

Publication N° 5

**QUESTIONS CLES POUR ANALYSER LA VIABILITE
DE LA DETTE INTERIEURE**

Alison Johnson

Debt Relief International Ltd
2001

ISBN 1-903971-11-X

Version originale en anglais : ISBN 1-903971-07-1

© Debt Relief International Ltd, 2001. Toute reproduction d'un extrait quelconque de la présente publication, par quelque procédé que ce soit, et notamment par réimpression ou photocopie, ou tout autre usage de ce document ne peuvent être effectués qu'avec la permission des éditeurs.

Publié par

Debt Relief International Ltd

4th Floor, Lector Court, 151-153 Farringdon Road

London EC1R 3AF, Royaume-Uni

Téléphone : 44 (0)20 – 7278 0022 Télécopie : 44 (0)20 – 7278 8622

Email : publications@dri.org.uk

Maquette et impression

In One Design Ltd, Londres, Royaume-Uni

Avant-propos

La présente série de publications a été élaborée en réponse aux nombreuses demandes d'informations reçues par *Debt Relief International (DRI)* sur le Programme de renforcement des capacités (PRC) d'analyse et de stratégie de la dette des Pays pauvres très endettés (PPTE), ainsi que sur les aspects techniques de l'analyse et des négociations de la dette essentielles au développement et à la mise en œuvre de stratégies nationales de désendettement. L'objectif du PRC PPTE, fondé par cinq gouvernements européens (Autriche, Danemark, Royaume-Uni, Suède et Suisse) est de perfectionner et de renforcer les capacités des gouvernements PPTE à développer et mettre en œuvre leur propre stratégie nationale d'allègement de la dette, ainsi qu'une politique de nouveaux emprunts permettant d'atteindre la viabilité à long terme de leur dette sans avoir recours à l'assistance extérieure. DRI est l'organisation à but non lucratif choisie par les cinq bailleurs de fonds européens pour mettre en œuvre le PRC PPTE.

Cette série de publications émane de l'expérience que DRI a acquise auprès de 32 gouvernements PPTE, plus particulièrement en organisant des ateliers nationaux, régionaux et internationaux sur la stratégie de désendettement, les négociations de la dette, les prévisions macro-économiques et la réduction de la pauvreté. Ces publications visent principalement les hauts fonctionnaires et les décideurs des PPTE, mais elles seront très utiles aux personnels des organisations régionales africaines, asiatiques et latino-américaines, aux ONG et aux universitaires des pays en développement et des pays industrialisés.

Ces publications ont pour but de présenter des thèmes spécifiques de manière concise, accessible et pratique qui seront utilisés et mis en œuvre par les gouvernements PPTE. Cette série devrait permettre aux hauts fonctionnaires et aux décideurs de se concentrer sur certaines des questions principales relatives à la viabilité à long terme de la dette, aux prévisions macro-économiques et à la réduction de la pauvreté dans les PPTE. Chaque publication est rédigée de manière indépendante.

Les vues exprimées dans ces publications sont celles des auteurs et ne reflètent pas nécessairement les positions officielles des bailleurs de fonds du PRC PPTE.

Vos commentaires sur la présente publication ou tout autre thème à aborder dans cette série sont les bienvenus.

Alison Johnson
Éditeur

Yolande Eyoum
Assistante éditoriale

SOMMAIRE

1. INTRODUCTION.....	5
2. DONNÉES DE LA DETTE.....	5
2.1. Champ d'application des données de la dette	6
2.2. Conciliation des données de la dette.....	7
2.3. Bilan de portefeuille.....	8
2.4. Calcul de la valeur actualisée	11
3. QUESTIONS ANALYTIQUES.....	12
3.1. Motifs de l'emprunt intérieur	12
3.2. Considérations juridiques	13
3.3. Considérations institutionnelles.....	13
3.3.1 <i>Rapport entre le gouvernement central et la banque centrale.....</i>	<i>13</i>
3.3.2 <i>Évolution du secteur financier.....</i>	<i>14</i>
3.4. Corrélations et analyse économétrique.....	16
4. ALLÈGEMENT DE LA DETTE ET OPTIONS DE NOUVEAUX EMPRUNTS ..	16
4.1. Quelles dettes restructurer ?.....	16
4.2. Théorie et pratique	17
4.2.1 <i>Les taux d'intérêt réels projetés à la baisse sont-ils réalistes ?.....</i>	<i>17</i>
4.2.2 <i>Comment le gouvernement peut-il prolonger la structure d'échéance de la dette intérieure ?.....</i>	<i>18</i>
4.3. Options de restructuration	18
4.3.1 <i>Rééchelonnement des conditions.....</i>	<i>18</i>
4.3.2 <i>Rachat.....</i>	<i>19</i>
4.3.3 <i>Conversion de la dette en devise étrangère.....</i>	<i>20</i>
4.3.4 <i>Conversion de la dette en prises de participation</i>	<i>20</i>
4.3.5 <i>Réduction du service de la dette.....</i>	<i>20</i>
4.3.6 <i>Apurement des arriérés.....</i>	<i>20</i>
4.3.7 <i>Fonds de dette intérieure.....</i>	<i>21</i>
4.3.8 <i>Conversion de découvert.....</i>	<i>21</i>
4.3.9 <i>Effets publics liés à l'indice.....</i>	<i>21</i>
4.3.10 <i>Stock lié au taux de change.....</i>	<i>21</i>
4.3.11 <i>Séparation de la dette gouvernementale en deux instruments.....</i>	<i>22</i>

4.4.	Options de nouveaux emprunts	22
4.4.1	<i>Bons du Trésor</i>	23
4.4.2	<i>Prêts et obligations</i>	23
4.4.3	<i>Déficit de financement</i>	23
5.	RATIOS DE VIABILITÉ	25
6.	COMMENT CHOISIR ENTRE L'ALLÈGEMENT DE LA DETTE EXTÉRIEURE OU INTÉRIEURE ET LES NOUVEAUX EMPRUNTS ?	26
7.	LIENS AVEC LA RÉDUCTION DE LA PAUVRETÉ	27

ENCADRÉS

Encadré 1 :	Courbes de taux d'intérêt et de rendement	10
Encadré 2 :	Calcul de la valeur actualisée	11
Encadré 3 :	Mode d'émission des bons du Trésor	15
Encadré 4 :	Scénarios relatifs à la dette intérieure du Cameroun, du Ghana et de la Tanzanie ...	24

TABLEAUX

Tableau 1 :	Etalonnage comparatif préliminaire en matière de viabilité de la dette intérieure	26
-------------	---	----

1. INTRODUCTION

La présente publication a été rédigée pour les ateliers nationaux sur la stratégie de désendettement, organisés par Debt Relief International (DRI) en coordination avec les gouvernements des PPTE et des pays en développement. Les ateliers nationaux visent à aider les gouvernements à établir une stratégie de désendettement nationale à jour, dans le contexte de l'Initiative en faveur des Pays pauvres très endettés (PPTE).

Bien que l'Initiative en faveur des PPTE soit axée sur la viabilité de la dette extérieure, il importe tout autant que les gouvernements évaluent la viabilité de la dette totale, c'est-à-dire à la fois de la dette extérieure et intérieure. En particulier, il est nécessaire que les gouvernements examinent et évaluent le fardeau budgétaire de la dette totale sur le budget et le secteur financier. À ce jour, l'analyse de viabilité de la dette a principalement porté sur la dette extérieure. C'est pourquoi le présent document se penche au contraire sur les principales questions relatives à l'analyse de viabilité de la dette intérieure.

Ce document s'appuie sur les travaux réalisés par Matthew Martin, Michel Vaugeois, Sanga Sangarabalan, Jaime Coronado, Godfrey Dhatemwa, ainsi que par les représentants officiels du Ghana et de la Tanzanie qui ont aidé à préparer leur étude de cas nationale sur la viabilité budgétaire, présentées au séminaire du Ministère britannique pour le Développement international (DfID : *Department for International Development*), qui s'est déroulé à Londres en novembre 1998. La publication tente surtout de se faire l'écho des questions et des commentaires des PPTE, conférant ainsi une importance toute particulière aux contributions et aux remarques de ces pays.

Ce document est divisé en rubriques consacrées aux principales questions concernant l'analyse de la viabilité de la dette intérieure, ainsi que l'établissement de scénarios en vue de l'allègement de la dette et des nouveaux emprunts. Ces rubriques sont les suivantes :

- Données de la dette : champ d'application, conciliation, bilan de portefeuille et calcul de la valeur actualisée ;
- Questions analytiques : motifs de l'emprunt intérieur, considérations juridiques et institutionnelles, développement du secteur financier ;
- Allègement de la dette et nouvelles options d'emprunt : quelles dettes restructurer, options de restructuration et de nouveaux emprunts ;
- Ratios de viabilité ;
- Comment choisir entre l'allègement de la dette extérieure et intérieure d'une part et les nouvelles émissions d'autre part ;
- Liens avec la réduction de la pauvreté.

2. DONNÉES DE LA DETTE

Cette rubrique examine quatre groupes de questions relatives aux données de la dette : le champ d'application de la dette intérieure ; la conciliation des données intérieures ; les questions liées au portefeuille ; et le calcul de la valeur actualisée.

2.1. Champ d'application des données de la dette

La première question à examiner dans le cadre de l'étude de la viabilité de la dette intérieure est la suivante :

En quoi consiste la dette intérieure ?

Pour la plupart des PPTÉ, l'expression « dette intérieure » désigne généralement de façon condensée les instruments de la dette émis par le gouvernement central. Le gouvernement central n'est toutefois pas le seul à pouvoir émettre des instruments relatifs à la dette. En principe, les autorités régionales et locales y sont également habilitées, de même que les entreprises publiques, ce qui, conjointement à la dette du gouvernement central, représente la « dette intérieure publique ». Il n'empêche que dans de nombreux pays en développement, les autorités régionales et locales, ainsi que les entreprises publiques, disposent d'une capacité limitée à émettre des instruments relatifs à la dette et/ou peu d'investisseurs sont disposés à détenir ces instruments. C'est pourquoi la dette intérieure publique désigne généralement les instruments de la dette émis par le gouvernement central.

Il arrive que les pays dotés de secteurs financiers relativement développés présentent une dette intérieure de secteur privé, car les entreprises peuvent recourir aux obligations ou aux prêts afin de financer leurs activités. Ce type de dette est toutefois exclu aux fins d'analyse de la viabilité budgétaire.

On associe habituellement la dette intérieure aux instruments de dette émis en devise locale à destination des résidents du pays. Cela n'est néanmoins pas toujours le cas, les pouvoirs publics et/ou entreprises publiques pouvant émettre des instruments en devise locale (bons ou obligations du Trésor, par exemple) susceptibles d'être acquis par des non-résidents et détenus à l'étranger. Les gouvernements peuvent en outre convertir une dette en devise locale, détenue par des résidents, en exigibilité exprimée en devise étrangère (obligations libellées en dollar des États-Unis, par exemple) et émettre des instruments de dette normalement considérés comme « intérieurs » (et détenus par des résidents) en dollars des États-Unis. Dans ce cas de figure, le gouvernement doit toutefois assumer le risque de variation des taux de change, ce qui rend cette pratique peu courante.

Afin d'évaluer la viabilité budgétaire de la dette intérieure, c'est-à-dire le fardeau budgétaire de la dette intérieure, il convient de considérer tous les types d'instruments de dette et d'exigibilités que le gouvernement et les entreprises publiques doivent assurer et rembourser à partir de leurs recettes. Cela englobe les catégories suivantes :

- **Bons du Trésor** : titres à court terme émis par le gouvernement, généralement vendus à décote au lieu de rapporter des intérêts, avec une échéance d'1 an ou moins. La décote de l'émission donne un rendement (ou intérêt), ce qui représente la façon dont les bons du Trésor sont analysés. Les bons du Trésor peuvent également payer des intérêts à échéance et être émis au pair, auquel cas ils équivalent à une obligation à très court terme.
- **Billets du Trésor** : titres à moyen terme émis par le gouvernement, au pair et avec intérêt payable annuellement ou semestriellement, avec une échéance supérieure à 1 an. La distinction entre les bons du Trésor et les billets du Trésor devient floue au fur et à mesure que l'échéance se prolonge. Dans certains pays, les instruments de 1 à 2 ans d'échéance sont classés comme billets du Trésor, alors que dans d'autres l'échéance maximale des billets est fixée à 5 ou 10 ans.
- **Bons et billets de la banque centrale** : dans certains pays, la banque centrale émet ses propres

bons et billets à court et moyen terme en vue de réaliser des opérations sur le marché libre qui sont distinctes des bons et billets du Trésor émis par le gouvernement à des fins de financement budgétaire. Le coût du service des bons et billets de la banque centrale est généralement assumé par la banque centrale, à partir de ses propres comptes de recettes et bilan, et non du budget gouvernemental. L'impact sur le budget gouvernemental se produit néanmoins via les pertes et profits remis au gouvernement par la banque centrale¹.

- **Obligations** (parfois désignées bons du Trésor si elles sont émises par le gouvernement central) : instruments à moyen et long terme émis au pair et avec intérêt payable annuellement ou semestriellement par les autorités centrales, régionales ou locales. Les obligations sont généralement émises en devise nationale, mais il arrive que le gouvernement émette des obligations libellées en devise étrangère. Dans certains pays, les entreprises publiques sont également habilitées à émettre des obligations.
- **Prêts** : analogues aux prêts extérieurs et émis par les autorités centrales, régionales ou locales, ainsi que par les entreprises publiques.
- **Billets à ordre** : consistent à promettre de payer une somme donnée à une date convenue et servent généralement à payer les fournisseurs.
- **Titres d'État** découlant de la capitalisation des arriérés de paiement ou des facilités de découvert avec la banque centrale.
- **Facilités de découvert du gouvernement** auprès de la banque centrale ou des banques commerciales.
- **Arriérés de paiement** dus aux fournisseurs et aux entreprises parapubliques pour les biens et services, les traitements des fonctionnaires, le règlement des retraites, etc.
- **Dettes découlant des privatisations**, lorsque le gouvernement prend en charge les obligations non amorties d'entreprises publiques privatisées ou en cours de privatisation.
- **Obligations de recapitalisation** : instruments à plus long terme servant à financer la recapitalisation de la banque centrale ou des banques commerciales.
- **Engagements conditionnels** : obligations découlant de (i) garanties gouvernementales en matière d'emprunts non publics et d'exigibilités auprès des autorités régionales et locales, ainsi que des entreprises des secteurs public et privé ; (ii) programmes d'assurance gouvernementaux et (iii) défaillances bancaires et autres opérations de sauvetage du secteur financier.

2.2. Conciliation des données de la dette

De même qu'avec la dette extérieure, il convient de concilier les données de la dette avec les créanciers. Cela devrait s'avérer une tâche relativement aisée en ce qui concerne la dette intérieure à moyen et long terme, car les créanciers sont généralement peu nombreux, en l'occurrence les banques commerciales et autres institutions financières locales, la banque centrale et quelques détenteurs du secteur privé. Étant donné que les bons du Trésor sont généralement émis en tant

¹ Qu'une banque centrale émette ses propres bons ou non en matière de politique monétaire relève de la politique et il se peut que cette décision soit tributaire du degré d'indépendance de la banque centrale, ainsi que de sa capitalisation. Il n'empêche que l'indépendance de la banque centrale ne signifie pas forcément que celle-ci émette ses propres bons.

qu'instruments au porteur², il n'est pas nécessaire de les concilier créancier par créancier, surtout s'il existe un marché secondaire actif, car les instruments seront échangés et leur propriété variera en conséquence. Il importe toutefois de savoir quels types d'institutions et de groupes sont actifs lors de l'acquisition et de la transaction initiales des bons du Trésor, ainsi que détenteurs du stock.

2.3. Bilan de portefeuille

Le bilan de portefeuille de la dette intérieure vise à analyser l'évolution de cette dernière dans le temps et à donner un aperçu de la situation en cours. Lors de la réalisation d'un bilan, il importe d'analyser à la fois le montant et l'évolution des éléments suivants :

- taille et volume du portefeuille de la dette intérieure et de son rapport avec la dette totale ;
- structure du portefeuille : par type d'instrument et échéance (dette à court terme, contre dette à moyen/long terme) ;
- émetteurs de la dette par type d'instrument. Dans la plupart des pays, il s'agit principalement du gouvernement, bien que les entreprises publiques puissent emprunter et/ou émettre des instruments de dette ;
- composition des détenteurs par type d'instrument. Il s'agit principalement des banques commerciales, des compagnies d'assurance, des fonds de pension, de la banque centrale et du public ;
- conditions des nouvelles émissions ; le type de taux d'intérêt (fixe ou flottant) et l'échéance.
- taux d'intérêt (taux nominaux et réels) et courbes de rendement. Ces conditions sont exposées dans l'encadré 1 ci-après ;
- établissement des prix du marché secondaire et volume d'échanges par type d'instrument de dette. Le marché primaire concerne les émissions de nouveaux instruments, c'est-à-dire lorsqu'un bon ou une obligation du Trésor est mis en vente pour la première fois par adjudication, par offre publique d'achat ou par souscription (voir examen des méthodes d'émission des bons du Trésor dans l'encadré 1 ci-après). Le marché secondaire concerne en revanche l'échange ultérieur des instruments par les investisseurs ;
- encours et apurement des arriérés. Il se peut que le gouvernement ait des arriérés de paiements en intérêts et/ou en principal sur des instruments émis ou envers des fournisseurs. Il convient de signaler les mesures prises par le passé afin d'apurer ces arriérés ;
- restructuration du portefeuille. Il convient de signaler les mesures de restructuration prises par le passé, ainsi que la façon dont elle s'est accomplie ;
- politique concernant les reconductions de bons du Trésor. Il est d'usage que le gouvernement reconduise les émissions de bons du Trésor, sans réaliser de remboursements en principal. Il peut toutefois y avoir des limites sur la somme que le gouvernement peut reconduire. Il se peut

² Les obligations ou les actions peuvent être émises sous forme nominative, c'est-à-dire que l'émetteur, le gouvernement ou l'entreprise, tient un registre de propriété de chaque obligation et le modifie à chaque fois que la propriété de cette obligation ou action fait l'objet d'une transaction. Elles peuvent également être émises en tant qu'instrument au porteur, c'est-à-dire sans enregistrement de propriété. C'est la possession physique du certificat ou du bon qui constitue la principale preuve de propriété.

également que le gouvernement ait établi une politique concernant les reconductions. Il importe d'identifier si les reconductions comprennent la capitalisation des paiements d'intérêt. Il se peut qu'une augmentation considérable des émissions de bons du Trésor à court terme soit principalement due à des taux d'intérêt élevés.

Encadré 1 : Courbes de taux d'intérêt et de rendement

Le *taux d'intérêt nominal* est le taux d'intérêt à payer au détenteur de la dette.

Le *taux d'intérêt réel* tient compte de l'inflation et est généralement calculé comme le taux nominal moins le taux d'inflation.

Le *simple rendement à échéance* d'une obligation ou d'un instrument échangé permet de mesurer le rapport anticipé, en tenant compte du prix de l'instrument sur le marché actuel, de son taux d'intérêt ou de coupon et des années restantes avant l'échéance. Il est calculé de la manière suivante :

$$Y = \frac{C}{P} + \frac{(100 - P)}{T \times P}$$

selon laquelle

Y	=	rendement à échéance (multiplier par 100 pour obtenir sous forme de pourcentage)
C	=	paiement d'intérêts ou de coupon
P	=	prix actuel du marché
T	=	nombre d'années restant avant l'échéance.

Pour les bons du Trésor émis avec décote à hauteur de la valeur nominale (et sans paiement d'intérêts), le rendement se calcule différemment. Le rendement annualisé (Y) d'un bon du Trésor (sur l'hypothèse d'une année de 360 jours) se calcule de la manière suivante :

$$Y = \frac{D}{P} \times \frac{360}{t}$$

selon laquelle

Y	=	rendement annualisé
D	=	décote à valeur nominale (soit la différence entre le prix et la valeur nominale au moment de l'émission)
P	=	prix actuel du marché
t	=	nombre d'années restant avant l'échéance.

La *courbe de rendement*, également dite *structure conditionnelle des taux d'intérêt*, configure le rapport entre les années à échéance et le rendement à échéance pour un groupe d'obligations ou d'instruments impliquant le même degré de risque. Elle est généralement calculée pour les bons du Trésor, car ceux-ci sont émis avec des échéances et des escomptes (ou taux d'intérêt) différents, offrant ainsi des rendements variés aux investisseurs. La courbe de rendement trace ce que les instruments rapportent à l'investisseur à une date donnée.

En théorie, il existe des hypothèses afin d'expliquer la forme de la courbe de rendement³ :

- (1) Anticipations concernant les futurs taux d'intérêt : une courbe de rendement ascendante signifie qu'une hausse des taux d'intérêt est prévue dans les années à venir, tandis qu'une courbe descendante signifie qu'on anticipe une baisse de ces taux.
- (2) Prime de liquidité : les investisseurs paient un prix plus élevé (entraînant un rendement inférieur) en faveur d'échéances plus courtes, afin d'éviter les risques associés aux échéances plus longues. En conséquence, une courbe de rendement ascendante est considérée comme normale.
- (3) Segmentation du marché : les taux tendent à être déterminés indépendamment par l'offre et la demande pour certains segments de la courbe de rendement, car différents types d'investisseurs se concentrent sur des fourchettes d'échéance spécifiques afin de faire coïncider l'actif et le passif, ainsi que pour des raisons juridiques et régulatrices

Pour les PPTTE, le coût de l'emprunt extérieur étant généralement tributaire du créancier, le gouvernement, en tant qu'emprunteur, n'est pas en mesure d'influer ni sur le taux d'intérêt, ni sur l'échéance du prêt. Sur le marché intérieur en revanche, il se peut que le gouvernement puisse influencer sur le coût de l'emprunt en mettant en œuvre des politiques en matière d'intérêts et de stratégie

³ D'après Francis, JC, *Management of Investments*, Troisième édition (1993), McGraw-Hill, New York

monétaire (voir Rubrique 3.1).

Il est utile d'analyser l'élément don⁴ ainsi que le coût effectif de l'emprunt et d'évaluer l'évolution de ces éléments dans le temps. Étant donné que la plupart des instruments de dette intérieure sont émis à des taux d'intérêt liés au marché et qu'ils sont en majorité relativement à court terme, notamment les bons du Trésor, le portefeuille est peu concessionnel. En conséquence, l'élément don est généralement faible, alors que le taux d'intérêt effectif est souvent nettement supérieur à celui de la dette extérieure.

2.4. Calcul de la valeur actualisée

L'un des ratios essentiels à l'évaluation de la viabilité de la dette intérieure s'appuie sur la « valeur actualisée » de la dette et sur son rapport avec les recettes budgétaires générées intérieurement. L'utilisation de la valeur actualisée au détriment de la valeur nominale s'explique par le fait que la valeur actualisée tient compte des conditions et de la concessionnalité du portefeuille de dette, traduisant ainsi plus exactement les coûts du service de la dette en devise actuelle. Le calcul de la valeur actualisée est expliqué dans l'encadré 2 ci-après.

De même que pour la dette extérieure, cela implique deux groupes de calculs :

- (1) La valeur actualisée de la dette existante, c'est-à-dire avant tout allègement ou restructuration de la dette et simulations de nouveaux emprunts, ce qui exclut tous les décaissements futurs.
- (2) La valeur actualisée de la dette après allègement et nouveaux emprunts, lorsque le service des nouveaux décaissements et des nouvelles émissions est inclus (voir Rubrique 4.2 pour en savoir plus sur les nouveaux emprunts).

Pour le premier calcul, la valeur actualisée ne sera calculée avec précision que si l'on exclut les paiements prévus du service de la dette ou les éventuelles sommes non décaissées. Cela est néanmoins peu probable dans le cas de la dette intérieure, car celle-ci sera généralement entièrement décaissée.

Un second, et plus crucial, aspect du calcul de la valeur actualisée de la dette intérieure concerne le taux d'intérêt à utiliser pour escompter le flux des paiements du service de la dette prévus. En principe, le *taux d'escompte* est le coût alternatif de l'emprunt sur les marchés financiers. Pour de nombreux gouvernements toutefois, il n'existe pas d'autre source réaliste de financement intérieur, particulièrement en ce qui concerne les bons du Trésor ou les émissions de prêts. En outre, il est assez courant que les banques commerciales et autres institutions financières établissent leurs principaux taux de prêt en fonction du taux des bons du Trésor à court terme. Il se peut donc qu'il n'existe pas d'emprunt alternatif véritablement indépendant à utiliser comme taux d'escompte.

Encadré 2 : Calcul de la valeur actualisée

La valeur actualisée de la dette est le flux des futurs paiements du service de la dette, déduction faite de la valeur temporelle de l'argent. L'idée sous-jacente au calcul de la valeur actualisée est que l'argent payé aujourd'hui représente un plus gros fardeau que l'argent payé plus tard, en raison du coût de substitution et de l'inflation. Cela signifie qu'un paiement du service de la dette de 100 \$ aujourd'hui coûtera moins l'année prochaine, en termes « réels ». La formule générale du calcul de la valeur actualisée d'un flux de paiement est la suivante :

⁴ L'élément don est une mesure de concessionnalité et est calculé en pourcentage du montant du prêt d'origine (montant du prêt d'origine - valeur actualisée du prêt). Le coût effectif de l'emprunt est analogue au taux intérieur de rapport d'un flux de paiement et mesure le taux d'intérêt qui rapporte un élément don égal à zéro (ou valeur nette actualisée).

$$VA = \frac{S^1}{(1+t)} + \frac{S^2}{(1+t)^2} + \frac{S^3}{(1+t)^3} + \dots + \frac{S^n}{(1+t)^n}$$

selon laquelle

VA = valeur actualisée des futurs paiements
Sⁿ = paiements du service de la dette pour la période de temps n
t = taux d'escompte

Exemple : si les paiements du service de la dette d'un prêt s'élèvent à 10 000 \$EU par an pendant trois ans, la valeur nominale de ces paiements au terme des trois années est de 30 000 \$, alors que la valeur actualisée du flux de paiement, sur l'hypothèse d'un taux d'escompte de 10 %, est de :

$$VA = \frac{10\,000}{(1+0,1)} + \frac{10\,000}{(1+0,1)^2} + \frac{10\,000}{(1+0,1)^3} = 24\,869$$

Les institutions de Bretton Woods désignent la valeur actualisée (VA) de la dette par l'expression valeur actualisée nette (VAN).

Dans ce cas de figure, il conviendra de revoir les taux de prêt intérieurs selon l'échéance des prêts et d'évaluer ceux qui sont les plus représentatifs du coût des prêts intérieurs, afin de les utiliser en tant que taux d'escompte pour les bons et prêts du Trésor, en fonction de l'échéance de l'émission.

En général, la VA de la dette intérieure est relativement plus élevée que celle des emprunts extérieurs car la concessionnalité y est moindre. En effet, les taux d'intérêt de la dette intérieure sont généralement liés au marché, tandis que la structure d'échéance globale est à plus court terme.

3. QUESTIONS ANALYTIQUES

3.1. Motifs de l'emprunt intérieur

L'un des aspects décisifs à considérer lors de l'analyse de la dette gouvernementale réside dans le motif de l'emprunt. Cet aspect est important car il n'influe pas seulement sur le montant et les conditions de la dette intérieure, mais il peut aussi affecter l'échelle de l'allègement et/ou de la restructuration de la dette.

En général, la dette intérieure gouvernementale se justifie par trois grandes raisons :

- La première réside dans le **financement du déficit budgétaire**. Si le gouvernement n'est pas en mesure de satisfaire ses engagements en matière de dépenses grâce aux recettes recueillies intérieurement, telles que les impôts et les droits, ni par les dons et emprunts d'origine extérieure, il peut alors chercher à emprunter au niveau intérieur.
- La deuxième réside dans la **mise en œuvre de la politique monétaire**. Le gouvernement peut mettre en œuvre la politique monétaire en modifiant la masse monétaire de l'économie. Pour cela, les pouvoirs publics achètent ou vendent des bons du Trésor, c'est-à-dire qu'ils réalisent des opérations sur le marché libre. Les ventes de bons du Trésor par le gouvernement réduisent la masse monétaire et absorbent les liquidités, car la population et les institutions acquièrent des bons du Trésor et détiennent ainsi moins d'argent. Par contre, lorsque le gouvernement achète des bons du Trésor, cela a pour effet de réinjecter de l'argent dans l'économie, car la population vend les bons du Trésor et détient davantage de liquidités.

- La troisième réside dans le **développement du secteur financier**. Afin de développer et d'approfondir les marchés du secteur financier, il est nécessaire qu'une offre et une gamme constantes d'instruments financiers soient échangées. Au début de cette démarche, le gouvernement offre généralement des bons du Trésor à court terme qui offrent un rapport sûr et accroissent la confiance des investisseurs dans les instruments du gouvernement en matière de dette. L'approfondissement du marché peut ensuite être accompli en offrant des instruments à plus long terme accompagnés de structures de taux d'intérêt variées, c'est-à-dire de taux fixes et flottants.

L'analyse de la dette gouvernementale exige d'analyser la proportion du montant de la dette consacrée au financement budgétaire et aux opérations sur le marché libre. En outre, il importe de se pencher sur les types et sur l'échéance des émissions selon les différents objectifs, car cela influera sur les options disponibles en vue de la restructuration et de l'allègement de la dette. Par exemple, il sera pratiquement impossible de restructurer des émissions de bons du Trésor non amorties, alors que cela peut s'avérer possible pour les stocks de moyen à long terme.

Les entreprises du secteur public et privé émettent des instruments de dette destinés à financer les dépenses générales en cas de déficit de recettes ou en vue de projets d'investissements spécifiques.

3.2. Considérations juridiques

Il se peut qu'une limite statutaire soit imposée sur le niveau de dette intérieure que le gouvernement peut émettre. Cette limite, qui est prescrite soit sous forme de pourcentage des recettes gouvernementales, soit de montant nominal, est généralement établie dans une loi sur les prêts.

Il importe d'évaluer le niveau actuel de la dette par rapport aux éventuelles limites légales, car cela indiquera si le gouvernement risque ou non d'enfreindre ses limites statutaires.

L'autre question juridique à considérer concerne l'émission de garanties gouvernementales quant aux emprunts des entreprises publiques. Le gouvernement garantit-il les émissions de dette intérieure par les entreprises publiques et, si oui, dans quelles conditions ? A-t-il été nécessaire d'invoquer de telles garanties et, si oui, quelle proportion de l'encours actuel de la dette et des obligations de service cela concerne-t-il ?

3.3. Considérations institutionnelles

3.3.1 Rapport entre le gouvernement central et la banque centrale

Si le gouvernement émet des instruments de dette afin de financer les dépenses, le coût du service de cette dette sera compris dans le budget. En outre, si les pouvoirs publics sont responsables des opérations sur le marché libre, le service de cet élément de la dette gouvernementale figurera également au budget.

Dans certains pays néanmoins, c'est la banque centrale, et non le gouvernement, qui est responsable des opérations sur le marché libre. Dans ce cas, le coût du service de la dette servant aux opérations sur le marché libre n'est pas financé par le budget. Au lieu de cela, ce coût est assumé par la banque centrale, tandis que le coût des opérations sur le marché libre ne figure qu'indirectement au budget, via les pertes ou profits que la banque centrale déclare au gouvernement.

Si la banque centrale émet ses propres billets en vue d'opérations sur le marché libre et que le gouvernement émet des bons du Trésor en vue de financer le budget, il convient de considérer les

points suivants :

- Quelles procédures existent afin de coordonner le calendrier, le montant et le prix des instruments de dette, de façon à transmettre les mêmes signaux aux marchés et à permettre au marché d'absorber le montant de la dette émise ? S'il n'existe pas de procédures officielles ni officieuses, il conviendra d'en établir.
- Dans quelle mesure le marché accepte-t-il la dette de la banque centrale et du gouvernement central ? En fonction de l'expérience des pays, il se peut que les investisseurs préfèrent les bons de la banque centrale à ceux du gouvernement si la banque centrale jouit d'un meilleur bilan en matière de service ou de paiements de taux d'intérêts plus élevés.
- La banque centrale est-elle suffisamment capitalisée pour assurer le service de ses propres instruments de dette et, si non, comment doit-elle être recapitalisée ? Si la banque centrale n'est pas suffisamment capitalisée, elle risque de manquer de revenus ou de ressources pour satisfaire le service de la dette sur les bons qu'elle émet. Le gouvernement peut choisir d'émettre une obligation de recapitalisation afin de renforcer les finances de la banque centrale.

Dans la plupart des pays, la banque centrale agit comme un banquier vis-à-vis du gouvernement et lui offre une facilité de découvert permettant de gérer les transactions quotidiennes. Il n'empêche que si le gouvernement connaît de graves déficits de recettes, la banque centrale risque de devoir étendre cet accord de découvert, ce qui implique parfois des sommes importantes. Le degré d'indépendance de la banque centrale peut affecter l'ascendant du gouvernement ce type d'emprunts. Cela peut en outre affecter le coût de l'emprunt intérieur. Par exemple, si le gouvernement possède une influence suffisante, il peut alors convertir un découvert important, fixé à des taux d'intérêt tributaires du marché, en stock à long terme, fixé à des taux d'intérêt moindres, et réduire ainsi le coût budgétaire du service de la dette.

3.3.2 Évolution du secteur financier

L'évolution et la santé du secteur financier constitue une influence de taille sur la capacité des pouvoirs publics à émettre et à gérer la dette intérieure. Les questions à analyser englobent les suivantes :

- Le secteur bancaire est-il compétitif ? Ou bien le manque de concurrence est-il dû à la dominance des banques d'État ? Si le secteur bancaire n'est pas compétitif, les banques risquent de soumettre une offre concertée d'achat de bons du Trésor et de provoquer ainsi la hausse des taux d'intérêt que le gouvernement paie pour ses emprunts.
- Les banques sont-elles correctement capitalisées ? Présentent-elles de forts niveaux de prêts défaillants ? Il se peut que les banques qui ne sont pas correctement capitalisées et/ou présentent des niveaux importants de créances irrécouvrables comptent sur les revenus et les bénéfices obtenus des opérations de bons du Trésor pour rester solvables. En conséquence, toute réduction sensible des taux d'intérêt et/ou des transactions en bons du Trésor risque d'affecter leur solvabilité.
- Existe-t-il un vaste éventail d'institutions financières autres que les banques et, si oui, sont-elles compétitives ? Plus le secteur financier est compétitif, plus il est probable que les taux d'intérêt refléteront le coût et la disponibilité du capital. En conséquence, la présence d'institutions financières hors banques a pour effet d'accroître la concurrence.

- Dans quelle mesure les banques et les institutions financières dépendent-elles des bons du Trésor pour la création de revenus ? Les banques détiennent-elles des bons du Trésor au-delà des obligations légales de couverture ? Tel qu'indiqué ci-dessus, étant donné que les banques et les institutions financières peuvent dépendre des bons du Trésor pour la création de revenus, la réduction des taux d'intérêt risque d'avoir un impact considérable sur leur solvabilité. Une manière de déterminer cela consiste à analyser les bons du Trésor que les banques détiennent en sus de ce que la banque centrale leur exige à des fins de réserve. Par prudence, il est d'usage que la banque centrale exige des banques commerciales la détention d'un pourcentage de leur actif en instruments sûrs, généralement sous forme de bons du Trésor.
- Existe-t-il un marché secondaire en matière d'instruments de dette gouvernementaux et quel est son degré d'activité ? Un marché secondaire actif implique des prix plus compétitifs et, par conséquent, des rendements sur la dette gouvernementale. En outre, cela doit également impliquer une hausse de la demande de titres d'État, car les investisseurs sont en mesure de vendre lorsqu'ils le désirent et ne sont pas tributaires de leurs investissements.
- Les banques offrent-elles un vaste éventail d'instruments d'épargne compétitifs ? Un plus grand nombre de produits d'épargne doit entraîner une structure de taux d'intérêt plus compétitive, l'écart entre les taux d'emprunt et de prêt étant plus faible et entraînant des taux d'intérêt inférieurs. D'autre part, cela peut aussi impliquer que les investisseurs ont davantage le choix, entraînant ainsi une baisse de la demande de bons du Trésor de la part du public.
- Comment les banques fixent-elles les taux de prêt et d'épargne et en quoi ces taux sont-ils liés aux taux des bons du Trésor ? Si les banques ont tendance à utiliser le taux d'intérêt des bons du Trésor afin de déterminer leurs taux d'épargne et de prêt, les taux d'intérêt ne traduisent alors réellement ni le coût, ni la disponibilité du capital. Cela offre toutefois au gouvernement une marge de manœuvre afin de modifier le niveau général des taux d'intérêt.
- Quelle est la méthode de vente des bons du Trésor ? Se réalise-t-elle par adjudication ou par appel à la concurrence ? La méthode de vente favorise-t-elle les banques ? Les banques agissent-elles comme des agents face au public et gagnent-elles une commission sur ces ventes ? Les méthodes d'émission de titres d'État sont exposées à l'encadré 3 ci-après. Les émissions d'appel à la concurrence tendent à favoriser les banques, particulièrement si elles peuvent s'accorder sur leur prix d'offre. Les adjudications sont généralement plus ouvertes et compétitives, sous réserve qu'il n'existe pas de concertation sensible entre les banques et les autres investisseurs. Si les banques servent d'agents pour tous les achats publics de titres du gouvernement, cela peut leur permettre de gagner une commission sur toutes les transactions. Néanmoins, si le public est en mesure d'acheter des titres d'État directement auprès de la banque centrale ou d'une agence gouvernementale, les banques sont perdantes sur cette forme de revenu.

Il importe également de revoir les politiques actuellement en place pour le développement et le renforcement du secteur financier en augmentant la concurrence et la solvabilité. Les questions ci-dessus offrent une orientation face aux types d'émissions à examiner.

Encadré 3 : Mode d'émission des bons du Trésor⁵

Émission publique : le stock est offert à un prix fixe, les institutions et les investisseurs financiers étant censés l'acquérir à ce prix.

Émission par soumission : un prix minimal est déterminé et les offres sont invitées à partir de ce prix inclus. Les investisseurs

⁵ D'après Pilbeam, K, *Finance and Financial Markets*, MacMillan Press (1998), Basingstoke, Royaume-Uni.

offrent le montant, le stock et le prix qu'ils sont disposés à payer, le prix de vente minimal du stock étant alors calculé sur cette base. Ceux qui font une offre supérieure à ce prix minimal ont le droit à une concession intégrale, le reste de l'émission étant distribué au prorata au prix d'offre pertinent.

Émission par adjudication : aucun prix minimal n'est fixé et les investisseurs sont invités à avancer leur offre. L'émission est vendue au plus offrant jusqu'à l'épuisement de tout le stock.

Placement direct : des négociations sont conduites directement avec les institutions afin d'acquérir le stock à un prix convenu.

3.4. Corrélations et analyse économétrique

Il est utile d'analyser les tendances passées en matière de taux d'intérêt et d'échéance afin d'évaluer les facteurs qui ont influé sur les taux d'intérêt, en examinant la corrélation entre taux d'intérêt et niveau des bons du Trésor ou de l'émission de stock, inflation, taux d'intérêt étrangers et demande de crédit. L'analyse économétrique constitue une autre méthode d'analyser les facteurs déterminants des taux d'intérêt. Toutefois, étant donné la courte durée des données sur les marchés libéralisés disponibles dans la plupart des pays, ainsi que les nombreux problèmes structurels moins quantifiables du secteur financier qui influent sur les taux d'intérêt, il est généralement presque impossible de réaliser une analyse significative ou de tirer de solides conclusions stratégiques.

4. ALLÈGEMENT DE LA DETTE ET OPTIONS DE NOUVEAUX EMPRUNTS

4.1. Quelles dettes restructurer ?

Le bilan de portefeuille, ainsi que l'analyse des questions en matière juridique, institutionnelle et financière, doivent mettre en exergue les principales difficultés liées à la dette intérieure, tout en signalant une manière de parvenir à la viabilité.

Cependant, le choix des instruments (bons du Trésor ou valeurs, par exemple) et des éléments (stock ou service) de la dette intérieure est complexe. Il convient par conséquent de choisir entre différents échéanciers de l'allègement de la dette (réductions immédiates ou progressives, par exemple) et différentes méthodes (fonds fiduciaires, paiements de liquidités, titrisation). Conventionnellement, le choix est analysé en fonction des perceptions du marché quant aux différents risques et à la crédibilité du gouvernement. Le facteur le plus important est toutefois le coût de chaque dette, tel qu'exprimé en valeur actualisée, et si la dette doit être remboursée ou non.

D'autres facteurs, répartis en trois groupes, ont en outre été identifiés :

Impact budgétaire et monétaire

- Courants budgétaires nets : dans quelle mesure le service (ou l'apurement des arriérés le cas échéant) envisagé au titre de l'opération a-t-il été incorporé aux projections et aux programmes budgétaires convenus avec le FMI et la Banque mondiale, et par conséquent de combien les opérations augmenteront-elles les courants nets vers le budget ?
- Politique monétaire : quels seront les effets directs et indirects sur la liquidité de l'opération (tant pour les secteurs gouvernemental et privé) et en découle-t-il un risque inflationniste ?
- Coût des nouveaux emprunts sur les marchés financiers intérieurs : quels seront les effets de

l'opération sur l'évolution des taux d'intérêt et, en conséquence, sur le coût budgétaire des futurs emprunts intérieurs ?

Impact sur les secteurs privé et financier

- Épargne et investissement intérieurs : dans quelle mesure l'allègement de la dette encouragera-t-il l'investissement du secteur privé directement en éliminant les excédents de la dette dus au secteur privé ?
- Marchés financiers : dans quelle mesure l'opération améliorera-t-elle la volonté ou la capacité des institutions du secteur financier à offrir d'autres instruments d'épargne ou à financer des projets d'investissement, encourageant ainsi l'approfondissement financier ? Quels seront les effets sur les institutions financières qui détiennent actuellement ou échangent la dette existante soit directement, soit pour le compte de clients individuels ?
- Développement du secteur privé : l'opération encouragera-t-elle le développement du secteur privé ? Par exemple, la réduction des émissions de bons du Trésor encouragerait-elle la souscription au capital-actions du secteur privé comme alternative ?
- Effets distributionnels : quels seront les effets distributionnels de l'opération (dans la mesure où ils modifient les courants vers des secteurs différents de la société) ?

Effets plus amples

- Dialogue avec les bailleurs de fonds : comment la structure et la durée de l'opération affectent-elles le dialogue entre le gouvernement et ses bailleurs de fonds ? Dans quelle mesure cela mobilisera-t-il des fonds suffisants ?
- Rapport entre le gouvernement et le secteur privé : l'opération contribuera-t-elle à accroître la crédibilité du gouvernement sur le marché, entraînant ainsi une plus vaste stabilité économique ? Ou bien impliquera-t-elle un "risque moral" soit pour le gouvernement, soit pour le débiteur (c'est-à-dire d'emprunts futurs irresponsables) ou pour les créanciers intérieurs (demandes croissantes de taux d'intérêt futurs, par exemple), parce qu'ils savent qu'ils seront renfloués en cas de difficulté ?

4.2. Théorie et pratique

Une analyse de la viabilité budgétaire du Ghana et de la Tanzanie a soulevé d'importantes questions quant aux deux principales hypothèses théoriques sur lesquelles s'appuient les scénarios de réduction de la dette intérieure de nombreux pays et qui sont à considérer lors de la conception de scénarios en matière de dette et de nouveaux emprunts.

4.2.1 Les taux d'intérêt réels projetés à la baisse sont-ils réalistes ?

Théoriquement, tant que les prévisions inflationnistes sont à la baisse et que le gouvernement est en mesure de réduire la quantité d'effets émis (principalement en raison d'un déficit budgétaire réduit), il devrait être possible d'obtenir une baisse des taux d'intérêt réels. La réalité de nombreux pays à faible revenu montre toutefois que de nombreux autres facteurs interviennent, en l'occurrence :

- la compétitivité des marchés financiers intérieurs,

- la position financière et la motivation des banques commerciales, des institutions financières autres que les banques et des épargnants individuels,
- l'impact des directives de prudence du gouvernement et des obligations légales de couverture en matière de développement du secteur financier,
- la disponibilité des investissements rivaux et des opportunités d'épargne,
- et pour les investisseurs étrangers en matière d'instruments de la dette intérieure, l'ouverture *de jure* et *de facto* du compte de capital et les possibilités de retour des fuites de capitaux ou d'investissement de non résidents.

En conséquence, cela risque d'être extrêmement difficile de baisser les taux d'intérêt réels d'environ 10 % ou de créer une courbe de rendement ascendante.

4.2.2 Comment le gouvernement peut-il prolonger la structure d'échéance de la dette intérieure ?

Là encore la théorie est simple. Les perceptions du marché face à la dynamique de la dette (c'est-à-dire, le changement des ratios de la dette) et la solvabilité du gouvernement détermineront quel prolongement d'échéance est acceptable pour le marché⁶. La complexité de la réalité sur le terrain exige toutefois d'examiner les éléments suivants :

- Facteurs du secteur privé, dont : crédibilité du gouvernement ; risques d'inflation et de reconduction ; préférences de liquidité ; disponibilité d'autres investissements ; rapport de l'investissement corrigé de l'échéance ; et anticipations quant au régime de taux de change et aux risques en dérivant.
- Motivations des pouvoirs publics et des banques centrales, qui consistent non seulement à minimiser le coût de l'emprunt corrigé des objectifs de rectification du déficit et des impératifs d'emprunt du secteur public, mais qui englobent aussi les objectifs et les anticipations en matière d'inflation et de politique monétaire, ainsi que les intentions de développement du secteur financier.

4.3. Options de restructuration

4.3.1 Rééchelonnement des conditions

Une option consiste à rééchelonner les conditions des émissions de stock existantes. Cela implique généralement le prolongement de la structure d'échéance et l'abaissement du coût d'intérêt. Si les taux d'intérêt sont déterminés par le marché, leur marge de réduction via des négociations bilatérales s'en trouve limitée. Il se peut toutefois qu'il soit possible de prolonger les conditions de remboursement.

Le rééchelonnement et le refinancement des prêts intérieurs sont analogues à ceux de la dette extérieure. Le rééchelonnement implique de modifier les conditions de remboursement d'une dette existante, alors que le refinancement consiste à remplacer une dette existante par l'émission d'un nouvel instrument moins coûteux. Les prêts adaptés au rééchelonnement ou au refinancement peuvent être identifiés en comparant les taux d'intérêt des prêts avec les taux du marché actuels et

⁶ Voir Rubrique 5 pour de plus amples informations sur cette question.

anticipés.

Dans le cas des bons du Trésor, la façon la plus simple de prolonger le calendrier d'échéance consiste à modifier l'échéance lors de la reconduction d'une émission. Par exemple, une émission échue à 91 jours pourrait être reconduite intégralement ou partiellement sur 182 jours, au lieu de 91. Pour les billets ou les bons du Trésor à moyen et long terme, le rééchelonnement risque de ne pas être réaliste si les billets et les bons sont des émissions au porteur.

Afin de prolonger la structure d'échéance globale du portefeuille de bons du Trésor, il est suggéré de procéder progressivement et en harmonie avec les besoins du gouvernement en matière de politique monétaire et de financement du déficit budgétaire. Par exemple, les émissions de bons du Trésor à court terme peuvent être affectées à des fins de politique monétaire, leur part dans le portefeuille total de bons du Trésor devant être modifiée de façon à correspondre aux sommes généralement nécessaires à cette fin. Dans les pays dotés de marchés financiers naissants, cela implique généralement de réduire la quantité de bons du Trésor à court terme sur un certain nombre d'années. En outre, il est suggéré que les parts concernant les émissions de bons du Trésor à 182 jours, 1 an, 2 ans et plus soient corrigées progressivement dans le temps afin de prolonger la structure d'échéance. Les proportions doivent refléter les besoins anticipés du gouvernement en financement budgétaire à moyen et long terme.

4.3.2 Rachat

Le concept du rachat de la dette intérieure est analogue à celui de la dette extérieure. Sa mise en œuvre soulève les principales questions suivantes :

- Quelles dettes doivent être rachetées ? L'identification des dettes en vue d'un rachat potentiel dépend principalement du motif de l'exigibilité. Il n'est pas acceptable d'envisager le rachat de bons du Trésor, car cela compromettrait la confiance des marchés dans l'aptitude du gouvernement à rembourser et retarderait sans doute le développement des marchés financiers. Les prêts du gouvernement ou d'entreprises publiques sont des candidats potentiels. Une autre méthode consiste à utiliser les rachats afin d'apurer les arriérés non amortis.
- Qui détient la dette ? Si la dette à racheter est détenue principalement par la banque centrale et les banques commerciales d'État, il se peut que le gouvernement puisse « persuader » ces institutions d'accepter un rachat. Par contre, si la dette est détenue principalement par des institutions du secteur privé, cela risque d'être plus difficile de trouver les arguments susceptibles de convaincre ces institutions qu'il est dans leur intérêt de revendre leur dette au gouvernement.
- La dette doit-elle être rachetée avec décote ou au pair ? Un argument susceptible de convaincre une banque commerciale ou autre de revendre ses dettes au gouvernement consiste à la proposer au pair ou avec prime. Cela serait toutefois coûteux. Il est très improbable que l'on puisse convaincre les banques commerciales d'accepter une remise substantielle pour un rachat, d'autant que cela aura des répercussions très négatives sur la confiance du secteur financier dans les instruments de dette du gouvernement.
- Comment le rachat sera-t-il financé ? Les fonds des donateurs ou les recettes issues de la privatisation sont deux sources possibles de financement pour le rachat de dette. Les recettes de la privatisation pourraient servir à acheter la dette des entreprises publiques que le gouvernement a assumée afin de vendre l'entreprise. Le gouvernement pourrait également recourir au financement étranger, mais cela comporte des implications supplémentaires exposées à la rubrique 4.3.3.

Dans le cas de l'opération de réduction de la dette intérieure du Cap-Vert, concertée récemment, les fonds des donateurs ainsi que les recettes de la privatisation servent à racheter la dette intérieure. La situation de ce pays est néanmoins considérablement simplifiée par le fait que 90 % de sa dette intérieure est détenue par la banque centrale et les banques commerciales d'État. Le gouvernement peut donc exercer une pression morale et réaliser ce type d'opérations.

4.3.3 Conversion de la dette en devise étrangère

Cette option implique de préférer la dette en devise étrangère à la dette intérieure, ce qui serait probablement vrai si un pays connaissait une forte dépréciation de sa devise (ou une inflation élevée) et dans le cas d'une « fuite vers le dollar » ou vers une autre devise étrangère. Toutefois, en période de stabilité monétaire relative, la dette étrangère est moins intéressante pour les banques et autres détenteurs de dette intérieure, particulièrement si les taux d'intérêt intérieurs sont élevés par rapport aux taux d'intérêt étrangers. En outre, si les taux d'intérêt et d'inflation intérieurs chutaient, cela pourrait encourager une plus forte stabilité monétaire ou même la valorisation dans un environnement macro-économique stable, rendant ainsi la dette étrangère encore moins intéressante pour les détenteurs de dette. En conséquence, afin d'évaluer cette option, il est nécessaire d'examiner les taux d'intérêt relatifs ainsi que les projections monétaires.

En outre, il importe d'analyser quelles dettes peuvent être échangées (là encore les bons du Trésor ne sont pas envisageables, pour les mêmes raisons que celles mentionnées plus haut) et quelles institutions détiennent la dette.

4.3.4 Conversion de la dette en prises de participation

Pour que cette option soit applicable, le gouvernement ou les entreprises publiques doivent être en mesure d'émettre des actions ou d'autres avoirs que les investisseurs souhaitent détenir. Pour les pouvoirs publics, les conversions de dette en prises de participation ne sont pas indiquées, à moins que le gouvernement ne puisse émettre des actions, ce que le marché considère comme un investissement intéressant. De même, pour les entreprises publiques, cette option suppose que les investisseurs acceptent la prise de participation comme une alternative à la dette.

4.3.5 Réduction du service de la dette

En cas de déviation des plans de dépenses du gouvernement, celui-ci risque de devoir capitaliser les remboursements d'intérêt des bons du Trésor en les reconduisant, afin de satisfaire ses besoins en financement à court terme. Si les taux d'intérêt sont élevés, ce processus risque d'entraîner une spirale croissante du montant de la dette et du coût du service des bons du Trésor à court terme. Pour briser ce cycle, une option consiste à solliciter le financement des bailleurs de fonds afin d'assurer une partie des coûts du service de la dette, réduisant ainsi la nécessité de reconduire des sommes croissantes de stock du Trésor. Si des fonds suffisants sont disponibles, le gouvernement peut alors commencer à réduire la quantité de bons du Trésor reconduits et ainsi le montant non amorti.

4.3.6 Apurement des arriérés

S'il existe des arriérés de paiement, ceux-ci sont généralement liés aux paiements destinés aux fournisseurs ou aux dettes des entreprises publiques assumées par le gouvernement sous garantie gouvernementale ou en vue de privatisations.

La question décisive en matière d'apurement des arriérés réside dans la qualité du financement de ce processus. Une option consiste à recourir aux bailleurs de fonds, comme cela a été fait en Tanzanie.

Une autre méthode consiste à affecter les recettes de privatisation à l'apurement des arriérés. S'il n'existe qu'un nombre limité de privatisations anticipées, ces recettes s'avéreront néanmoins faibles et le calendrier sera incertain. Le rééchelonnement des arriérés (parfois dit titrisation) constitue une autre possibilité à défaut de financement des bailleurs de fonds ou autre pour l'apurement des arriérés. Si le rééchelonnement est envisageable, il doit se dérouler exclusivement dans les meilleures conditions possibles. Cela implique toutefois habituellement de négocier une longue échéance, car les taux d'intérêt sont généralement liés au marché.

4.3.7 Fonds de dette intérieure

Une façon de parvenir à la réduction du service de la dette et/ou à l'apurement des arriérés consiste à mobiliser l'appui financier des donateurs en un Fonds de dette intérieure (FDI) copié sur les fonds de la dette multilatérale établis en Bolivie, au Burkina Faso, en Guinée-Bissau, au Mozambique, en Tanzanie et en Ouganda. Un FDI offre les avantages suivants :

- il s'agit d'une manière rentable de mobiliser et de coordonner les fonds des donateurs ;
- cela renforcera la gestion et l'analyse du gouvernement quant à sa dette totale et au contrôle de sa stratégie de désendettement ;
- cela permettra au gouvernement de prendre l'initiative en matière de planification de ses coûts de financements ;
- cela permettra au gouvernement de réduire le fardeau budgétaire du service de sa dette intérieure et de concentrer ainsi ses ressources budgétaires limitées sur les dépenses du secteur social, d'une importance vitale pour la réduction de la pauvreté ;
- cela offrira une tribune de discussion avec les bailleurs de fonds sur les questions liées à la dette.

4.3.8 Conversion de découvert

Si le gouvernement possède un gros découvert auprès de la banque centrale, il peut s'avérer possible de le convertir en stock à long terme, à un taux d'intérêt inférieur. Le gouvernement peut éventuellement recourir à la pression morale à cette fin. Cela affectera néanmoins les revenus de la banque centrale, ce qui devra être pris en considération si l'on envisage cette option.

4.3.9 Effets publics liés à l'indice

La conversion d'une partie du stock existant en stock lié à l'indice pourrait théoriquement permettre un prolongement des échéances et une réduction des taux d'intérêt (liés à l'inflation) plus rapides, en raison de la crédibilité accrue du gouvernement. Cela peut toutefois présenter de sérieux inconvénients, sous la forme d'un risque dû au manque de crédibilité du gouvernement lors de l'émission initiale du stock et d'un coût pour l'émission d'un nouvel instrument — ce qui risque d'entraîner des échéances plus courtes ainsi que des taux d'intérêt supérieurs au niveau souhaitable.

4.3.10 Stock lié au taux de change

En théorie, cette option garantit contre le risque lié au taux de change. Si le gouvernement convertit une partie de sa dette en stock lié au taux de change, le taux de la devise locale en dollar des États-Unis par exemple, le capital de l'investisseur sera maintenu, indifféremment de toute dépréciation de la devise locale face au dollar des États-Unis. En période d'instabilité monétaire, ce type d'obligation

serait intéressant pour les investisseurs, mais il pourrait s'avérer coûteux pour le gouvernement en cas de dépréciation sensible du taux de change. C'est pourquoi les projections monétaires sont cruciales pour l'évaluation de cette option.

4.3.11 Séparation de la dette gouvernementale en deux instruments

Une autre option parfois proposée consiste à séparer les bons du Trésor et les bons de la banque centrale, ce qui présente l'avantage de signaler clairement aux marchés le motif de l'emprunt — financement du déficit ou contrôle monétaire et développement du secteur financier. Cela risque toutefois de fragmenter davantage un marché réduit. En outre, la banque centrale risque de ne pouvoir assumer les coûts de l'emprunt associés à de telles politiques et de les transférer ainsi au gouvernement.

4.4. Options de nouveaux emprunts

Les simulations de nouveaux emprunts visent à calculer les projections exactes du futur service de la dette. Idéalement, les nouvelles hypothèses de décaissement seront effectuées séparément pour toute dette en attente (prêts et obligations déjà convenus mais pas encore décaissés) ainsi que pour les éventuelles émissions de nouveaux bons du Trésor, en vue de la mise en œuvre de la politique monétaire et de financement du déficit budgétaire, ainsi que pour les nouveaux prêts visant à financer des projets et/ou des investissements.

Les paramètres à considérer lors de la projection de nouveaux décaissements englobent les sommes et les conditions, ainsi que le profil de décaissement anticipé. En outre, il conviendra de prendre en considération les politiques gouvernementales suivantes, ainsi que les marchés du secteur financier :

- politique d'emprunt, y compris les plafonds légaux ;
- politique de taux d'intérêt et s'il est prévu que les taux baissent ou augmentent à l'avenir. Il convient d'examiner le rapport entre les taux d'intérêt nominaux et réels et si le gouvernement vise, par exemple, à réduire les taux réels au fur et à mesure que l'inflation baisse ;
- politique de taux de change. Les taux d'intérêt tendant à réagir inversement aux changements de taux de change. Une devise fléchissante peut pousser le gouvernement à relever les taux d'intérêt et vice versa ;
- politique monétaire. Le resserrement de la politique monétaire entraîne de nouvelles émissions supplémentaires, alors que l'incorporation de davantage de devises dans l'économie a pour effet de réduire le nombre de nouvelles émissions ;
- l'état des marchés financiers, afin de vérifier la proportion de nouvelle dette que les institutions financières et le public pourraient être disposés à acquérir. Plus le secteur financier est développé et sophistiqué, plus il est probable que le gouvernement sera capable d'émettre un éventail de nouveaux instruments de dette à la fois à des fins de politique monétaire et de financement budgétaire.

Il est crucial d'agir avec prudence en matière de projections pour les nouveaux décaissements et de les fonder sur les performances récentes. Des projections excessivement élevées risquent de gonfler la valeur actualisée de la dette. Les projections de taux d'intérêt doivent également être réalistes et compatibles avec les prévisions concernant le taux d'inflation.

4.4.1 Bons du Trésor

Les émissions de bons du Trésor à court terme servent généralement à absorber les liquidités excessives de l'économie et les sommes à reconduire doivent refléter les impératifs passés. Les reconductions de bons du Trésor à plus long terme et les nouvelles émissions doivent anticiper les besoins en financement budgétaire. Les taux d'intérêt devront être en harmonie avec les taux d'inflation projetés. L'encadré 4 ci-après donne des exemples quant à la manière dont cela a été réalisé.

4.4.2 Prêts et obligations

Les sommes et les décaissements projetés pour les nouveaux emprunts seront généralement influencés par les impératifs d'investissement et/ou de financement de projets. Les conditions seront tributaires des conditions du marché et de la source créancière. Les prêts bancaires, par exemple, peuvent être assortis de taux d'intérêt flottants alors que les émissions d'obligations s'accompagnent généralement d'intérêts fixes. La rubrique 4.3 est consacrée aux questions liées aux instruments plus complexes, tels que les stocks liés à l'indice et au taux de change.

4.4.3 Déficit de financement

Outre les nouveaux emprunts, il convient également de considérer la manière dont tout déficit de financement budgétaire sera comblé — par émissions de bons du Trésor (à court ou plus long terme), prêts ou obligations. Comme pour les hypothèses concernant les nouveaux emprunts, les hypothèses de comblement de déficit peuvent avoir un impact crucial sur la viabilité du fardeau de la dette. Les conditions appliquées à tout prêt de comblement de déficit peuvent être les mêmes que les hypothèses concernant les nouveaux emprunts, ou elles peuvent varier en fonction d'une évaluation de la volonté du marché de souscrire aux nouveaux instruments de dette — s'il est possible d'évaluer cela avec précision.

Encadré 4 : Scénarios relatifs à la dette intérieure du Cameroun, du Ghana et de la Tanzanie

Pour le Cameroun

Maintien de la politique actuelle

Le scénario suppose le maintien de la politique actuelle, qui consiste à payer les principaux créanciers et à titriser les arriérés. La logique consiste à offrir aux détenteurs un instrument négociable et à permettre au gouvernement de réaliser des paiements réguliers sur une période plus longue. Les dettes dues aux banques et aux compagnies d'assurance ont déjà été titrisées sur 30 ans et 12 ans, respectivement, avec des taux d'intérêt tributaires du marché. Les arriérés de salaires et les paiements de salaires gelés seront remboursés sur 1 et 3 ans respectivement. Les autres dettes seront titrisées par des remboursements sur 12 ans, avec un délai de grâce de 3 ans et 3 % d'intérêt.

Création d'un Fonds de dette intérieure

Étant donné que la titrisation des dettes proposée dans le premier scénario entraînera un fardeau budgétaire accru pour le Trésor, ce scénario évalue les répercussions du recours à l'aide traditionnelle des bailleurs de fonds afin de satisfaire les coûts supérieurs du service de la dette intérieure. Le fonds servira à réduire le montant de la dette en permettant le rachat de dettes spécifiques liées à des travaux publics et commerciaux avec une décote de 60 %, rapportant ainsi un prix de 40 % par rapport au prix du marché secondaire de 25 %.

Pour le Ghana

Pratique actuelle

Ce scénario est conçu pour tester le coût du service de la dette selon l'hypothèse que le statu quo est maintenu et qu'il n'y a pas de réduction de, ni de changement dans la structure du montant de la dette intérieure. On suppose que le stock des bons du Trésor s'accroît en accord avec la croissance des dépenses actuelles du gouvernement. Il est également supposé que les taux d'intérêt baissent alors que l'inflation chute et que le gouvernement est en mesure de modifier progressivement la structure actuelle des taux d'intérêt et d'obtenir des taux plus élevés pour les bons du Trésor à moyen terme.

Réduction du stock intérieur

Ce scénario est conçu pour analyser les incidences de la réduction du stock de bons du Trésor à court terme de 10 % par an en 1999-2001 et de la modification progressive de la structure du montant de la dette intérieure en émettant davantage de billets du Trésor à plus long terme d'1 et 2 ans et en réintroduisant des émissions de 5 ans. La logique de ces hypothèses est que, dans le temps, les bons du Trésor de 91 jours seront utilisés pratiquement uniquement à des fins de politique monétaire, alors que les émissions de bons du Trésor à plus long terme serviront à financer le déficit du gouvernement. En outre, le gouvernement est censé obtenir un portefeuille de dette intérieure plus équilibré et introduire des bons du Trésor à plus long terme, y compris des émissions à 5 ans. La réduction de 10 % par an du stock de bons du Trésor implique un déclin modeste de 50 milliards de cedis en 1999, limité à 38 milliards de cedis en 2001, soit une économie d'intérêts à hauteur de 9,5 milliards de cedis (4 millions de \$EU) en 1999. En outre, il est supposé que le stock total des bons du Trésor restera constant par la suite, bien qu'avec une structure d'échéance croissante.

Pour les taux d'intérêt, l'hypothèse est que la réduction des émissions de bons du Trésor à court terme permet de réduire davantage les taux d'intérêt réels et donc de faire décliner plus rapidement les taux nominaux. On suppose également qu'avec l'introduction d'un nombre accru d'émissions à plus long terme, accompagnées d'un portefeuille de dette plus équilibré, une courbe de rendement ascendante est réalisable plus rapidement.

Encadré 4 (suite)

Pour la Tanzanie

Allègement modéré

Ce scénario évalue l'effet de l'aide actuelle de l'Union européenne en matière d'apurement des arriérés, ainsi que la mobilisation d'un soutien légèrement accru des bailleurs de fonds, afin d'apurer davantage d'arriérés sur une période de quatre ans et d'obtenir une réduction de 10 % des stocks de bons du Trésor en 1998/99. Le but est de réduire les bons et les obligations plus coûteux et d'encourager le développement du secteur financier. Les bons du Trésor à plus court terme (91 jours) seront maintenues à des fins de politique monétaire et les bons sur 182 et 364 jours seront réduits à 10 % lorsqu'ils arriveront à échéance.

Allègement maximal

Ce scénario s'appuie sur le premier en étoffant le rôle de l'assistance des bailleurs de fonds, afin de réduire de 20 % le stock de bons du Trésor sur 182 et 364 jours et de rembourser tous les autres bons et obligations du gouvernement lorsqu'ils arriveront à échéance.

5. RATIOS DE VIABILITÉ

Les principaux ratios servant à évaluer la viabilité de la dette intérieure sont les suivants :

- **Service de la dette/recettes budgétaires intérieure.** Ce ratio mesure la capacité du gouvernement à payer le service de la dette à partir de ressources intérieures. Le service de la dette est la somme en intérêts et en principal, y compris le montant des bons du Trésor en principal reconduits, car cela représente un passif pour le gouvernement et risque de devoir être payé, intégralement ou partiellement, si le marché n'accepte pas de reconduire des émissions non amorties.
- **Valeur actualisée/recettes budgétaires intérieures.** Ce ratio mesure le coût actuel du service de la dette par rapport à la capacité de remboursement du gouvernement. La dette intérieure étant principalement émise aux taux d'intérêts du marché, la VA de la dette intérieure est généralement élevée par rapport à celle de la dette extérieure, qui est généralement davantage concessionnelle.
- **Intérêts/recettes budgétaires intérieures.** Ce ratio mesure le coût en intérêts de la dette intérieure.
- **Montant de la dette/PIB.** Ce ratio mesure le niveau d'endettement intérieur par rapport à l'activité économique du pays. Cela suppose implicitement que l'intégralité du PIB soit « accessible » pour le financement du fardeau de la dette intérieure, ce qui n'est pas forcément le cas.
- **Encours de la dette/recettes budgétaires intérieures.** Ce ratio mesure le niveau d'endettement intérieur par rapport à la capacité de remboursement du gouvernement. Cela démontre le nombre d'années de recettes nécessaires au remboursement du montant intégral de la dette.

Les ratios ci-dessus sont tous statiques, c'est-à-dire qu'ils concernent une période donnée. Il importe par conséquent d'examiner la manière dont les ratios de la dette évoluent dans le temps — c'est-à-dire la dynamique de la dette. Cela implique le rapport entre le taux d'intérêt ou le coût effectif de l'emprunt et le taux de croissance des exportations, dans le cas de la dette extérieure, et le taux de

croissance des recettes budgétaires, dans le cas de la dette totale. L'analyse dynamique nous indique si le rapport entre ces variables est croissant, décroissant ou constant dans le temps. Par exemple, si le coût effectif de l'emprunt est supérieur à la croissance des recettes gouvernementales, cela met en évidence un fardeau croissant du service de la dette. Par contre, si le coût effectif de l'emprunt intérieur est inférieur au taux de croissance des recettes, cela peut signaler un fardeau décroissant du service de la dette.

À ce jour, il n'existe aucun système d'étalonnage comparatif d'acceptation internationale permettant d'évaluer la viabilité de la dette intérieure. Une analyse préliminaire des données disponibles pour les PPTTE signale néanmoins que les pays dont les ratios de la dette se situent au ou près du niveau maximal des fourchettes décrites au Tableau 1 ci-dessous ont déjà accumulé des arriérés de paiements et sont confrontés à des fardeaux de la dette intérieure non viables. En revanche, les pays dont les ratios se situent en dessous ou près du niveau minimal du seuil, ne possèdent pas d'arriérés et leur dette peut donc être jugée viable. On peut considérer que le fardeau de la dette intérieure des pays dont le ratio se situe dans cette fourchette est potentiellement non viable.

Tableau 1 : Etalonnage comparatif préliminaire en matière de viabilité de la dette intérieure

Indice de dette intérieure	Fourchette
Service total de la dette/recettes	28 % - 63 %
VA de la dette/recettes	88 %- 127 %
Intérêts/recettes	4,6 % - 6,8 %
Dette/PIB	20 % - 25 %
Dette/recettes	92 % - 167 %

Source : Debt Relief International

6. COMMENT CHOISIR ENTRE L'ALLÈGEMENT DE LA DETTE EXTÉRIEURE OU INTÉRIEURE ET LES NOUVEAUX EMPRUNTS ?

Il convient de signaler avant tout qu'il n'existe pas d'indices simples *ex ante* permettant de définir adéquatement les priorités en matière de réduction de la dette ou de nouvelles émissions. De nombreux facteurs influent sur ce choix et ces derniers ne peuvent être examinés que dans le cadre d'une analyse pays par pays approfondie de la dette gouvernementale totale.

L'un des facteurs les plus importants est le coût relatif, exprimé en valeur actualisée, de la dette extérieure et intérieure. Outre l'évaluation du fardeau total de la dette, il importe également d'examiner les coûts relatifs soit emprunt par emprunt, soit sur la base du rapport créancier/détenteur ou bien du rapport emprunteur/émetteur. De surcroît, il convient d'examiner d'autres facteurs, dont les suivants :

- Quels sont les fardeaux relatifs de la dette extérieure/intérieure exprimés en principaux ratios de la dette ?
- Quel sera l'impact de l'allègement maximal de la dette extérieure/intérieure sur les indices de la dette ?

- La classification de la dette relève-t-elle de l'allègement ou de la restructuration de la dette ?
- Quels créanciers sont disposés à prêter de nouveau et quel peut être l'impact de l'allègement à cet égard ?
- Quels sont les niveaux actuels de risque en matière de taux de change et d'intérêt et en quoi seront-ils affectés par les nouveaux emprunts ? Cela peut être analysé à l'aide des techniques valeur à risque (VAR).
- Quelle est l'évolution anticipée des taux d'intérêt et d'inflation extérieurs et intérieurs futurs, ainsi que des taux de change ?
- La réduction ou le rééchelonnement de la dette auront-ils des répercussions sur le développement du secteur financier et, si oui, lesquelles ?

7. LIENS AVEC LA RÉDUCTION DE LA PAUVRETÉ

Il convient de considérer deux grandes questions en matière de lien entre dette intérieure et réduction de la pauvreté :

- Le fardeau actuel de la dette est-il viable en termes budgétaires et, si non, quelles mesures faut-il prendre pour assurer la viabilité à moyen terme, particulièrement au niveau des liquidités, afin que les dépenses gouvernementales atteignent leur objectif de réduction de la pauvreté ?
- Quelles économies l'allègement —ou la restructuration— de la dette permettra-t-il ? Ces économies seront-elles suffisantes pour satisfaire les besoins en investissement sociaux accélérés ?

Le but est d'évaluer la viabilité budgétaire du fardeau actuel de la dette et des nouveaux emprunts projetés, dans le cadre des plans actuels du gouvernement en matière de dépenses et de projections des recettes. L'objectif consiste également à analyser les économies anticipées résultant de l'allègement ou de la restructuration de la dette, puis de comparer ces économies par rapport au programme du gouvernement en matière de réduction de la pauvreté, dont le coût est entièrement établi.

En ce qui concerne plus spécifiquement la dette intérieure, il convient d'examiner les questions suivantes :

- L'allègement de la dette extérieure offrira-t-il de « réels » avantages en matière de réduction de la pauvreté ou bien le gouvernement déviara-t-il les ressources afin de rembourser la dette intérieure ou d'apurer les arriérés ?
- Les coûts futurs du service des nouvelles émissions de la dette intérieure, y compris les bons du Trésor reconduits, décourageront-ils les dépenses en vue de la réduction de la pauvreté ? Les nouvelles émissions d'instruments à court terme et à taux d'intérêt variable augmentent ce risque, particulièrement en période de hausse des taux d'intérêt.
- Les bailleurs de fonds, individuellement ou collectivement, soutiendront-ils les efforts du gouvernement afin de réduire les coûts du service de la dette intérieure et de dégager ainsi des fonds supplémentaires en vue de dépenses liées à la pauvreté ? L'accroissement de l'aide par programmes y contribuera le plus directement.

- Sera-t-il plus difficile ou coûteux pour le gouvernement de reconduire ou d'émettre de nouveaux instruments sur les marchés financiers intérieurs, en raison du rachat ou de l'annulation des arriérés intérieurs ? La hausse des taux d'intérêt intérieurs impliquera en effet la baisse des ressources budgétaires disponibles pour la réduction de la pauvreté.

La restructuration de la dette améliorera-t-elle les perceptions du climat d'investissement et encouragera-t-elle ainsi la croissance de l'emploi et des opportunités de revenus des pauvres ? Si la réduction de la pauvreté entraîne une hausse des prêts bancaires au secteur privé à des fins d'investissement, les populations pauvres devraient bénéficier de l'activité économique et de la demande d'emploi accrues. Cet effet sera amplifié si la réduction de la dette intérieure entraîne également une baisse des taux d'intérêt, réduisant ainsi le coût du prêt à l'investissement. L'efficacité de ces répercussions dépendra toutefois, dans une certaine mesure, de la compétitivité du secteur bancaire.

PUBLICATIONS PAR DEBT RELIEF INTERNATIONAL

Toutes nos publications sont également disponibles en anglais, espagnol et portugais.

1. Programme de renforcement des capacités d'analyse et de stratégie de la dette des pays pauvres très endettés
2. Mise en œuvre de l'Initiative PPTE renforcée : considérations essentielles pour les gouvernements des PPTE
3. Le Club de Paris
4. Vue d'ensemble des conversions de dettes
5. Questions clés pour analyser la viabilité de la dette intérieure
6. Besoins des PPTE en termes de renforcement des capacités

Vous pouvez obtenir ces publications en vous adressant à :

Debt Relief International
4th Floor, Lector Court, 151-153 Farringdon Road, London EC1R 3AF, G-B.
Téléphone : 44 (0)20 – 7278 0022
Télécopie : 44 0(20) – 7278 8622
publications@dri.org.uk