

STRATEGIE DE LA DETTE A **MOYEN-TERME** 2024-2026

STRATEGIE DE LA DETTE A MOYEN-TERME
2024-2026

SDMT

Table des matières



Liste des tableaux.....	5
Liste des figures.....	5
SIGLES ET ABREVIATIONS.....	6
INTRODUCTION.....	7

PARTIE I - RAPPORT DE MISE EN OEUVRE DE LA SDMT 2023-2025 DURANT L'ANNÉE 2023..... 9

I. Indicateurs de risque de gestion de la dette pour 2023.....	10
II. Réalisation des tirages sur emprunt public extérieur et intérieur.....	10

PARTIE II - SDMT 2024-2026..... 13

I. CARACTÉRISTIQUES DU PORTEFEUILLE DE LA DETTE PUBLIQUE EXISTANTE (A FIN 2023)..... 14

A. Structure du portefeuille de la dette publique à fin Décembre 2023..... 14

B. Répartition par instrument d'emprunts..... 15

1. Instrument de financement extérieur.....	15
2. Instrument de financement intérieur.....	15

II. SOURCES POTENTIELLES DE FINANCEMENT..... 16

A. Sources de financement extérieures..... 16

1. Mobilisation des prêts concessionnels et semi-concessionnels des partenaires de développement.....	16
2. Recours aux prêts non concessionnels.....	16

B. Sources de financement intérieures..... 16

III. STRATÉGIE DE GESTION DE LA DETTE POUR 2024-2026..... 17

A. Besoin de financement brut (BFB)..... 17

B. Cadre régissant le recours aux emprunts extérieurs et intérieurs..... 17

1. Plafonds d'endettement extérieur.....	17
2. Recours aux avances statutaires de la Banque centrale.....	17

C. Objectifs de la stratégie 2024-2026..... 17

D. Démarche suivie et méthodologie adoptée..... 18

E. Stratégie adoptée : stratégie S2..... 18

ANNEXES..... 21

Liste des tableaux

Tableau 1 : Indicateurs de risque de gestion de la dette estimés à fin 2023.....	10
Tableau 2 : Réalisation de tirages sur emprunt public pour 2023 (en pourcentage et en montant).....	11
Tableau 3 : Besoins de financement brut (en milliards MGA).....	17
Tableau 4 : Objectifs spécifiques de la stratégie d'endettement.....	18
Tableau 5 : Prévisions de tirages par instrument pour 2024-2026 (en pourcentage) pour la Stratégie adoptée..	19

Liste des figures

Figure 1 : Composition du portefeuille de la dette publique à fin 2023.....	14
Figure 2 : Répartition en pourcentage de la dette publique extérieure par instrument (estimation à fin Décembre 2023).....	15
Figure 3 : Répartition de la dette intérieure par nature (estimation à fin Décembre 2023).....	15

SIGLES ET ABBREVIATIONS

AFD	Agence Française de Développement
AGEX	Agence d'Exécution
AT	Assistance Technique
ATM	Average Time to Maturity
ATR	Average Time to Refixing
AVD	Analyse de Viabilité de la Dette
BAD	Banque Africaine de Développement
BADEA	Banque Arabe pour le Développement Economique en Afrique
BFM	Banque Foiben'i Madagasikara
BEI	Banque Européenne d'Investissement
BFB	Besoin de Financement Brut
BM	Banque Mondiale
BT	Bons du Trésor
BTA	Bons du Trésor par Adjudication
BTS	Bons du Trésor Spéciaux
BTF	Bons du Trésor FIHARY
CARC	Comité d'Analyse de Risque de Crédit
CT	Court Terme
CTD	Comité Technique de la Dette
DeMPA	Debt Management Performance Assessment
EUR	Euro
FAD	Fonds Africain de Développement
FIDA	Fonds International de Développement Agricole
FMI	Fonds Monétaire International
GBP	Livre Sterling
IDA	International Development Association
JPY	Yen
LFI	Loi de Finances Initiale
MEF	Ministère de l'Economie et des Finances
MGA	Ariary
MT	Moyen Terme
OFID	The OPEC Fund for International Development
PARRC	Projet d'Accompagnement des Réformes et de Renforcement des Capacités
PIB	Produit Intérieur Brut
PREGODI	Projet de Renforcement de la Gouvernance par la Digitalisation
PTF	Partenaires Techniques et Financiers
SDMT	Stratégie de la Dette à Moyen Terme
SIIGFP	Système d'Information Intégré de Gestion des Finances Publiques
SYGADE	Système de Gestion et d'Analyse de la Dette
USD	Dollar américain
VA	Valeur Actuelle

INTRO**DUCTION**



Aux termes des Articles 13 et 14 de la Loi n° 2014-012 du 21 août 2014 régissant la dette publique et la dette garantie par le Gouvernement Central, la gestion de l'endettement se fait suivant une Stratégie. Le document de stratégie de gestion de la dette est établi de façon triennale avec un glissement annuel. Elle fait partie des annexes de la Loi de finances pour chaque année.

La Stratégie de la Dette à Moyen Terme SDMT 2024-2026, annexée à la LFI 2024, donne des lignes directrices pour assurer à l'Etat un financement de son déficit budgétaire à moindre coût et à un niveau de risque acceptable. Partant d'un arbitrage entre les sources de financement internes et externes, le présent document constitue un référentiel pour les Autorités dans leur prise de décision d'emprunt. Aussi, l'évaluation des coûts et risques des financements extérieurs et intérieurs est-elle plus que primordiale afin de repérer et d'éviter les erreurs lourdes de conséquences pour l'économie.

La SDMT 2024-2026 est divisée en deux (02) parties bien distinctes et couvre la dette du Gouvernement Central. La première partie rend compte de la stratégie de la dette du Gouvernement Central au titre de l'année 2023 au vu des recommandations de la SDMT 2023-2025. La seconde partie présente la stratégie d'endettement public à adopter par le Gouvernement de Madagascar pour la période 2024-2026.

PARTIE I

RAPPORT DE MISE EN OEUVRE DE LA SDMT 2023-2025 DURANT L'ANNÉE 2023



Le rapport de mise en œuvre de la SDMT 2023-2025 couvrant l'année 2023 présente les réalisations pour les six (06) premiers mois et les estimations pour les six (06) mois restants.

I. Indicateurs de risque de gestion de la dette pour 2023

Pour l'année 2023, les directives de la SDMT 2023-2025 suggérant une maîtrise des risques ont été respectées et les cibles à fin 2023 sont atteintes, suivant le tableau ci-après.

Tableau 1: Indicateurs de risque de gestion de la dette estimés à fin 2023

Objectifs	Indicateurs	Cibles à fin 2024	Cibles à fin 2022	Réalisation 2023 (estimation)
Maîtrise du risque de taux de change	Dettes extérieures (% dette totale)	Inférieure à 92,0%	Inférieure à 88,0%	83,5%
Maîtrise du risque de refinancement	ATM des titres BTA et BTF	Supérieure à 1 an	Supérieure à 1 an	1,27 an
Maîtrise du risque de taux d'intérêt	Dettes extérieures refixées dans un an (%dette extérieure totale)	Inférieure à 25,0%	Inférieure à 25,0%	14,3%
	Dettes intérieures refixées dans un an (%dette intérieure totale)	Inférieure à 75,0%	Inférieure à 75,0%	55,2%

Source : Ministère de l'Economie et des Finances / Direction Générale du Trésor / Direction de la Dette Publique

Les risques de refinancement et de taux d'intérêt ont bien été gérés. Les durées moyennes d'échéance (ATM) des titres publics sont évaluées à 1,27 an. Par ailleurs, les parts des dettes extérieures et intérieures à refixer dans une année sont inférieures à leurs seuils respectifs. En effet, pour la dette intérieure, les émissions des bons du trésor à moyen-terme poursuivent leur hausse (Cf. les sections suivantes). Du côté de l'endettement extérieur, la part des emprunts concessionnels à longue maturité reste importante dans le portefeuille (Cf. les sections suivantes). De même pour le risque de taux de change, l'objectif est atteint. A fin 2023, la dette extérieure représente 83,5% de la dette du Gouvernement Central. Ce qui est inférieur au plafond de 88% établi par la SDMT et légèrement inférieur par rapport à l'année 2022 (83,7%¹).

II. Réalisation des tirages sur emprunt public extérieur et intérieur

Il est estimé qu'à fin décembre 2023, le montant total des tirages sur emprunt public extérieur et intérieur s'éleverait à MGA 7 968,9 milliards, contre une prévision initiale de MGA 6 941,2 milliards. Cette hausse est tirée par une augmentation significative des tirages sur la dette intérieure de MGA 1 775,6 milliards par rapport à la prévision initiale, laquelle résulterait d'une augmentation générale des avances statutaires et des bons du trésor pour faire face aux besoins de trésorerie de l'Etat. Aussi, de nouveaux Bons du Trésor Spéciaux (BTS) ont été émis pour apurer les arriérés de l'Etat envers les compagnies pétrolières. Les émissions de Bons du Trésor à moyen terme, notamment les Bons du Trésor Fihary (BTF) à 3 ans, continuent de se développer, avec l'objectif de réduction du risque de refinancement. Du côté de la dette extérieure, une légère diminution des tirages est envisagée par rapport à la prévision initiale, allant de MGA 4 815,1 milliards à MGA 4 067,2 milliards. Ceci s'explique notamment par les retards liés aux procédures d'engagement global, de régularisation budgétaire et de passation de marchés des projets.

¹ Arriérés de paiements extérieurs exclus

Tableau 2 : Réalisation de tirages sur emprunt public pour 2023 (en pourcentage et en montant)

Financement par instrument	SDMT 2023		Réalisation du premier semestre 2023 (provisoire)		Réalisation fin Décembre 2023 (estimation)	
	%	En milliards MGA	%	En milliards MGA	%	En milliards MGA
Dettes extérieures	69,4%	4 815,1	38,01%	1 756,8	51,04%	4 067,2
48,7%	31,7%	2198,4	20,3%	936,8	27,8%	2214,6
Concessionnel à taux d'intérêt fixe	13,3%	922,4	13,1%	603,6	14,1%	1120,1
Concessionnel à taux d'intérêt variable	4,0%	278,2	3,1%	141,0	4,1%	328,0
Semi concessionnel à taux d'intérêt fixe	6,0%	415,7	0,6%	30,0	4,2%	334,5
Semi concessionnel à taux d'intérêt variable	2,1%	146,0	1,0%	45,5	0,9%	69,9
Commercial	12,3%	854,4	0,0%	0,0	0,0%	0,0
Eurobonds	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0
Dettes intérieures	30,6%	2 126,1	62,0%	2 865,4	49,0%	3 901,7
Avances statutaires	2,4%	163,9	7,2%	331,9	4,4%	350,0
Bons du Trésor par Adjudication	13,6%	944,3	16,5%	762,5	14,3%	1136,2
Bons du Trésor à court terme, dont :	3,4%	233,5	5,2%	239,1	4,1%	323,0
Bons du Trésor Fihary 1 an	3,4%	233,5	5,2%	239,1	4,1%	323,0
Bons du Trésor à moyen terme, dont :	11,3%	784,4	17,8%	823,8	13,9%	1105,5
Bons du Trésor Fihary 2 ans	5,0%	347,2	4,3%	199,3	3,8%	304,2
Bons du Trésor Fihary 3 ans	6,3%	437,2	13,5%	624,6	10,1%	801,4
Bons du Trésor à long terme	0,0%	0,0	15,3%	708,0	12,4%	987,0
Bons du Trésor Spéciaux à taux fixe	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0
Bons du Trésor Spéciaux à taux variable	100,0%	6 941,2	100,0%	4 622,2	100,0%	7 968,9
TOTAL	100,0%	6 941,2	100,0%	4 622,2	100,0%	7 968,9

Source : Ministère de l'Economie et des Finances / Direction Générale du Trésor / Direction de la Dette Publique



PARTIE II
SDMT 2024-2026

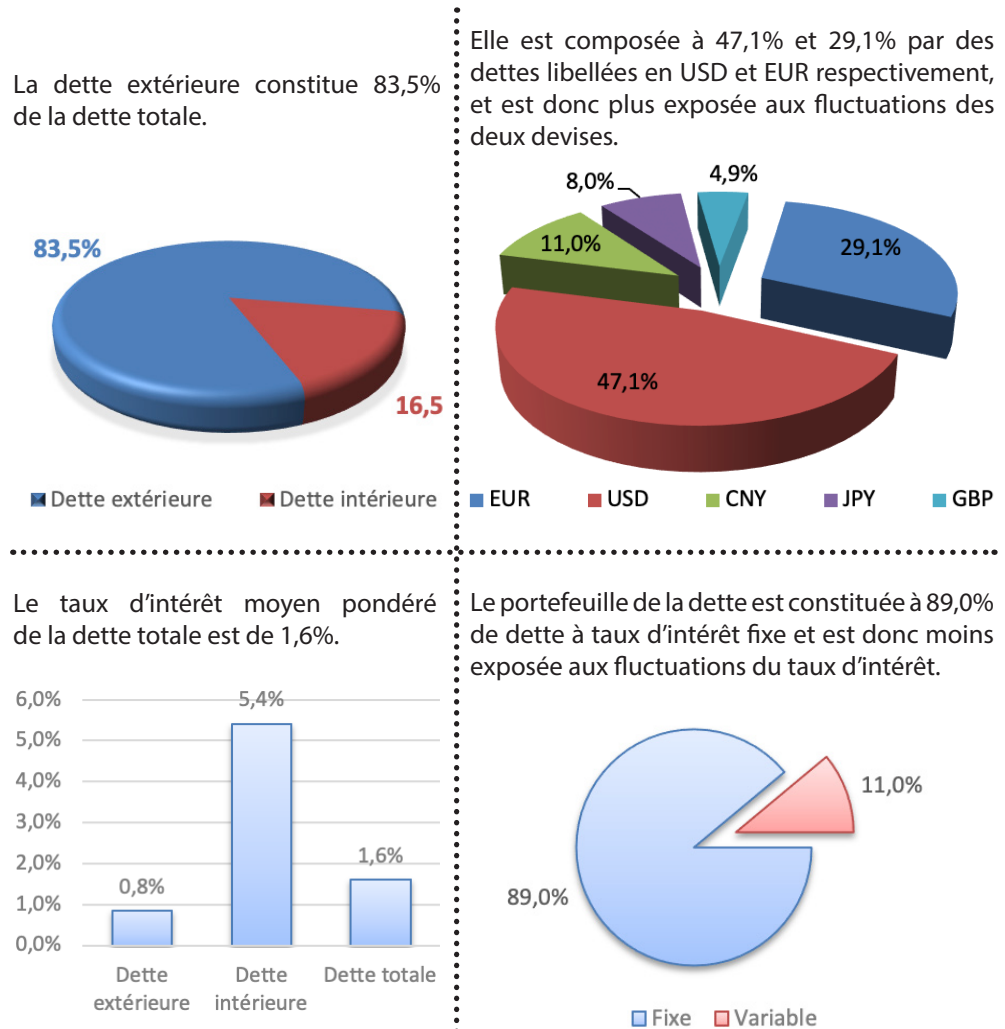
I. CARACTÉRISTIQUES DU PORTEFEUILLE DE LA DETTE PUBLIQUE EXISTANTE (A FIN 2023)

A. Structure du portefeuille de la dette publique à fin Décembre 2023

La dette du Gouvernement Central de Madagascar projetée à fin Décembre 2023 est estimée à MGA 32 690,6 milliards (c/v \$US 7 247,2 millions), soit 46,2% du PIB².

Une prévision en hausse de 21,2% par rapport à l'année dernière (\$US 5 978,7 millions) est constatée. Ceci s'explique en grande partie par des tirages importants attendus tant sur la dette intérieure que sur la dette extérieure.

Figure 1: Composition du portefeuille de la dette publique à fin 2023



Source : Ministère de l'Economie et des Finances / Direction Générale du Trésor / Direction de la Dette Publique.

² Cf. Annexe 1

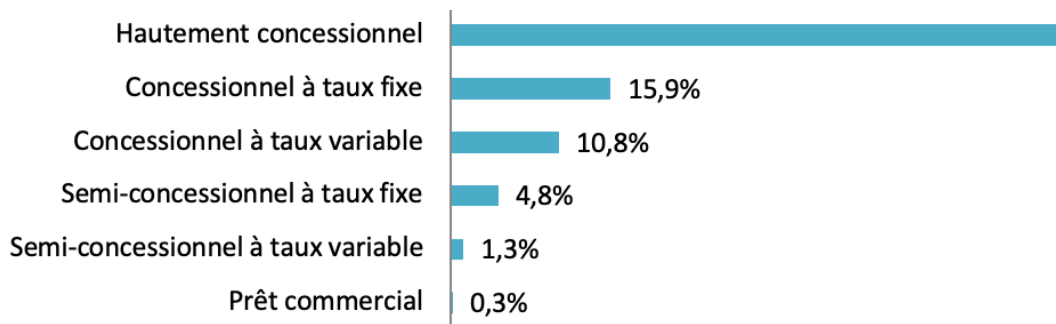
B. Répartition par instrument d'emprunts

1. Instrument de financement extérieur

A fin décembre 2023, le stock de la dette extérieure est estimé à MGA 27 294,9 milliards.

Les prêts hautement concessionnels comme ceux envers IDA, FAD et FIDA et dont l'élément-don³ est supérieur à 50,0%, à longue maturité et à taux d'intérêt fixe, représentent 66,9% de la dette extérieure de Madagascar. Tandis que les prêts commerciaux ne représentent que 0,3%.

Figure 2 : Répartition en pourcentage de la dette publique extérieure par instrument (estimation à fin Décembre 2023)



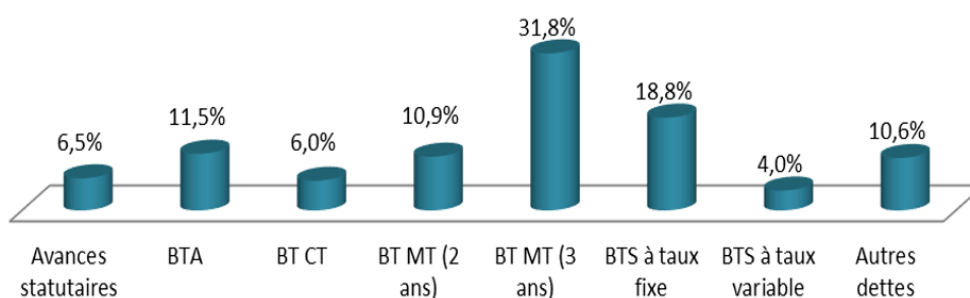
Source : Ministère de l'Economie et des Finances / Direction Générale du Trésor / Direction de la Dette Publique

2. Instrument de financement intérieur

A fin décembre 2023, le stock de la dette intérieure est estimé à MGA 5 395,7 milliards.

L'encours des BT MT, constitués par les BTF à 2 et 3 ans, s'élève à MGA 2 303,0 milliards, soit 42,7% de la dette intérieure. Parmi les instruments de financement de la dette intérieure, le BTF est l'instrument le plus utilisé en raison de son rendement attractif par rapport à celui du Bon du Trésor par Adjudication (BTA), représentant 11,5% de la dette intérieure.

Figure 3 : Répartition de la dette intérieure par nature (estimation à fin Décembre 2023)



Source : Ministère de l'Economie et des Finances / Direction Générale du Trésor / Direction de la Dette Publique

³ Degré de concessionnalité d'un prêt : Cf. annexe 3

II. SOURCES POTENTIELLES DE FINANCEMENT

A. Sources de financement extérieures

1. Mobilisation des prêts concessionnels et semi-concessionnels des partenaires de développement

Les bailleurs de fonds traditionnels, avec leurs financements concessionnels et semi-concessionnels, restent les partenaires privilégiés de Madagascar, à l'instar des bailleurs multilatéraux tels que la Banque mondiale, la BADEA, la BAD, la BEI, l'OFID ou le FIDA. Pour le cas des partenaires bilatéraux, l'on peut citer notamment le Japon, la France (à travers l'AFD et le Trésor français), l'Inde, la Chine ou la Corée du Sud. Ces types de financements sont recommandés pour minimiser les coûts et limiter les risques liés au portefeuille de la dette publique.

Les financements verts doivent être également explorés, vu que Madagascar est un pays vulnérable aux changements climatiques.

2. Recours aux prêts non concessionnels

Vu le déséquilibre entre la disponibilité des financements concessionnels et l'importance des investissements nécessaires au développement de Madagascar, augmenter le recours aux financements non concessionnels, dits prêts commerciaux, de la part des banques commerciales, s'avèrera inévitable.

La première notation souveraine pour Madagascar a été effectuée en Avril 2022. Standard and Poor's a attribué la note B-/B, avec une perspective positive. Il s'agit d'une étape franchie pour accéder aux marchés des capitaux internationaux. Cette notation constitue une incitation pour les investisseurs à financer le développement de Madagascar.

Par ailleurs, afin d'obtenir des conditions financières plus favorables, des mécanismes de garanties offerts par les bailleurs de fonds traditionnels ou les agences d'assurance peuvent être exploités, pour accompagner la levée de financement au niveau international.

B. Sources de financement intérieures

Les BTA, les avances statutaires et les autres titres de bons de trésor (BT), regroupant les BTF et les BTS constituent les principaux instruments de financement intérieur. Avec la mise en œuvre de diverses réformes, l'Etat pourra envisager d'émettre de nouveaux titres à plus longue maturité.

Les conditions financières des divers instruments financiers utilisés dans le cadre de la présente SDMT sont présentées dans les annexes 3 et 4.

III. STRATÉGIE DE GESTION DE LA DETTE POUR 2024 - 2026

A. Besoin de financement brut (BFB)

Pour la période de 3 ans, les besoins de financement brut s'éleveront à MGA 25 008,8 milliards dont MGA 6 056,0 milliards pour 2024, MGA 9 319,4 milliards pour 2025 et MGA 9 633,4 milliards pour 2026. Le besoin de financement extérieur a une part totale de 71,1% dans le BFB total, pendant la période sous revue.

Tableau 3 : Besoins de financement brut (en milliards MGA)

Année	2024	2025	2026	Total
Besoin de financement extérieur	3 750,8	7 043,6	6 982,0	17 776,4
Besoin de financement intérieur	2 305,2	2 275,8	2 651,4	7 232,5
Total	6 056,0	9 319,4	9 633,4	25 008,8
PIB nominal (milliards MGA)	78 851,4	88 383,8	99 463,7	

Sources : Ministère de l'Economie et des Finances

B. Cadre régissant le recours aux emprunts extérieurs et intérieurs

1. Plafonds d'endettement extérieur

L'Analyse de Viabilité de la Dette (AVD) menée par le Ministère de l'Economie et des Finances (MEF) dans le cadre de la Loi de Finances 2024 révèle que le risque de surendettement extérieur de Madagascar reste à un niveau « modéré » ; de même pour le risque de surendettement global. Un plafond d'endettement extérieur est également mis en place pour garantir la soutenabilité de la dette. Le montant maximal d'emprunts extérieurs pouvant être contractés en 2024 se chiffre ainsi à MGA 13 593,0 milliards (c/v \$US 3,7 milliards), à titre indicatif, dans la Loi de Finances 2024.

2. Recours aux avances statutaires de la Banque centrale

La Loi de finances pour 2024 autorise le Trésor public à recourir à des avances auprès de Banky Foiben'i Madagasikara.

C. Objectifs de la stratégie 2024-2026

L'objectif principal de la stratégie consiste à obtenir une composition optimale de portefeuille de la dette publique à moyen-terme, c'est-à-dire à coût réduit et à risque raisonnable, permettant de satisfaire les besoins de financement de l'Etat.

Pour la présente stratégie, quatre objectifs sont établis pour 2026, à savoir :

- ⊙ **la maîtrise du risque de taux de change** : La part de la dette extérieure dans le portefeuille de la dette totale ne devrait pas dépasser le plafond de 92,0%. Ce plafond est maintenu par rapport à la cible de la précédente stratégie.
- ⊙ **la maîtrise du risque de refinancement** : La durée moyenne d'échéance (ATM) des titres publics (BTA et BTF) devrait être supérieure à 1 an.
- ⊙ **la maîtrise du risque de taux d'intérêt** :
 - La part de la dette extérieure à refixer dans un an dans le portefeuille de la dette extérieure devrait être inférieure à 25,0%.
 - La part de la dette intérieure à refixer dans un an dans le portefeuille de la dette intérieure devrait être inférieure à 75,0%.

Tableau 4 : Objectifs spécifiques de la stratégie d'endettement

Objectifs	Indicateurs	2023		Stratégie 2024-2026	
		Cible	Réalisation (estimation)	Cibles à fin 2024	Cibles à fin 2026
Maîtrise du risque de taux de change	Dettes extérieures (% dette totale)	Inférieure à 88,0%	83,5%	Inférieure à 88,0%	Inférieure à 92,0%
Maîtrise du risque de refinancement	ATM des titres BTA et BTF	Supérieure à 1 an	1,27 an	Supérieure à 1 an	Supérieure à 1 an
Maîtrise du risque de taux d'intérêt	Dettes extérieures restructurées dans un an (% dette extérieure totale)	Inférieure à 25,0%	14,3%	Inférieure à 25,0%	Inférieure à 25,0%
	Dettes intérieures restructurées dans un an (% dette intérieure totale)	Inférieure à 75,0%	55,2%	Inférieure à 75,0%	Inférieure à 75,0%

Source : Ministère de l'Economie et des Finances / Direction Générale du Trésor / Direction de la Dette Publique

D. Démarche suivie et méthodologie adoptée

Afin d'atteindre les objectifs de la gestion de la dette et en tenant compte des contraintes susmentionnées, quatre stratégies alternatives S1, S2, S3 et S4 ont été étudiées et testées à l'aide de l'outil analytique de la SDMT (Cf. annexe 5 pour les détails des stratégies alternatives). Le choix de la stratégie d'endettement définira ainsi la structure du portefeuille de la dette dans le futur.

Afin d'intégrer les différents risques économiques et évaluer chaque stratégie, les quatre types de chocs suivants sont pris en compte dans le modèle SDMT :

- ⊙ **Choc de taux de change** : dépréciation de 30,0% de l'Ariary par rapport au Dollar américain
- ⊙ **Choc de taux d'intérêt domestique** : hausse de 2,0 points de pourcentage des taux d'intérêt de tous les titres domestiques (BTA, BT CT et BT MT).
- ⊙ **Choc de taux d'intérêt des prêts commerciaux** : hausse de 3,0 points de pourcentage
- ⊙ **Choc combiné** : dépréciation de 15,0% de l'Ariary combiné avec le choc taux d'intérêt domestique

Il s'agit de mesurer les impacts des variations de taux d'intérêt et de taux de change sur les paiements futurs de service de la dette, lesquels vont affecter ces indicateurs de coût à moyen-terme. Pour un indicateur de coût donné, le niveau de risque est mesuré par l'écart entre sa valeur attendue sous le scénario de base et sa valeur maximale sous les scénarii de choc (Cf. Annexe 7).

E. Stratégie adoptée : Stratégie S2

« Recours modéré aux emprunts semi-concessionnels et commerciaux ».

Cette stratégie d'endettement priorisera toujours le recours aux emprunts extérieurs concessionnels et aux instruments à taux d'intérêt fixe. Néanmoins, à défaut de financement concessionnel pour réaliser ses projets prioritaires, l'Etat malagasy pourra recourir aux emprunts semi-concessionnels ou commerciaux de façon modérée, tout en s'assurant que la viabilité de la dette soit maintenue. Les projets financés sur ces types d'instrument devront avoir un taux de rentabilité important et un impact non négligeable sur le développement.

Du côté de l'endettement intérieur, le Gouvernement poursuivra le développement du marché des titres publics, en vue de privilégier les titres à plus longue maturité afin de réduire le risque de refinancement.

- Part des emprunts concessionnels dans la structure du portefeuille de la dette à **fin 2026 : 83,2%**
 - Part des emprunts semi-concessionnels dans la structure du portefeuille à fin 2026 : 7,0%
 - Part des emprunts commerciaux dans la structure du portefeuille à fin 2026 : 0,7%
 - Part de la dette intérieure dans la structure du portefeuille à fin 2026 : 9,1%
- **Prévisions de tirages pour 2024-2026 sous la stratégie adoptée**

Le besoin de financement brut de l'Etat sera financé à 61,9%, 75,6% et 72,5% par la dette extérieure, respectivement pour 2024, 2025 et 2026.

Les emprunts semi-concessionnels et commerciaux représenteront en moyenne 12,6% du financement extérieur brut pour la période 2024-2026.

Pour la dette intérieure, la répartition du financement intérieur par instrument donne une part de 39,5% aux BTA contre une part de 40,3% pour les BT à Moyen-Terme, en moyenne sur 3 ans.

Le tableau suivant présente la répartition du financement par instrument, en termes de tirages bruts, suivant les prévisions de besoins de financement annuels.

Tableau 5 : Prévisions de tirages par instrument pour 2024-2026 (en pourcentage) pour la Stratégie adoptée⁴

Financement par instrument	SDMT 2024 - 2026					
	2024		2025		2026	
	%	En milliards MGA	%	En milliards MGA	%	En milliards MGA
Dette extérieure	61,9%	3 750,8	75,6%	7 043,6	72,5%	6 982,0
Hautement concessionnel	59,0%	2 213,4	49,8%	3 507,7	45,0%	3 143,9
Concessionnel à taux d'intérêt fixe	21,9%	821,4	34,8%	2 452,1	40,7%	2 842,8
Concessionnel à taux d'intérêt variable	6,3%	235,1	2,6%	183,5	1,9%	134,8
Semi concessionnel à taux d'intérêt fixe	10,1%	379,3	6,1%	426,4	5,8%	406,4
Semi concessionnel à taux d'intérêt variable	2,5%	92,8	4,2%	298,4	4,0%	278,3
Commercial	0,2%	8,7	2,5%	175,4	2,5%	175,8
Eurobonds	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0
Dette intérieure	38,1%	2 305,2	24,4%	2 275,8	27,5%	2 651,4
Avances statutaires	17,4%	400,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0
BTA	35,9%	826,7	42,5%	966,6	40,2%	1 065,0
BT CT	14,5%	334,2	15,2%	345,9	13,5%	358,2
BT MT 2 ans	13,7%	316,2	14,9%	339,3	13,3%	353,1
BT MT 3 ans	18,6%	428,2	27,4%	624,1	33,0%	875,2
BTS à taux fixe	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0
BTS à taux variable	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0
Autres dettes	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0
Total besoin de financement brut	100,0%	6 056,0	100,0%	9 319,4	100,0%	9 633,4

Mémo

Tirages sur financement extérieur par concessionnalité (en %)	2024	2025	2026
Prêts concessionnels	87,2%	87,2%	87,7%
Prêts semi-concessionnels	12,6%	10,3%	9,8%
Prêts non concessionnels	0,2%	2,5%	2,5%
Total	100,0%	100,0%	100,0%

Sources : Ministère de l'Economie et des Finances / Direction Générale du Trésor / Direction de la Dette Publique

Plusieurs actions devraient être entreprises afin de mettre en œuvre cette stratégie d'endettement (Cf. Annexe 7). Dans ce sens, une évaluation de la performance de la gestion de la dette (DeMPA) de Madagascar a été conduite par une équipe de la Banque Mondiale en février 2023 afin d'identifier les points forts et les domaines à améliorer. Par la suite, une mission de plan de réformes en gestion de la dette a été menée en août 2023, dont l'objectif était d'identifier les réformes pour se conformer aux bonnes pratiques internationales. Le plan de réformes y afférent définira les actions à entreprendre à moyen terme afin d'améliorer la gestion de la dette.

4 Cf. Annexe 6 pour les détails des tirages des emprunts extérieurs pour les autres stratégies.

ANNEXES



Annexe 1 : Structure de la Dette du Gouvernement Central (estimation Fin Décembre 2023)

Structure de la dette du Gouvernement Central	Montant		% PIB	% de la dette totale du Gouvernement central
	En milliards MGA	En millions USD		
Gouvernement Central	32 690,6	7 247,2	46,2%	100,0%
Dette extérieure	27 294,9	6 051,0	38,6%	83,5%
Multilatéral	20 015,4	4 437,3	28,3%	61,2%
Bilatéral	4 173,6	925,3	5,9%	12,8%
Banques commerciales	321,7	71,3	0,5%	1,0%
BFM	2 784,1	617,2	3,9%	8,5%
Dette intérieure	5 395,7	1 196,2	7,6%	16,5%
Avances statutaires	350,0	77,6	0,5%	1,1%
BTA	618,8	137,2	0,9%	1,9%
BT CT	323,0	71,6	0,5%	1,0%
dont BTF 1 an	323,0	71,6	0,5%	1,0%
BT MT	2 303,0	510,6	3,3%	7,0%
dont BTF 2 ans	586,7	130,1	0,8%	1,8%
BTF 3 ans	1 716,3	380,5	2,4%	5,3%
BTS à taux fixe	1 013,0	224,6	1,4%	3,1%
BTS à taux variable	216,3	48,0	0,3%	0,7%
Autres dettes envers BFM	556,6	123,4	0,8%	1,7%
Dettes envers les sociétés privées	15,0	3,3	0,0%	0,0%

Source : Ministère de l'Economie et des Finances / Direction Générale du Trésor / Direction de la Dette Publique

Annexe 2 : Indicateurs de coûts et risques du portefeuille de la dette publique (estimation à fin Déc. 2023)

Indicateurs de coûts et risque		Dettes extérieure	Dettes intérieure	Dettes totale
Valeur actualisée de la dette (% du PIB)		23,8	7,6	31,4
Coût de la dette	Intérêts (% du PIB)	0,3	0,4	0,7
	Taux d'intérêt moyen pondéré (%)	0,8	5,4	1,6
Risque de refinancement	Durée moyenne d'échéance (ans) ATM	13,6	1,9	11,9
	Dettes amorties dans un an (% du total)	2,4	51,5	9,6
	Dettes amorties dans un an (% du PIB)	1,1	3,9	5,0
Risque de taux d'intérêt	Durée moyenne à refixer (ans) (ATR)	12,8	1,7	11,2
	Dettes refixées durant l'année prochaine (% du total)	14,3	55,2	20,3
	Dettes à taux d'intérêt fixe (% du total)	87,6	96,0	88,9
	Bons du Trésor par Adjudication (BTA)	0,0	11,5	1,7
Risque de change	Dettes en devises (% du total)			83,5
	Dettes à court-terme (% des réserves)			7,3

Source : Ministère de l'Economie et des Finances / Direction Générale du Trésor / Direction de la Dette Publique

Annexe 3 : Conditions financières des sources de financement extérieures potentielles, à titre indicatif

Sources de financement extérieures potentielles				
Type de créancier	Structure de remboursement	Coût	Élément-don	Exposition aux risques principaux
Hautement Concessionnel : multilatéral (IDA, FAD, FIDA) et bilatéral	en moyenne maturité de 40 ans avec 10 ans de grâce	Coût faible : taux fixe : 0,75%	Supérieur à 50,00%	(i) Taux de change; (ii) contrainte volume; (iii) rythme de décaissement; (iv) risque politique
Concessionnel à taux fixe : multilatéral, bilatéral	en moyenne maturité de 25 ans avec 4 ans de grâce	Coût faible : taux fixe: en moyenne 1,50%	Entre 35,00% et 50,00%	(i) Taux de change ; (ii) contrainte volume ; (iii) rythme de décaissement
Concessionnel variable : multilatéral, bilatéral	en moyenne maturité de 25 ans avec 7 ans de grâce	Coût faible : Coût faible : Taux variable : en moyenne 1,50%	Entre 35,00% et 50,00%	(i) Taux de change ; (ii) taux d'intérêt
Semi-concessionnel fixe : multilatéral (ex : OFID), bilatéral (ex : Abu Dhabi, Trésor français)	en moyenne maturité de 20 ans avec 5 ans de grâce	Coût élevé : taux fixe: en moyenne 2,50%	Entre 20,00% et 35,00%	(i) Taux de change
Semi-concessionnel variable : multilatéral, bilatéral, banques commerciales	en moyenne maturité de 20 ans avec 5 ans de grâce	Coût élevé : taux variable : en moyenne équivalent en taux fixe de 2,50%	Entre 20,00% et 35,00%	(i) Taux de change ; (ii) taux d'intérêt
Commercial (banques commerciales)	en moyenne maturité de 10 ans avec 2 ans de grâce	Coût élevé Taux variable : en moyenne équivalent en taux fixe 5,00 %,	Inférieur à 20,00%	(i) Taux de change ; (ii) taux d'intérêt
Eurobonds	en moyenne maturité de 9 ans avec 8 ans de grâce	Coût élevé Taux fixe : en moyenne 8%	Inférieur à 20,00%	(i) Taux de change ; (ii) risque de refinancement

Source: Ministère de l'Economie et des Finances / Direction Générale du Trésor / Direction de la Dette Publique

Annexe 4 : Conditions financières des sources de financement intérieures potentielles, à titre indicatif

Sources de financement extérieures potentielles			
Type d'instrument	Structure de remboursement	Coût	Exposition aux risques principaux
Avances statutaires de BFM	A rembourser au plus tard le 31 mars de l'année N+1	Coût élevé : Taux fixe (taux directeur)	(i) Politique monétaire ; (ii) Plafond : 5,00% des recettes fiscales
Bons de Trésor par Adjudication	Maturité de 4 semaines jusqu'à 1 an	Coût élevé : Taux fixe précompté : en moyenne 8,22%	(i) Risque de refinancement ; (ii) taux d'intérêt
Bons du Trésor à court terme	Maturité de 1 an	Coût élevé Taux fixe : en moyenne 10,60%	(i) Risque de refinancement ; (ii) taux d'intérêt
Bons du Trésor à moyen terme	Maturité de 2 et 3 ans	Coût élevé Taux fixe : en moyenne 11,51% et 11,97% pour les BT à 2 et 3 ans	(i) Risque de refinancement ; (ii) taux d'intérêt
Bons du Trésor Spéciaux	Les conditions financières sont fixées suivant la négociation avec le créancier et en tenant compte des coûts et risques		

Source: Ministère de l'Economie et des Finances / Direction Générale du Trésor / Direction de la Dette Publique

Annexe 5 : Description des stratégies alternatives de la dette

- Stratégie S1** : Faible recours aux emprunts semi-concessionnels et commerciaux : maximisation du recours aux emprunts concessionnels pour maintenir la viabilité de la dette.
- Stratégie S2** : Recours modéré aux emprunts semi-concessionnels et commerciaux : contracter tous les emprunts semi-concessionnels et commerciaux déjà identifiés.
- Stratégie S3** : Recours aux emprunts semi-concessionnels et commerciaux dans une proportion plus importante que celle de S2.
- Stratégie S4** : Maximisation du recours aux emprunts commerciaux dans une proportion plus importante que celle de S3 : recourir aux emprunts commerciaux à défaut de financement moins coûteux.

Composition du portefeuille de la dette à fin 2026 pour chaque stratégie

En % du total	A fin 2023	A fin 2026			
	Actuel	S1	S2	S3	S4
Encours par instrument					
Hautement concessionnel	55,8	56,0	56,0	56,0	56,0
Concessionnel à taux d'intérêt fixe	13,3	22,3	20,9	15,7	13,7
Concessionnel à taux d'intérêt variable	9,0	6,3	6,3	6,3	6,3
Semi concessionnel à taux d'intérêt fixe	4,0	3,6	4,8	9,3	8,3
Semi concessionnel à taux d'intérêt variable	1,1	2,2	2,2	2,2	1,7
Commercial	0,2	0,5	0,7	1,4	4,8
Eurobonds	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Avances statutaires	1,1	0,0	0,0	0,0	0,0
BTA	1,9	1,6	1,6	1,6	1,6
BT CT (1 an)	1,0	0,7	0,7	0,7	0,7

En % du total	A fin 2023	A fin 2026			
Encours par instrument	Actuel	S1	S2	S3	S4
BT MT 3 ans	5,3	3,9	3,9	3,9	3,9
BTS à taux fixe	3,1	0,4	0,4	0,4	0,4
BTS à taux variable	0,7	0,3	0,3	0,3	0,3
Autres dettes	1,7	0,8	0,8	0,8	0,8
Extérieure	83,5	90,9	90,9	90,9	90,9
Domestique	16,5	9,1	9,1	9,1	9,1
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Source: Ministère de l'Economie et des Finances / Direction Générale du Trésor / Direction de la Dette Publique

Il est à remarquer que, quelle que soit la stratégie :

- La part de la dette extérieure est prévue augmenter de 83,5% en 2023 à 90,9% en 2026. Etant donné le financement intérieur limité, il est prévu une augmentation du recours à l'endettement extérieur pour satisfaire les besoins de financement croissants de l'Etat pour la période sous-revue.
- Les prêts hautement concessionnels constitueront plus de la moitié du portefeuille de la dette publique (56,0%). Le recours à ce type d'instrument est privilégié pour préserver la soutenabilité de la dette.
- En matière d'endettement intérieur, les Bons du Trésor à Moyen-Terme seront privilégiés (environ 5,3% du portefeuille total à fin 2026).

Annexe 6 : Projection des tirages bruts extérieurs par instrument pour chaque stratégie pendant la période 2024-2026 (en pourcentage)

S1	2024	2025	2026
Hautement concessionnel	59,0%	49,8%	45,0%
Concessionnel à taux d'intérêt fixe	28,5%	37,7%	44,8%
Concessionnel à taux d'intérêt variable	6,3%	2,6%	1,9%
Semi concessionnel à taux d'intérêt fixe	3,6%	4,0%	2,6%
Semi concessionnel à taux d'intérêt variable	2,5%	4,2%	4,0%
Commercial	0,1%	1,7%	1,7%
Eurobonds	0,0%	0,0%	0,0%
Total	100,0%	100,0%	100,0%

S2	2024	2025	2026
Hautement concessionnel	59,0%	49,8%	45,0%
Concessionnel à taux d'intérêt fixe	21,9%	34,8%	40,7%
Concessionnel à taux d'intérêt variable	6,3%	2,6%	1,9%
Semi concessionnel à taux d'intérêt fixe	10,1%	6,1%	5,8%
Semi concessionnel à taux d'intérêt variable	2,5%	4,2%	4,0%
Commercial	0,2%	2,5%	2,5%
Eurobonds	0,0%	0,0%	0,0%
Total	100,0%	100,0%	100,0%

S3	2024	2025	2026
Hautement concessionnel	59,0%	49,8%	45,0%
Concessionnel à taux d'intérêt fixe	15,8%	18,3%	24,0%
Concessionnel à taux d'intérêt variable	6,3%	2,6%	1,9%
Semi concessionnel à taux d'intérêt fixe	13,4%	21,5%	20,4%
Semi concessionnel à taux d'intérêt variable	2,5%	4,2%	4,0%
Commercial	3,0%	3,5%	4,7%
Eurobonds	0,0%	0,0%	0,0%
Total	100,0%	100,0%	100,0%

S4	2024	2025	2026
Hautement concessionnel	59,0%	49,8%	45,0%
Concessionnel à taux d'intérêt fixe	15,7%	12,7%	15,7%
Concessionnel à taux d'intérêt variable	6,3%	2,6%	1,9%
Semi concessionnel à taux d'intérêt fixe	10,5%	18,1%	18,4%
Semi concessionnel à taux d'intérêt variable	2,5%	2,6%	2,3%
Commercial	6,1%	14,2%	16,6%
Eurobonds	0,0%	0,0%	0,0%
Total	100,0%	100,0%	100,0%

Source : Ministère de l'Economie et des Finances / Direction Générale du Trésor / Direction de la Dette Publique

Annexe 7 : Résultats des stratégies alternatives

Il s'agit d'évaluer les indicateurs de coût et de risque de chaque stratégie en y appliquant des chocs (stress tests) et en respectant les hypothèses de base macroéconomiques. Les différents ratios et indicateurs ainsi que les profils de remboursement seront comparés afin de déduire la meilleure stratégie.

Annexe 7a : Tableau comparatif des indicateurs de risque ciblés par stratégie (projections à fin 2026)

Indicateurs		2023	A fin 2026 proj.				
		Actuel	Cible	S1	S2	S3	S4
Risque de taux de change	Dettes extérieure/ Dettes totale	83,5%	< 92,0%	90,9%	90,9%	90,9%	90,9%
Risque de refinancement	ATM des titres publics BTA et BTF	1,27 an	> 1 an	1,24 an	1,24 an	1,24 an	1,24 an
Risque de taux d'intérêt	Dettes extérieure refixée durant 2026 (% total dette extérieure)	14,3%	< 25,0%	12,0%	12,3%	13,0%	16,3%
	Dettes intérieure refixée durant 2026 (% total dette intérieure)	55,2%	< 75,0%	46,8%	46,8%	46,8%	46,8%

Source : Ministère de l'Economie et des Finances / Direction Générale du Trésor / Direction de la Dette Publique

- Les résultats montrent que, globalement, (i) les quatre stratégies permettent d'atteindre les objectifs et, (ii) S1 et S2 se révèlent être les meilleures stratégies.
- En termes de maîtrise de risque de refinancement et de risque de taux de change, les résultats sont identiques pour les quatre stratégies puisque (i) la proportion dette extérieure/dette intérieure reste la même et (ii) le plan d'émission de la dette intérieure est identique quelle que soit la stratégie.

- ❑ En termes de maîtrise de risque de taux d'intérêt, S1 est la plus efficace, suivie de S2 : sous S1, la part de la dette extérieure refixée durant 2026 est estimée à 12,0% (12,3% sous S2) du portefeuille de la dette extérieure. Tandis que l'indicateur atteint 13,0% et 16,3%, respectivement sous S3 et S4.

S1 serait ainsi la stratégie la plus efficace en matière de réduction de risque. Cependant, étant donné le volume limité des ressources concessionnelles, face aux besoins croissants de financement de l'Etat pour la réalisation de sa politique de développement, S2 s'avère la mieux adaptée.

Annexe 7b : Résultats des scénarii de chocs

Il s'agit de mesurer les impacts des variations de taux d'intérêt et de taux de change sur les paiements futurs de service de la dette, lesquels vont affecter les trois indicateurs de coût (Ratio Dette nominale/PIB, Ratio VA/PIB et Ratio Intérêts/PIB) à moyen-terme. Pour un indicateur de coût donné, le niveau de risque est mesuré par l'écart entre sa valeur attendue sous le scénario de base et sa valeur maximale sous les scénarii de chocs.

Les tableaux suivants montrent les résultats pour chaque indicateur et pour chaque stratégie :

Scenarii	S1	S2	S3	S4
Base	50,332	50,341	50,365	50,395
Choc de taux de change (30%)	50,332	50,341	50,365	50,395
Choc de taux d'intérêt extérieur	50,363	50,374	50,403	50,460
Choc de taux d'intérêt domestique	50,363	50,374	50,403	50,460
Choc combiné (15% de dépréciation et Choc de taux d'intérêt domestique)	50,363	50,374	50,403	50,460
Risque maximum	0,031	0,032	0,038	0,065

Source : Ministère de l'Economie et des Finances / Direction Générale du Trésor / Direction de la Dette Publique

- Les chocs de taux d'intérêt extérieur et domestique et le choc combiné ont le plus grand impact sur ce ratio quelle que soit la stratégie.
- S4 est la plus risquée (écart de 0,065) et S1 est la moins risquée (écart de 0,031).

Ratio VA/PIB à fin 2026 (en %) :

Scenarii	S1	S2	S3	S4
Base	32,691	32,808	33,199	33,718
Choc de taux de change (30%)	32,691	32,808	33,199	33,718
Choc de taux d'intérêt extérieur	32,719	32,841	33,246	33,834
Choc de taux d'intérêt domestique	32,719	32,841	33,246	33,834
Choc combiné (15% de dépréciation et Choc de taux d'intérêt domestique)	32,719	32,841	33,246	33,834
Risque maximum	0,028	0,032	0,046	0,117

Source : Ministère de l'Economie et des Finances / Direction Générale du Trésor / Direction de la Dette Publique

- Les chocs de taux d'intérêt extérieur et domestique et le choc combiné ont le plus grand impact sur ce ratio quelle que soit la stratégie.
- S4 est la plus risquée (écart de 0,117) et S1 est la moins risquée (écart de 0,028).

Ratio Intérêts/PIB à fin 2026 (en%) :

Scenarii	S1	S2	S3	S4
Base	0,887	0,894	0,913	0,939
Choc de taux de change (30%)	0,887	0,894	0,913	0,939
Choc de taux d'intérêt extérieur	0,918	0,926	0,951	1,004
Choc de taux d'intérêt domestique	0,918	0,926	0,951	1,004
Choc combiné (15% de dépréciation et Choc de taux d'intérêt domestique)	0,918	0,926	0,951	1,004
Risque maximum	0,031	0,032	0,038	0,065

Source : Ministère de l'Economie et des Finances / Direction Générale du Trésor / Direction de la Dette Publique

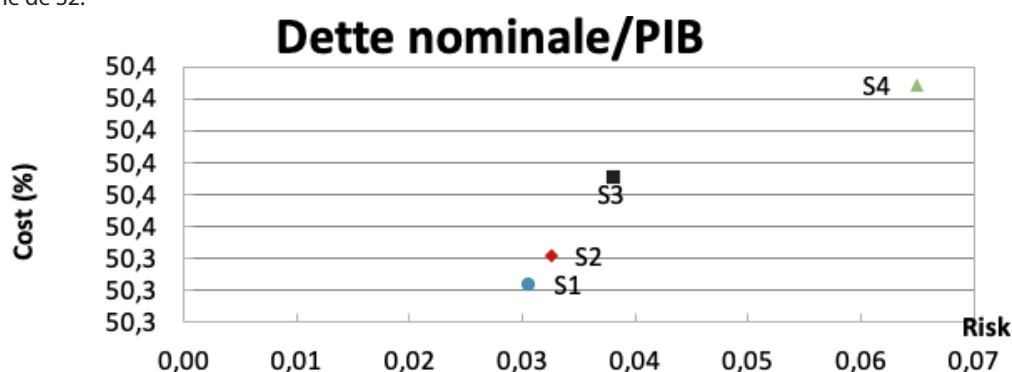
- Les chocs de taux d'intérêt extérieur et domestique et le choc combiné ont le plus grand impact sur ce ratio quelle que soit la stratégie.
- S4 est la plus risquée (écart de 0,065) et S1 est la moins risquée (écart de 0,031).

Annexe 7c : Arbitrage entre coûts et risque

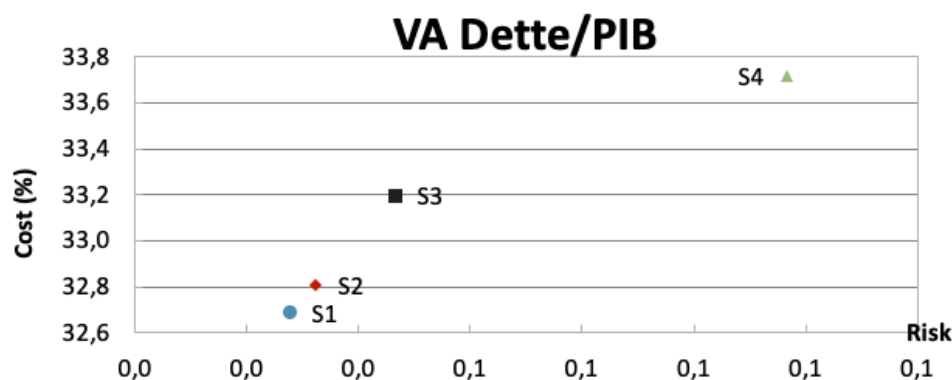
L'application des scénarii de chocs ci-dessus va aider à faire l'arbitrage entre coût et risque.

Les figures ci-dessous montrent pour :

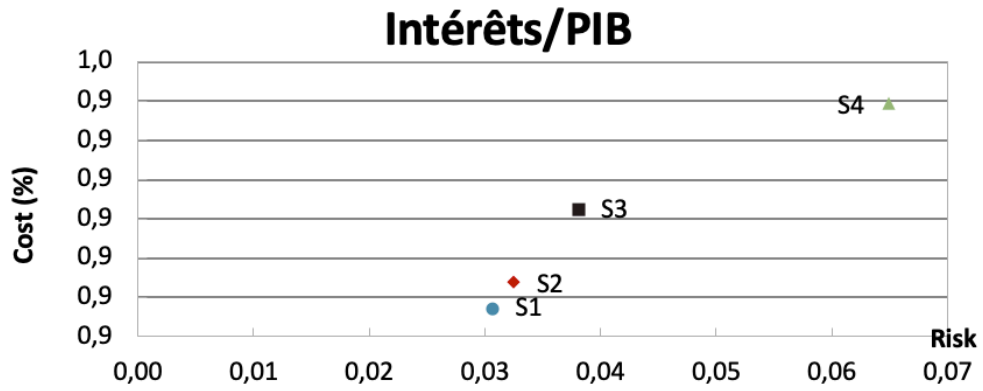
- **le Ratio Dette nominale/PIB à fin 2026** : la Stratégie S4 est la plus coûteuse et la plus risquée, suivie de S3. En effet, les prêts commerciaux et semi-concessionnels ont des taux d'intérêt plus élevés entraînant une exposition de ces deux stratégies au risque de fluctuation des taux d'intérêt. Donc, à moyen-terme, ils génèrent des besoins de financement supplémentaires et entraînent ainsi une augmentation du niveau de la dette. S1 est la moins risquée et la moins coûteuse, suivie de S2.



- **le Ratio VA dette/PIB à fin 2026** : la Stratégie S4 est la plus coûteuse et la plus risquée, suivie de S3, du fait de leurs conditions financières les moins favorables. Le portefeuille est beaucoup plus exposé au risque de taux d'intérêt extérieur et domestique sous S4. S1 est à la fois la moins coûteuse et la moins risquée, suivie de S2

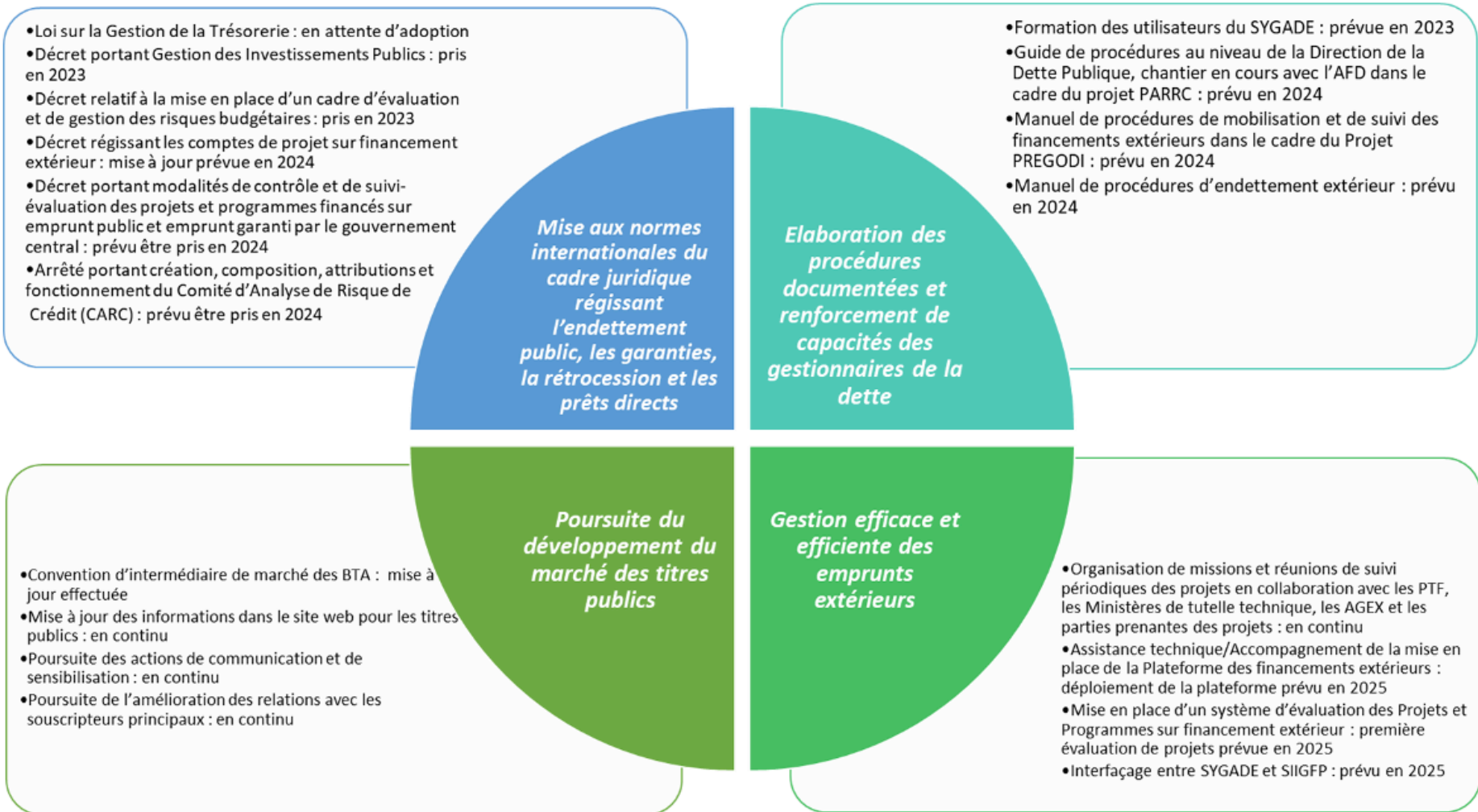


- **le Ratio Intérêts/PIB à fin 2026** : S4 et S3 restent les plus coûteuses et S1 la moins coûteuse, pour les mêmes raisons que précédemment.



Sources : Ministère de l'Economie et des Finances / Direction Générale du Trésor / Direction de la Dette Publique

Annexe 8 : Actions et réformes pour améliorer la gestion de la dette publique pour 2023-2026



TRESOR PUBLIC MALAGASY
BP 129, ANTANANARIVO 101 MADAGASCAR
Contact : +261 20 22 276 14
Fax : + 261 20 22 629 44
Web : www.tresorpublic.mg



Mivoatra, Miasa mahitsy, Anatin'ny mangarahara ary Lavitry ny kolikoly