>Préparation du projet d'AVD</b>                               | <p>Les équipes du FMI et les économistes de la Banque mondiale spécialistes de pays commencent à préparer ensemble un projet d'AVD (rapport et modèle ; voir l'Appendice II). Une réunion préliminaire est organisée entre eux pour discuter des hypothèses macroéconomiques et du champ d'application de l'AVD.</p> <p>Le projet d'AVD est intégré à la note de politique économique du FMI.</p> <p>Les économistes spécialistes de pays de la Banque mondiale informent l'unité des analyses mondiales macro et de la dette du Pôle mondial d'expertise Macroéconomie, commerce et investissement (MTI) du calendrier d'élaboration de l'AVD. À ce stade, l'équipe de spécialistes pays de la Banque mondiale peut solliciter l'aide technique (« commentaire en amont ») de l'unité.</p> |
| <b>Examen du projet d'AVD par les départements.</b>              | <p>L'équipe de spécialistes de pays du FMI adresse le projet d'AVD (rapport, graphiques et tableaux) et la note de politique économique à SPR, à d'autres départements du FMI et à l'économiste de la Banque mondiale spécialiste du pays concerné (au besoin).</p> <p>Cet économiste envoie le projet d'AVD (rapport et modèle) à l'unité des analyses mondiales macro et de la dette de MTI aux fins d'examen officiel.</p> <p>À ce stade, il faut savoir que le projet d'AVD peut faire l'objet de modifications en fonction des (éventuelles) constatations de la mission. Cet examen du projet par le FMI et la Banque mondiale a pour but de soulever et de résoudre les principaux problèmes relatifs à son contenu, à son champ d'application et à ses hypothèses générales.</p>    |
| <b>Réunion de consultation sur la politique (RCP)</b>            | <p>Lorsque c'est possible, les points de désaccord sur le projet d'AVD doivent être débattus lors d'une réunion de consultation sur la politique économique à laquelle participent les services de la Banque mondiale. Dans le cas contraire, il faut faire le maximum pour les résoudre le plus tôt possible (c'est-à-dire avant le début d'une mission prévue prochainement)</p>  |
| <b>Approbation par les instances dirigeantes du projet d'AVD</b> | <p>La direction du FMI donne son aval à la note de politique économique et au projet d'AVD.</p> <p>Le responsable du pôle d'expertise de l'unité des analyses mondiales macro et de la dette de la Banque mondiale donne son accord et le directeur de MTI approuve le projet d'AVD.</p>  |



|   |   |
|---|---|
| <b>Mission</b>  | Les équipes du FMI et les économistes de la Banque mondiale spécialistes de pays continuent de perfectionner l'AVD, avec le concours des autorités du pays. Au minimum, les services doivent leur communiquer les projets de tableaux et de graphiques de l'AVD et leur expliquer les conclusions (provisoires) qui sont tirées. Si l'une des deux équipes n'a pas participé à la mission, une autre réunion doit être organisée entre elles pour évoquer les nouvelles informations recueillies pendant la mission, d'éventuelles modifications du projet d'AVD et les opinions des autorités dont l'AVD devra tenir compte. Toute différence d'opinion significative entre les équipes spécialistes de pays du FMI et de la Banque mondiale doit être résolue à ce stade. |
| <b>Examen de l'AVD par les départements</b>   | L'équipe de spécialistes de pays du FMI adresse l'AVD, accompagnée du rapport des services, à SPR et aux autres départements.<br><br>L'équipe de spécialistes de pays de la Banque mondiale adresse l'AVD (rapport et modèle) à l'unité des analyses mondiales macro et de la dette de MTI aux fins d'examen et d'approbation officiels.  |
| <b>Approbation de l'AVD par les instances dirigeantes</b>   | La direction du FMI donne son aval à la note des services et à l'AVD.<br><br>Le responsable du pôle d'expertise de l'unité des analyses mondiales macro et de la dette de la Banque mondiale donne son accord et le directeur de MTI responsable de la région approuve l'AVD.   |
| <b>Communication du rapport des services au conseil d'administration du FMI (cette disposition ne concerne que l'équipe de spécialistes de pays du FMI)</b>   | L'équipe de spécialistes de pays du FMI adresse le rapport des services et l'AVD au Département du Secrétariat (SEC) pour qu'il les communique au conseil d'administration.<br><br>Après la réunion du conseil d'administration du FMI, l'AVD est publiée en tant que supplément au rapport des services en supposant que les autorités des pays aient donné leur consentement.   |
| <b>Communication de l'AVD au conseil d'administration de l'IDA (cette disposition ne concerne que l'équipe de spécialistes de pays de la Banque mondiale)</b> | MTI communique l'AVD au conseil d'administration de l'IDA soit en l'intégrant à un document du conseil, soit indépendamment à titre d'information, dans un délai de deux mois seulement après la soumission de l'AVD au conseil d'administration du FMI.<br><br>L'AVD est publiée en tant que document distinct, en supposant que les autorités aient donné leur consentement.  |

## B. Résolution des différends

2. **Bien que l'AVD doive normalement représenter une évaluation des perspectives d'endettement d'un pays établie conjointement par la Banque mondiale et le FMI, des désaccords peuvent survenir.** Dans ces rares cas, les équipes de spécialistes de pays doivent chercher d'abord à résoudre le désaccord au niveau opérationnel avant de recourir au mécanisme de résolution des différends convenu en 2005<sup>1</sup>.

<sup>1</sup>Voir FMI et Banque mondiale (2005).

- Au niveau opérationnel, les économistes spécialistes de pays doivent discuter des raisons de leur désaccord et chercher à déterminer si les divergences d'opinion entraînent des différences importantes dans la classification du risque. Sinon, ils doivent tenter de concilier leurs points de vue. Si des différences marquées apparaissent, il faut que le chef de la mission du FMI et le directeur de MTI de la Banque mondiale essayent de trouver un accord.
  - Après avoir consulté leurs départements respectifs chargés de l'évaluation (SPR pour le FMI et l'unité des analyses mondiales macro et de la dette pour la Banque mondiale), le chef de la mission et le directeur de MTI doivent chercher à résoudre le différend dans un délai de cinq jours ouvrés. S'ils n'y parviennent pas, le problème doit être porté au niveau du directeur du département du FMI chargé de la région concernée et du vice-président de la Banque mondiale pour qu'ils cherchent un terrain d'entente dans le même délai. Si les différends ne sont pas résolus à ce niveau, ils sont portés à l'attention des instances dirigeantes des deux institutions.
3. **Dans un délai de cinq jours ouvrés, ces instances peuvent soit trancher le différend, soit décider que le document d'AVD présentera les opinions différentes des services aux conseils d'administration des deux institutions.** Dans le second cas, chaque institution exposera ses points de vue dans ses propres termes.

## Appendice II. Le rapport de l'AVD

Chaque AVD doit être un document indépendant. On encourage les équipes à suivre le plan ci-dessous, en joignant dans chaque cas les graphiques et tableaux standard.

| <b>Pays X</b>  |   |
|--|---|
| <b>Analyse conjointe Banque mondiale-FMI de la viabilité de la dette</b> |   |
| <b>Risque de surendettement extérieur</b>                                | [faible/moyen/élevé/en surendettement]                |
| <b>Risque de surendettement global</b>                                   | [faible/moyen/élevé/en surendettement]                |
| <b>Granularité de la notation du risque</b>                              | [viabilité/outil de risque modéré/outil inapplicable] |
| <b>Exercice du jugement</b>  | [oui/non ; principaux jugements appliqués]            |

**Le paragraphe chapeau doit préciser la notation du risque extérieur d'un pays en indiquant la notation du risque signalée par le modèle et en expliquant, si c'est approprié, comment le jugement s'est exercé.** Il doit également inclure une évaluation du risque de surendettement global et expliquer la raison d'une éventuelle différence avec la notation du risque extérieur. Il faut commenter tout approfondissement de la granularité de l'évaluation dans la notation du risque (par exemple « modéré avec une marge significative »). Il est également nécessaire de mentionner la vulnérabilité de la notation du risque à des dérapages de la politique économique ou à d'autres facteurs. Une note de bas de page liée au paragraphe chapeau doit donner le score de l'indicateur composite du pays et le classement de sa capacité d'endettement (faible, moyenne ou élevée)<sup>1</sup>.

### Couverture de la dette publique

- La dette publique utilisée pour l'AVD doit être, par défaut, la dette extérieure PGP et la dette publique. Il faut que l'AVD donne une explication quand la couverture intégrale de la dette publique n'est pas possible et traite des critères relatifs au test de résilience adapté portant sur les passifs conditionnels sur la base de la couverture de la dette. L'exposé doit également aborder les éventuelles déficiences ou lacunes connues dans les données utilisées.
- Tableau: couverture de la dette du secteur public et conception du test de résilience sur les passifs conditionnels (voir tableau 9)

<sup>1</sup>On peut l'inclure dans le corps du texte de la section portant sur le classement du pays en cas de débats substantiels avec les autorités ou de changements significatifs des principales variables.

## Contexte de la dette

- Évolution de la dette extérieure PGP et de la dette publique totale au cours des années récentes, incluant une comparaison avec l'AVD précédente (évolutions en rapport avec l'allègement de la dette lorsque c'est pertinent).
- Composition et structure de la dette publique extérieure et intérieure (créanciers, conditions/concessionnalité).
- Évolution de la dette extérieure privée au cours des années récentes, lorsque c'est pertinent.

## Contexte des prévisions macro

- Principales caractéristiques des projections macroéconomiques et principaux changements par rapport à l'AVD précédente.
  - Encadré décrivant en détail les principales hypothèses du cadrage macroéconomique sur lesquelles repose l'AVD, dont les prévisions sur le secteur réel (croissance économique réelle et ses principaux déterminants, inflation), les variables budgétaires (mesures budgétaires, solde primaire et coûts d'emprunt à moyen et long terme), le secteur extérieur (variables de la balance courante, sources de financement extérieur comme l'IDE, les emprunts extérieurs publics, les emprunts extérieurs privés, les financements exceptionnels) et la dynamique des réserves de change.
- Combinaison supposée entre les financements intérieurs et extérieurs. Les financements extérieurs doivent inclure les perspectives en matière de financements concessionnels/de dons et de financements non concessionnels/de financements de marché avec des éléments de dons prévus à moyen et long terme.
- Discussions sur le résultat des outils de réalisme expliquant clairement pourquoi d'éventuels signaux ne devraient pas être une source de préoccupations<sup>2</sup>.
  - Graphiques : graphiques des outils de réalisme
- Classement du pays et élaboration des tests de résilience des scénarios
- Description de l'indicateur composite et des seuils applicables. Mentionner les éventuels changements et leurs motifs.
  - Tableau : indicateur composite et tableaux de seuils
- Indiquer toute caractéristique économique importante (par exemple, exposition à des catastrophes naturelles, dépendance significative à l'égard d'exportations de matières premières, financements de marché, etc.) qui destine le pays à des tests de résilience adaptés et au module

---

<sup>2</sup>Il faut que le texte comprenne une justification claire d'un changement des paramètres par défaut dans les outils de réalisme.

de risque des financements de marché. Expliquer comment le test de résilience a été élaboré (en justifiant clairement toute variation des paramètres par défaut)

### **AVD extérieure**

- Signal émanant du modèle :
  - Évolution prévue des indicateurs de la dette extérieure PGP comparée aux seuils du scénario de référence. Discussion des dépassements, le cas échéant.
  - Évolution prévue des indicateurs de la dette extérieure PGP dans le cadre des tests de résilience, y compris des tests de résilience adaptés<sup>3</sup>, comparée aux seuils. Discussion des dépassements, le cas échéant.
  - Résultats des scénarios personnalisés lorsque c'est pertinent.

### **Risque global de surendettement public**

- Signal émanant du modèle :
  - Évolution prévue de la dette publique totale dans le scénario de référence, y compris par rapport à la référence du ratio dette publique/PIB.
  - Évolution prévue de la dette publique totale dans les tests de résilience, y compris par rapport à la référence du ratio dette publique/PIB.
  - Résultats des scénarios personnalisés, lorsque c'est pertinent.
- Module de marché (lorsque c'est pertinent)
- Risques révélés par l'outil de tensions sur les financements de marché.
  - Tableau : tensions sur les financements de marché
- Discussion approfondie des risques de liquidité et des expositions des créanciers (lorsque l'outil donne l'alerte).

---

<sup>3</sup> Il faut que le rapport comprenne une justification claire d'un changement des paramètres par défaut dans les tests de résilience standardisés et adaptés

### **Autres facteurs à prendre en compte (exercice du jugement)**

- Existence d'arriérés de paiement/d'une restructuration de la dette (à quelques exceptions près, cela entraînerait une notation « en surendettement »)
- Discussion sur les dépassements temporaires/marginaux (lorsque c'est pertinent).
- Les risques de marché sont-ils assez importants pour supplanter la notation du risque ?
- Discussion sur les actifs (lorsque c'est pertinent)
- Considérations à long terme (lorsque c'est pertinent)
- Dette extérieure privée (elle doit toujours être abordée)
- Autres considérations (lorsque c'est pertinent)

### **Notation des risques et points faibles**

- Résumé des notations de risque extérieur et de risque global attribuées (en tenant compte de l'exercice du jugement)
- Granularité de la notation du risque (outil de risque modéré)
  - Tableau : Réserves concernant le graphique sur la catégorie de notation de risque modéré
- Discussion des principaux risques pour la viabilité de la dette et recommandations.

### **Opinions des autorités**

- Les hypothèses et les résultats de l'AVD doivent être évoqués avec les autorités. Leurs points de vue, notamment les désaccords éventuels avec les principales constatations des services, doivent également figurer dans la section concluant le rapport de l'AVD.

### **Tableaux et graphiques**

#### ***Tableaux:***

- Cadre de viabilité de la dette (extérieure et publique), scénario de référence
- Analyse de sensibilité des principaux indicateurs d'endettement (extérieur et public)
- Tableau de synthèse des signaux de risques

#### ***Graphiques:***

- Graphiques sur l'accumulation de la dette et les ratios d'endettement (extérieur et public).

## Appendice III. Traitement des entreprises appartenant à l'État

*Cet appendice présente les critères utilisés pour exclure la dette d'une entreprise publique de l'AVD.<sup>1</sup>*

1. **On peut envisager de retirer une entreprise publique de l'AVD si elle est en mesure d'effectuer des emprunts extérieurs sans garantie publique et si ses activités posent des risques budgétaires limités.** Si l'on juge qu'elle remplit ces conditions, sa dette extérieure sera exclue de l'AVD extérieure et sa dette totale de l'AVD publique. Les arguments en faveur de ces exclusions, qu'il faut expliciter dans le texte, doivent s'appuyer sur les éléments suivants :

- Pour chaque entreprise considérée, les services doivent recueillir les informations disponibles sur l'indépendance de sa gestion, ses rapports avec le gouvernement, la périodicité des audits, la publication de rapports annuels exhaustifs et la protection des droits des actionnaires, ses indices financiers et sa viabilité, ainsi que sur d'autres facteurs de risque (voir encadré III.1).
- Sachant que des informations complètes sur les entreprises publiques ne sont peut-être pas faciles à obtenir dans les PFR, deux critères doivent guider la détermination des risques budgétaires : on estimera normalement qu'une entreprise pose un risque budgétaire élevé si elle effectue des activités quasi-budgétaires sans compensation ou si ses soldes d'exploitation sont négatifs.
- En revanche, on pourrait considérer qu'une entreprise présente un faible risque budgétaire même si les critères précités en donnent une image inégale ou quand on ne dispose pas de toutes les informations. Un tel jugement pourrait par exemple se baser sur la solidité financière de l'entreprise ou sur ses antécédents.

2. **La décision de retirer une entreprise de l'AVD est simplifiée quand il y a un programme appuyé par le FMI.** Dans ce cas, le protocole d'accord précise toute exclusion d'entreprises pour le calcul des limitations de la dette extérieure. Il y a lieu de croire que les mêmes exclusions s'appliqueraient à l'AVD.

---

<sup>1</sup>Bien que la possession par l'État d'au moins 50 % des actions garantisse son contrôle d'une entreprise, il peut y avoir contrôle même si l'État détient une proportion inférieure du capital de la société.

### Encadré AIII.1. Indicateur servant à l'exclusion des entreprises publiques

- Indépendance de la gestion, dont les politiques de prix et d'emploi.** Les critères pertinents sont (i) la fixation de prix couvrant les coûts pour les biens non échangeables ; (ii) des prix moyens situés dans une fourchette de 10 % par rapport à la référence pour les producteurs de biens échangeables ; et (iii) un régime de fixation des tarifs compatible avec la viabilité de l'entreprise publique dans les secteurs réglementés et comparable à celui pratiqué dans les entreprises privées. Les politiques d'emploi doivent être indépendantes des lois régissant la fonction publique et ne pas faire l'objet d'interventions de l'État dans la fixation des salaires ou le recrutement, sauf lorsque cela est clairement justifié par la nécessité de remédier à des risques spécifiques.
- Rapports avec l'État, dont :** (i) l'absence de subventions directes ou indirectes, de prêts et/ou de garanties d'emprunt, explicites ou implicites, allant au-delà de celles accordées aux entreprises privées ; (ii) l'absence d'activités quasi-budgétaires, telles que des fonctions exercées sans compensation ou l'absorption de coûts sans lien direct avec l'objectif commercial de l'entreprise publique et/ou se substituant à des dépenses publiques (par exemple des subventions à la population distribuées directement par l'entreprise publique et compensées par des transferts de l'État) ; (iii) la nature des régimes réglementaires et fiscaux, qui doivent soumettre l'entreprise publique aux mêmes normes que les entreprises privées du secteur ; et (iv) une fréquence élevée de transferts de bénéfices de l'entreprise publique au budget central.
- Audits périodiques.** Il doit y avoir des audits périodiques, effectués et publiés par une société privée réputée appliquant des normes internationales. Dans l'idéal, une société internationale de premier plan devrait procéder à l'audit des grandes entreprises publiques.
- Publication de rapports annuels exhaustifs et protection des droits des actionnaires.** Les rapports annuels publiés doivent comprendre (i) un bilan audité, (ii) un compte de pertes et profits, (iii) les engagements hors bilan, (iv) le niveau et l'évolution de l'activité générale de l'entreprise, (v) l'emploi et l'investissement et (vi) des comparaisons avec d'autres entreprises du secteur et des références internationales. En outre, la structure de gouvernance doit permettre une protection appropriée des droits des actionnaires minoritaires.
- Situation et viabilité financières.** Les indicateurs concernés sont : (i) l'accès aux marchés, y compris des coûts de la dette et des taux d'emprunt comparables aux entreprises privées dans l'ensemble du secteur en l'absence de garantie de l'État ; (ii) un effet de levier non intégral, illustré par un ratio dette/actifs comparable à la moyenne du secteur ; (iii) la rentabilité, définie par le ratio solde d'exploitation/actifs ou comme un ratio positif et supérieur au coût moyen de la dette quand il n'y a pas de comparateur pertinent ; et (iv) des états et des évaluations des investissements passés démontrant un taux moyen de rendement au moins équivalent à celui exigé par les analyses coûts-avantages pour l'approbation de nouveaux projets.
- Absence d'autres facteurs de risque,** y compris, mais sans s'y limiter, les points vulnérables résultant (i) de passifs conditionnels rapportés au solde d'exploitation de l'entreprise, (ii) de différences de devise entre les principales sources de recettes de l'entreprise publique et sa dette ; et (iii) de l'importance de l'entreprise publique, définie par sa dimension (par exemple, service de la dette, emploi, clientèle, ventes) et/ou par sa fonction (par exemple, la fourniture d'inputs ou de services essentiels).



## Appendice IV. Projections macroéconomiques à long terme (au-delà de 5 ans) et hypothèses de financement

### A. Projections macroéconomiques (au-delà de 5 ans)

#### 1. Les projections de politique économique doivent prendre plusieurs points en considération (les hypothèses étant justifiées avec soin) :

- S'agissant de la politique budgétaire, il faut faire preuve de prudence en retenant l'hypothèse d'une amélioration structurelle à longue échéance du solde primaire. Les données empiriques indiquent que les améliorations à court terme de ce solde se prolongent rarement à plus long terme. Les progrès permanents doivent être justifiés, par exemple par l'adoption d'une règle budgétaire ou par d'autres changements structurels des politiques ou des institutions. En outre, la politique budgétaire à long terme doit tenir compte des pressions exercées sur les dépenses par la progression vers les objectifs de développement d'un pays (par exemple les ODD).
- S'agissant de la politique monétaire, il faut faire preuve de prudence en prévoyant une amélioration à long terme de la dynamique de l'inflation. Là encore, les progrès permanents doivent être justifiés, par exemple par l'adoption d'une règle ou par d'autres changements structurels des politiques ou des institutions. Il faut aussi s'assurer, quand il existe un régime monétaire rigide (tel qu'une union monétaire ou une caisse d'émission), que la dynamique de l'inflation maintienne le taux de change réel à l'équilibre à moyen terme.

2. **Les évolutions du secteur extérieur doivent être réalistes et conformes aux tendances habituelles du développement à long terme.** Dans ce contexte, on s'attend habituellement à ce que des taux de croissance élevés et des gains de productivité dans le secteur des biens échangeables entraînent une accélération de la hausse des salaires et une appréciation du taux de change réel d'équilibre au fil du temps (effets Balassa-Samuelson). En ce qui concerne les financements, si l'IDE contribue à couvrir les déficits des paiements courants sans créer de dette, il fait augmenter les importations de biens d'équipement et, une fois que les investissements arrivent à maturité, les sorties de fonds sous forme de bénéfices et de dividendes ; ces deux aspects doivent être bien pris en compte par les projections du secteur extérieur et du taux de change effectif réel.

#### 3. Les projections à long terme de la croissance doivent tenir compte du stade de développement d'un pays et d'éléments comme les catastrophes naturelles et la production de ressources naturelles :

- Au fur et à mesure que le revenu s'élève, le rythme moyen de la croissance tend à diminuer. Habituellement, les pays à faible revenu ont une croissance plus rapide que les économies plus avancées<sup>1</sup>. Mais, dans un contexte de croissance, le taux de croissance moyen tend à se ralentir. Ces effets de « rattrapage » doivent être intégrés aux projections de la croissance à long terme.

<sup>1</sup>Selon le modèle de croissance néo-classique, les pays pauvres doivent croître plus rapidement que les pays riches. Les premiers sont donc supposés avoir un faible ratio capital/travail et, si la technologie est librement transférable,

(continued)

- Les catastrophes naturelles ou une instabilité intérieure persistante réduisent les perspectives de croissance à long terme. Les pays exposés à de fréquentes catastrophes naturelles et les États fragiles souffrent de perturbations économiques et d'une perte de résilience préjudiciables à la croissance à long terme. L'un des moyens d'en tenir compte est d'intégrer au scénario de référence l'incidence annuelle moyenne attendue des catastrophes naturelles ou des guerres, comme on le recommande pour les petits États confrontés aux risques liés aux catastrophes naturelles et au changement climatique<sup>2</sup>. Si, par exemple, un ouragan se produit une fois tous les cinq ans en moyenne et réduit la croissance de 2,5 points, la croissance prévue serait réduite de 0,5 point par an. Dans ces pays, la sortie d'une période d'instabilité/de catastrophe peut donner une impulsion temporaire à la croissance et, plus généralement, à la situation macroéconomique ; il faut donc prendre soin de ne pas extrapoler ce phénomène jusqu'à un stade trop lointain de la période de projection.
- La découverte de ressources naturelles n'entraîne pas toujours leur exploitation. Une étude réalisée par la Banque mondiale en 2016 montre que, depuis 1950, à peu près la moitié seulement de ces découvertes a finalement abouti à une production<sup>3</sup>. Elle montre aussi que la période comprise entre la découverte et les entrées d'investissements peut être longue, et que les délais jusqu'à l'extraction effective peuvent l'être encore plus. Ces constats vont à l'encontre de l'intégration de la découverte de ressources naturelles au scénario de référence avant que la plupart des investissements en rapport aient été réalisés et que la probabilité de mise en œuvre du projet soit bien affirmée. Une fois les effets intégrés, les données probantes citées par les études économiques sur la malédiction des ressources naturelles montrent encore la nécessité de faire preuve de prudence dans les projections à long terme sur la croissance, les recettes budgétaires ou les balances courantes des pays riches en ressources naturelles, car la dépendance à leur égard a été associée à une moindre croissance à long terme, à une plus grande volatilité des recettes et à une procyclicité de la politique budgétaire ainsi qu'à une moindre compétitivité des secteurs exportateurs (le mal néerlandais)<sup>4</sup>.

## B. Hypothèses de financement intérieur : développement du marché de la dette et structure des financements

### 4. Les hypothèses de financement utilisées pour une AVD doivent refléter un dosage des financements ancré dans la stratégie de gestion de la dette à moyen terme (SGDMT), le cas

---

une productivité marginale du capital élevée. Cela élève les rendements de l'investissement intérieur et extérieur et stimule la croissance.

<sup>2</sup>Voir tableau 10 et Appendice IV de « La résilience des petits États aux catastrophes naturelles et au changement climatique – le rôle du FMI » (FMI, 2016).

<sup>3</sup>Cust et Mihalyi (2017), par exemple, constatent que, dans les pays où l'on découvre du pétrole et du gaz, la croissance est surestimée de 0,83 point par an pendant les cinq années suivant la découverte, le degré de surestimation augmentant en fonction de l'ampleur de la découverte.

<sup>4</sup>Voir, par exemple, Ross (1999), Sachs et Warner (1995), Bova et autres (2016).

(continued)

**échéant**<sup>5</sup>. Alors que le CVD PFR est surtout centré sur la dette extérieure, le développement récent des marchés de financement intérieurs dans les PFR indique la nécessité d'une analyse plus granulaire et détaillée de ce mode de financement. En concevant une stratégie de financement intérieur, les autorités d'un pays doivent évaluer minutieusement la qualité des instruments (caractérisés par un taux d'intérêt et une teneur) et le montant qui peut être, dans une optique réaliste, absorbé par le marché de la dette intérieure. Les autres stratégies, dont le recours au financement extérieur, doivent être examinées sous l'angle de leurs coûts et de leurs conséquences sur le risque dans le cadre du scénario de référence et des hypothèses de prix relatives au risque<sup>6</sup>.

5. **Le financement intérieur est censé évoluer à moyen ou long terme.** Le rythme auquel les marchés de la dette intérieure peuvent absorber un montant supérieur de dettes assorties d'une échéance plus longue dépend, entre autres, de la stabilité macroéconomique, du souhait de ne pas évincer les emprunts et les investissements du secteur privé, de l'épargne intérieure ainsi que des microstructures du marché<sup>7</sup>. Au fur et à mesure que les émissions intérieures augmentent, le besoin d'emprunts extérieurs diminue, ce qui permet aux États d'atténuer les points vulnérables de la dette extérieure résultant de la dépréciation du taux de change.

6. **Les pays peuvent se diviser en gros en trois catégories – développement faible, modéré et avancé du marché :**

- Les pays dans lesquels le développement du marché de la dette publique intérieure est faible recourent beaucoup aux financements à court terme (émission de bons du Trésor) et par la banque centrale.
- Les pays dans lesquels le développement du marché de la dette publique intérieure est modéré recourent moins aux financements à court terme et par la banque centrale ; ils ont commencé à émettre des obligations d'État à moyen terme (échéances de 3 à 7 ans) et à contracter des crédits commerciaux. En général, la dette publique intérieure est largement détenue par les banques du pays.
- Les pays dans lesquels le développement du marché de la dette publique intérieure est avancé disposent d'une gamme plus large d'obligations d'État, à échéance plus longue (dépassant 7 ans) et émises régulièrement. Il est également probable que ces obligations soient émises de façon concurrentielle, par adjudications. Les détenteurs de la dette publique sont plus divers ; ce ne sont pas seulement les banques locales, mais aussi des investisseurs institutionnels nationaux

<sup>5</sup>Une SGM TD est un plan qu'un gouvernement entend appliquer à moyen terme afin d'arriver à la composition souhaitée de la dette de l'État, qui traduit ses préférences en matière d'arbitrage coût/risque. On trouvera une description détaillée du processus de formulation d'une SGM TD dans FMI et Banque mondiale (2009).

<sup>6</sup>Ainsi, l'analyse doit s'assurer que le coût anticipé des emprunts intérieurs équivaut à peu près, à moyen terme, à celui des emprunts extérieurs en tenant compte du risque de change et de l'objectif de développement du marché de la dette intérieure. On peut y parvenir en fixant pour les titres des prix tels que les conditions de la parité des taux d'intérêt se vérifient. Toutefois, le coût initial de développement du marché pourrait dépasser les taux d'intérêt calculés sur cette base.

<sup>7</sup>Voir FMI et Banque mondiale (2004). Voir BERD, FMI, OCDE et Banque mondiale (2011). « [Local Currency Bond Market: A Diagnostic Framework](https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2013/070913.pdf) », documents qui peuvent être trouvés à l'adresse <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2013/070913.pdf>.

opérant à long terme, comme les compagnies d'assurance et les caisses de retraite, ainsi que des investisseurs étrangers.

7. **À long terme, au fur et à mesure que les pays croissent, la composition de leurs financements extérieurs et intérieurs se modifie.** Plus on s'attend à une croissance rapide de l'économie, plus cette transition s'opère vite. Le tableau AIV.1 résume les taux d'intérêts nominaux effectifs moyens observés dans tous les déciles de revenus. La conjonction de la convergence (croissance forte et appréciation du taux de change réel) et de taux d'intérêt bas, mais en augmentation, entraîne généralement dans les économies en développement un différentiel négatif entre les taux d'intérêt et la croissance qui disparaît progressivement au fil du temps (Escolano et autres, 2011).

**Tableau AIV.1. Coût moyen des emprunts (PFR et ME)**

| Décile                           | 10  | 20   | 30   | 40   | 50   | 60   | 70   | 80   | 90    |
|----------------------------------|-----|------|------|------|------|------|------|------|-------|
| PIB par habitant*, en dollars US | 576 | 1019 | 1467 | 2816 | 3542 | 4852 | 6501 | 9333 | 13636 |
| Taux d'intérêt implicite, en %   | 2.8 | 3.1  | 3.4  | 3.8  | 3.9  | 4.1  | 4.3  | 4.5  | 4.7   |

\* relation basée sur le PIB moyen par habitant de 2007 à 2016.

Source : calculs des services du FMI.

## Appendice V. Initiatives PPTE et IADM

*On doit tenir compte de l'allègement de la dette au titre des initiatives PPTE et IADM dans le scénario de référence ou dans un scénario personnalisé en fonction du statut PPTE d'un pays. L'AVD doit inclure les scénarios de référence et personnalisés suivants (la section VI.D donne davantage de détails sur les scénarios personnalisés) :*

- Pour les pays ayant dépassé le point d'achèvement, il faut que l'AVD intègre l'allègement de la dette au titre des initiatives PPTE et IADM au scénario de référence. On doit maintenir l'hypothèse d'un effacement intégral de la dette aux conditions PPTE par tous les créanciers extérieurs tant que les autorités du pays s'efforcent de conclure des accords bilatéraux et que l'on juge raisonnable les perspectives d'y parvenir. Lorsqu'il s'avère que l'effacement intégral de la dette est improbable, le scénario de référence doit tenir compte du montant de la dette contractuelle minoré de tout allègement anticipé.
- Pour les pays se situant dans la période transitoire entre le point de décision et le point d'achèvement, le scénario de référence doit faire l'hypothèse d'un allègement PPTE intérimaire (la notation du risque ne doit pas reposer sur l'hypothèse que le pays atteigne le point d'achèvement). L'allègement de la dette au titre des initiatives PPTE et IADM débutant à la date supposée du point d'achèvement doit être intégré à un scénario personnalisé.
- Pour les pays qui n'ont pas encore atteint le point de décision, mais pour lesquels les conseils d'administration du FMI et de l'IDA ont examiné le document préliminaire PPTE, le scénario de référence ne doit intégrer que l'allègement traditionnel de la dette. L'allègement PPTE intérimaire commençant au point de décision supposé doit être intégré à un scénario personnalisé.

## Appendice VI. Fonctionnement des tests de résilience dans le CVD: exemples illustratifs

*Cet appendice explique comment les chocs figurant dans les tests de résilience standardisés entraînent une dégradation des indicateurs d'endettement concernés par l'interaction de variables essentielles.*

1. **Les tests de résilience du CVD sont effectués en ajoutant un choc temporaire aux indicateurs macroéconomiques du scénario de référence (par exemple, le taux de croissance du PIB réel, le solde primaire et le taux de change).** Il s'agit d'analyses d'équilibre partiel (plutôt que d'équilibre général), ce qui signifie que les chocs sont simulés par des variations d'un petit nombre de variables, les autres étant maintenus inchangés<sup>1</sup>. L'incidence des tests de résilience est transmise de deux façons : **par des variations de l'endettement et du service de la dette** (numérateurs des indicateurs d'endettement) et par des variations **de la capacité de remboursement** (dénominateurs des indicateurs d'endettement). Le graphique AVI.1 illustre les interactions mécaniques des variables économiques essentielles soumises à des chocs.
2. **Les chocs sur les exportations (et donc sur le solde de la balance courante hors intérêts, en supposant que les autres composantes de la balance courante ne changent pas) ou sur d'autres flux (IDE net auquel on ajoute les envois de fonds des travailleurs émigrés) entraînent une hausse des besoins de financement extérieurs, qui est satisfaite par un surcroît d'emprunts publics extérieurs (on fait l'hypothèse que les emprunts extérieurs du secteur privé ne varient pas).** Les emprunts publics extérieurs supplémentaires sont contractés aux conditions du modèle (une moyenne des conditions d'emprunts extérieurs supposées).
3. **De façon similaire, une dégradation du solde primaire provoque une hausse des besoins de financements publics, qui doit être satisfaite par un surcroît d'emprunts publics (extérieurs ou intérieurs) basés sur les conditions fixées par l'utilisateur du CVD pour les financements résiduels.**
4. **Les emprunts supplémentaires liés à ces chocs augmentent l'endettement, ce qui a pour conséquence inévitable la hausse des paiements au titre du service de la dette.** Un alourdissement du service de la dette accroît à son tour les besoins de financement à venir et la dette future. On notera que le CVD fait l'hypothèse qu'une hausse des besoins de financement est couverte par des emprunts publics supplémentaires et non par des ajustements de la politique économique.
5. **Un choc sur le taux de change nominal ferait augmenter la dette libellée en devises, mesurée en monnaie nationale, en raison des effets de valorisation, provoquant une**

<sup>1</sup>On a introduit quelques interactions clés des variables macroéconomiques dans les tests de résilience (voir tableau 8 à la section VI).

(continued)

**dégradation des indicateurs d'endettement.** Le PIB nominal en dollars américains a tendance à fléchir sous l'effet d'une dépréciation nominale non intégralement répercutée.<sup>2</sup>

6. **La réduction de la croissance du PIB réel abaisse le taux de croissance du PIB nominal et donc le montant du PIB nominal<sup>3</sup>.** Ce recul du PIB nominal par rapport au scénario de référence entraîne à son tour une diminution proportionnelle des recettes du secteur public, le ratio recettes publiques/PIB étant supposé inchangé dans les tests de résilience, alors que le choc sur le PIB réel est censé ne pas avoir d'effet sur le niveau des dépenses publiques. De moindres recettes fiscales et des dépenses inchangées ont pour résultat une hausse du déficit budgétaire (primaire) hors intérêts, et donc des besoins de financements accrus, ce qui entraîne des emprunts supplémentaires.

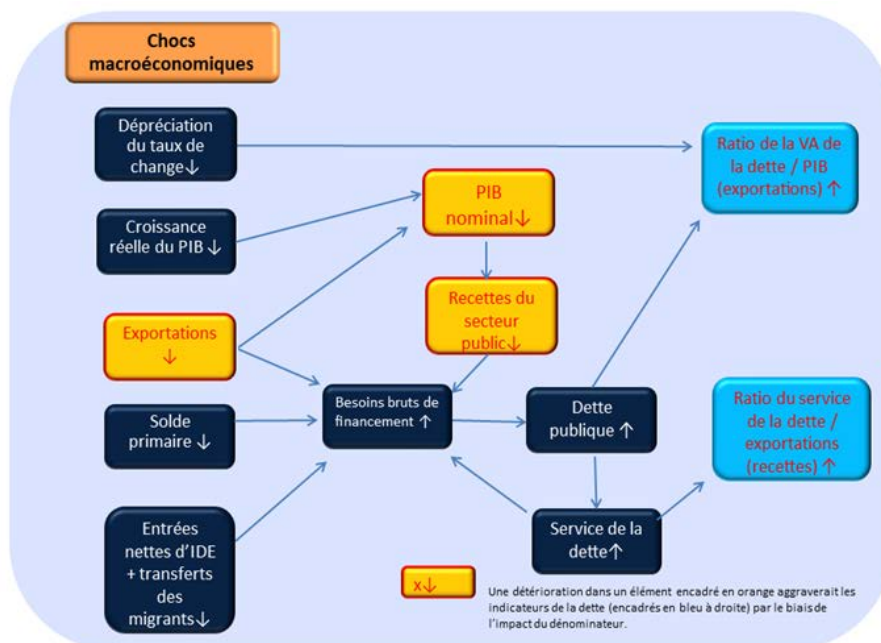
7. **Il faut bien voir qu'avec un choc sur le PIB les indicateurs d'endettement se dégraderaient davantage, du fait d'un recul de la mesure de la capacité de remboursement (le PIB nominal et les recettes du secteur public) conjugué à une hausse de l'endettement.** Ainsi, un choc sur la croissance du PIB réel influe à la fois sur l'endettement et la capacité de paiement. Bien qu'un choc sur le taux de croissance du PIB soit modélisé pour durer deux ans seulement, il a une incidence permanente sur les niveaux du PIB réel et du PIB nominal, car un retour au bout de deux ans aux taux de croissance du PIB réel du scénario de référence ne rétablirait pas les niveaux de PIB prévus initialement dans le scénario de référence. De manière analogue, un choc sur les exportations dégraderait les indicateurs d'endettement à la fois par des effets sur le numérateur et le dénominateur, tout en ayant une incidence permanente sur les niveaux d'exportation.

---

<sup>2</sup>On fait l'hypothèse que la répercussion du taux de change sur l'inflation intérieure est de 0,3 dans le test de résilience du CVD avec dépréciation nominale (l'inflation intérieure ne compense donc pas entièrement les effets de la dépréciation nominale)

<sup>3</sup>L'inflation, mesurée par un déflateur du PIB, est modélisée de façon à se réduire pendant le choc sur la croissance, ce qui affaiblit davantage le taux de croissance du PIB nominal.

**Graphique A VI.1. Interactions mécaniques de variables économiques essentielles soumises à des chocs**



Note: Le schéma ne capture pas pleinement tous les éventuels effets de second tour dans le cadre de l'application de tests de résilience (e.x., répercussion des mouvements de change sur les prix).



## Appendice VII. L'utilisation de l'approche par les probabilités dans les cas limites

**1. L'approche par les probabilités se concentre sur l'évolution de la probabilité de surendettement au fil du temps plutôt que sur celle des indicateurs d'endettement.** Dans cette approche, la probabilité spécifiquement nationale de surendettement est directement calculée à partir des équations probit estimées, en utilisant des indicateurs propres aux pays et d'autres variables clés ainsi que la croissance économique mondiale.<sup>62</sup>

$$P_j(\text{surendettement}) = \Phi \left( \alpha_j + \gamma_j d_j + \sum_{k=1}^6 \beta_{j,k} X_k \right)$$

où  $d_j$  représente l'un des quatre indicateurs d'endettement (ratios VA de la dette/PIB, VA de la dette/exportations, service de la dette/recettes publiques et service de la dette/exportations) et  $X_k$  les variables explicatives hors endettement incluses dans les régressions probit (EPIN, croissance du pays, réserves de change, réserves de change au carré, envois de fonds des travailleurs émigrés et croissance mondiale).

**2. On compare ensuite les probabilités de surendettement à des seuils de probabilité appropriés afin de déterminer un signal de risque.** Les seuils de probabilité sont ceux qui minimisent la fonction de pertes (qui pénalise les erreurs de catégorie I (« appels manqués ») et de catégorie II (« fausses alarmes ») avec une pondération de l'erreur de catégorie I fixée à 0,67). On compare l'évolution des probabilités dans le scénario de référence et les tests de résilience à ces seuils de la même manière que dans l'approche traditionnelle (voir ci-dessous un exemple illustratif). Les seuils de probabilité sont résumés au tableau AVII.1 ci-dessous.

**Tableau AVII.1. Seuils de probabilité utilisés dans l'approche par les probabilités**

|                             | VA de la dette extérieure PPG |              | Service de la dette extérieure PPG |              |
|-----------------------------|-------------------------------|--------------|------------------------------------|--------------|
|                             | en pourcentage de             |              | en pourcentage de                  |              |
|                             | PIB                           | Exportations | Recettes                           | Exportations |
| <b>Seuil de probabilité</b> | 0.155                         | 0.16         | 0.15                               | 0.138        |

**3. Le recours à la probabilité peut être une option quand la notation de risque d'un pays se situe à la limite entre deux catégories tandis que les indicateurs d'endettement pertinents sont proches des seuils.** On définit les cas limites comme ceux dans lesquels l'une des trajectoires

<sup>62</sup>Pour générer les probabilités de surendettement propres à un pays, le CVD nécessite de calculer les moyennes des variables pertinentes (croissance du pays, réserves de change, envois de fonds des travailleurs émigrés et croissance mondiale) pendant une période de 16 ans comprenant cinq années de données historiques, celles de l'année en cours et les données prévues pour les dix prochaines années.

(continued)

des indicateurs d'endettement (dans le scénario de référence ou le test de résilience le plus extrême) dépasse un seuil de façon marginale<sup>63</sup> ou oscille en deçà mais dans des marges étroites. On pourrait donc utiliser l'approche par les probabilités pour relever ou abaisser la notation mécanique de l'approche traditionnelle.

#### 4. En pratique, on peut envisager les cas limites suivants :

- Un cas limite est **faible/modéré** : (i) quand les indicateurs d'endettement se situent en deçà des seuils du scénario de référence, mais (ii) quand un seuil est *presque* dépassé avec un test de résilience standardisé ou quand il y a un *léger* dépassement d'un seuil avec un test de résilience standardisé.
- Un cas limite est **modéré/élevé** : (i) quand les tests de résilience entraînent un ou plusieurs dépassements et (ii) quand un seuil est *presque* dépassé dans le scénario de référence ou quand il y a un *léger* dépassement d'un seuil dans le scénario de référence.

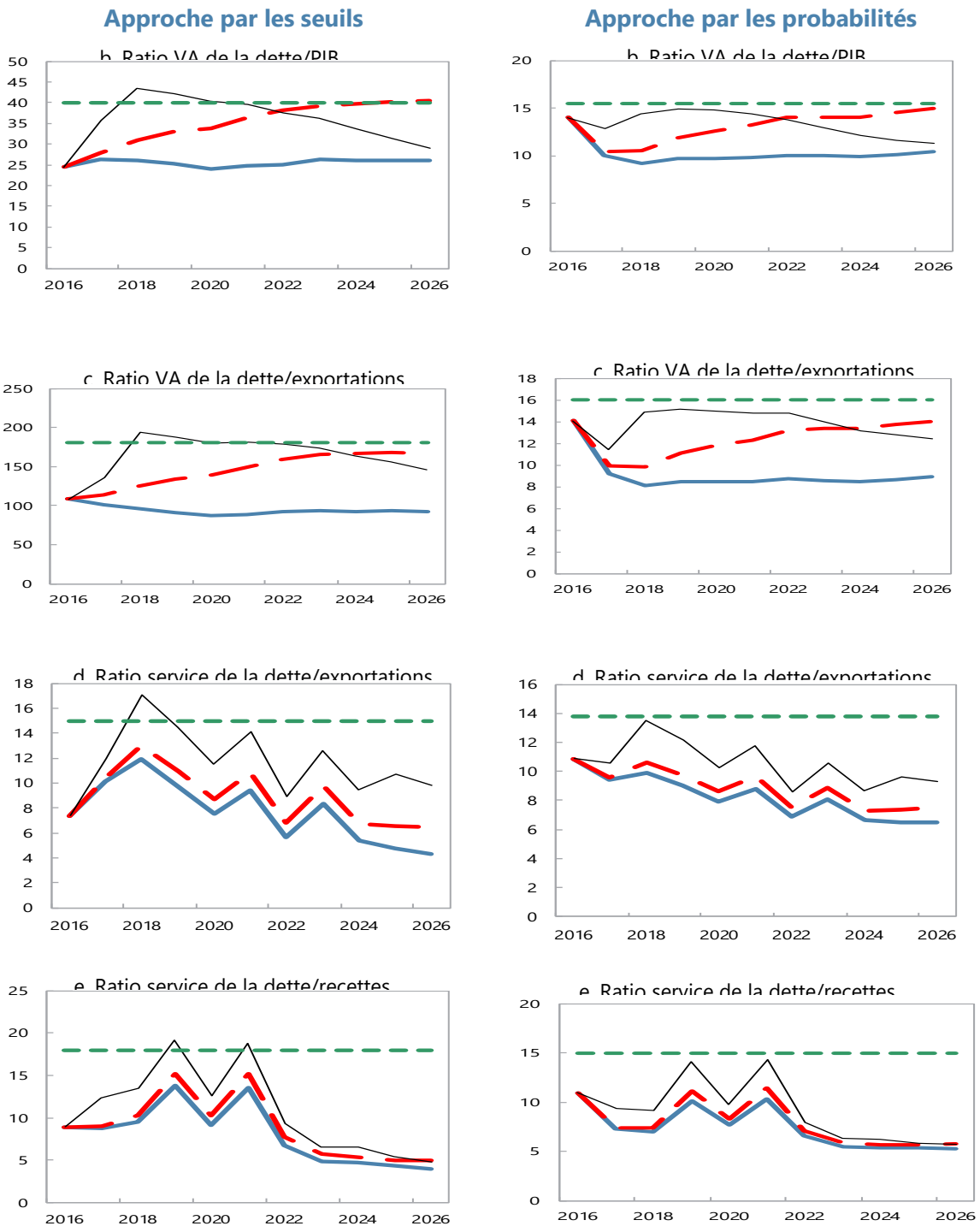
5. **Il peut y avoir des cas où l'approche par les probabilités génère des résultats différents de ceux de l'approche traditionnelle par les seuils.** Le graphique AVII.1 présente l'approche CVD « traditionnelle » parallèlement à celle par les probabilités pour un pays hypothétique. Dans l'approche traditionnelle, on compare l'évolution des quatre indicateurs de la dette extérieure PGP à leurs seuils respectifs dans le scénario de référence et dans les tests de résilience standardisés. Dans l'approche par les probabilités, on compare la probabilité prévue de surendettement (exprimée en pourcentage) liée à chaque indicateur d'endettement aux seuils de probabilité dans le scénario de référence et dans les tests de résilience standardisés. Dans ce cas, l'approche traditionnelle indique un risque modéré de surendettement, le test de résilience le plus extrême entraînant un dépassement des seuils, alors que l'approche par les probabilités indique un risque faible, le scénario de référence et les tests de résilience demeurant strictement en deçà des seuils.

6. **L'approche par les probabilités est un instrument complémentaire destiné à éclairer le jugement dans les cas limites.** La détermination finale de la notation du risque doit tenir compte des autres facteurs pertinents évoqués à la section VIII. En outre, les utilisateurs doivent être conscients que l'approche par les probabilités indique quelquefois des probabilités aberrantes avec l'utilisation de variables économiques propres à un pays, qui pourraient être aberrantes dans la distribution des PFR.

7. **Le modèle montre si l'approche par les probabilités est applicable au pays d'un utilisateur et génère automatiquement le résultat de cette approche en même temps que les graphiques et les tableaux.** Un rapport d'AVD doit comprendre des graphiques et des tableaux à la fois pour l'approche traditionnelle et pour celle par les probabilités lorsque cette dernière éclaire le jugement.

<sup>63</sup>On définit les dépassements marginaux comme des dépassements temporaires d'une faible ampleur qui durent plus d'un an.

**Graphique AVII.1. Comparaison entre l'approche traditionnelle et l'approche par les probabilités**



## Références

- Association internationale de développement, 2005, « Operational Framework for Debt-Sustainability Assessments in Low-Income Countries—Further Considerations », (Washington).
- Aisen, A., et D. Hauner, 2008, « Budget Deficits and Interest Rates: A Fresh Perspective », Document de travail du FMI n°08/42. (Washington: Fonds monétaire international).
- Arbelaez, C., et N. Sobrinho, 2017, « Government Financial Assets and Debt Sustainability », Document de travail du FMI n°17/173. (Washington: Fonds monétaire international).
- Banque mondiale, 2015a, « IDA's Non-Concessional Borrowing Policy: Review and Update », (Washington).
- Bova, Elva, Paulo Medas, et Tigran Poghosyan, 2016, « Macroeconomic Stability in Resource-Rich Countries: The Role of Fiscal Policy », Document de travail du FMI 16/36 (Washington: Fonds monétaire international).
- Buffie, E., A. Berg, C. Pattillo, R. Portillo, et L. Zanna, 2012, « Public Investment, Growth, and Debt Sustainability: Putting Together the Pieces », Document de travail du FMI 12/144. (Washington: Fonds monétaire international).
- Céspedes, L. F., et A. Velasco, 2013, « Was This Time Different? Fiscal Policy in Commodity Republics », Document de travail de la BERD n°19748.
- CNUCED, 2015, « La dépendance à l'égard des produits de base, 2016 », (New York et Genève: Conférence des Nations Unies sur le commerce et le développement).
- Cust, J., et D. Mihalyi, 2017, « [Evidence for a Presource Curse? Oil Discoveries, Elevated Expectations, and Growth Disappointments](#) », (Washington: Banque mondiale).
- BERD, Fonds monétaire international, OCDE et Banque mondiale, 2011, "[Local Currency Bond Market: A Diagnostic Framework](#)", (Washington: Fonds monétaire international)
- Escolano, J., A. Shabunina, et J. Woo, 2011, « The Puzzle of Persistently Negative Interest Rate-Growth Differentials: Financial Repression or Income Catch-Up? », Document de travail du FMI n°11/260. (Washington: Fonds monétaire international).
- Fonds monétaire international — Banque mondiale, 2004, « [Directives révisées de la gestion de la dette publique](#) », (Washington).
- , 2005, « Cadre opérationnel des évaluations de la viabilité de la dette pour les pays à faible revenu – autres considérations », (Washington).

———, 2009, « Concevoir une stratégie de gestion à moyen terme de la dette (SGMTD) – note d'orientation destinée aux autorités des pays », (Washington).

———, 2013, « Note d'orientation sur l'application du cadre de viabilité de la dette pour les pays à faible revenu établie conjointement par la Banque mondiale et le FMI », (novembre) (Washington).

———, 2017, « Réexamen des propositions de réforme du cadre de viabilité de la dette pour les pays à faible revenu » (septembre) (Washington).

Fonds monétaire international, 2007, « Manuel de transparence budgétaire », (Washington).

———, 2012, « Fluctuations des cours des produits de base et conséquences pour les exportateurs », chapitre IV, Perspectives de l'économie mondiale (avril). (Washington).

———, 2012a, « What Lies Beneath: The Statistical Definition of Public Sector Debt », (juillet). (Washington).

———, 2014, « Manuel de statistiques des finances publiques ». (Washington).

———, 2014a, « Fiscal Multipliers: Size, Determinants, and Use in Macroeconomic Projections », (2014). (Washington).

———, 2014b, « Reform of the Policy on Public Debt Limits in Fund-supported Programs », (décembre) (Washington).

———, 2015, « Note d'orientation pour la surveillance dans le cadre des consultations au titre de l'Article IV », (mars) (Washington).

———, 2015a, « Les taux de change et les flux d'échanges sont-ils déconnectés ? » Chapitre 3, Perspectives de l'économie mondiale (octobre) (Washington).

———, 2015b, « À quoi les exportateurs de produits de base doivent-ils s'attendre ? Croissance de la production après l'envolée des cours des produits de base », chapitre 2, Perspectives de l'économie mondiale (octobre) (Washington).

———, 2016, « La résilience des petits États aux catastrophes naturelles et au changement climatique: le rôle du FMI », (novembre) (Washington).

———, 2016a, « Assessing Fiscal Space: An Initial Consistent Set of Considerations », (décembre) (Washington).

———, 2017, « Estimating the Stock of Public Capital in 170 Countries: January 2017 Update ». Consultable à l'adresse:

[http://www.imf.org/external/np/fad/publicinvestment/pdf/csupdate\\_jan17.pdf](http://www.imf.org/external/np/fad/publicinvestment/pdf/csupdate_jan17.pdf) (Washington).

———, 2017a, « Eligibility to Use the Fund's Facilities for Concessional Financing, 2017 » (mai) (Washington).

———, 2017b, « Perspectives économiques régionales: ajustement budgétaire et diversification économique », (octobre) (Washington).

Kaminsky, G, et C. Reinhart, 1999, « The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-Of-Payments Problems », *The American Economic Review*, Vol. 89, No. 3, pp. 473–500.

Kose, M. Ayhan, S. Kurlat, F. Ohnsorge, et N. Sugawara, 2017, « A Cross-Country Database of Fiscal Space ». Document de travail consacré à la recherche sur les politiques n°8157, (Washington: Banque mondiale).

Kraay, A., et V. Nehru, 2006, « When is Debt Sustainable? » *Revue économique de la Banque mondiale*, 20(3): pp. 341–65, (Washington).

Mauro, P., et M. Villafuerte, 2013, « Past Fiscal Adjustments: Lessons from Failures and Successes », *Revue économique du FMI*, 61(2): pp. 379–404. (Washington: Fonds monétaire international).

Melina, G., S. Yang, et L. Zanna, 2016, « Debt Sustainability, Public Investment and Natural Resources in Developing countries: The DIGNAR model, » *Economic Modelling*, 52, 630-649.

Pennings, S., 2017, « Long-term Growth Model v4.0: Model Description ». Consultable sur [http://globalpractices.worldbank.org/mfm/Pages/SitePages/MFM Online Tools.aspx](http://globalpractices.worldbank.org/mfm/Pages/SitePages/MFM%20Online%20Tools.aspx)

Ross, Michael, 1999, « The Political Economy of the Resource Curse ». Consultable sur: [https://www.researchgate.net/publication/235737580 The Political Economy of the Resource Curse](https://www.researchgate.net/publication/235737580_The_Political_Economy_of_the_Resource_Curse)

Sachs, D. Jeffrey, et Andrew M. Warner, 1995, « [Natural Resource Abundance and Economic Growth](#) ». Document de travail de la BERD n°5398 (décembre).

Spatafora, N., et I. Samake, 2012, « Commodity Price Shocks and Fiscal Outcomes ». Document de travail du FMI n°12/112. (Washington: Fonds monétaire international).

———, 2015b, « The Economics of the Macro-Fiscal Model », (Washington).

———, 2017, « Private Participation in Infrastructure (PPI) Database Half Year Report ».