



STRATEGIE

DE LA DETTE

A MOYEN-TERME

2019 - 2021

STRATEGIE DE LA DETTE A MOYEN-TERME

Direction de la Dette Publique
Mission Transversale Analyse,
Stratégie et Statistiques

Décembre 2018

SOMMAIRE

| | | |
|-----------|--|----|
| 5 | LISTE DES TABLEAUX | |
| 5 | LISTE DES FIGURES | |
| 6 | SIGLES ET ABREVIATIONS | |
| 7 | RESUME ANALYTIQUE | |
| 8 | INTRODUCTION | |
| 10 | Partie I : Rapport de mise en œuvre de la SDMT 2018-2020 durant l'année 2018 | |
| | I. Réalisation de la stratégie de financement au titre de l'année 2018 définie dans la SDMT 2018-2020 | 13 |
| | ARéalisation du plan d'emprunt 2018 | 14 |
| | 1.Réalisation du Plan d'emprunt de la dette extérieure | 15 |
| | 2.Réalisation du Plan d'émission de la dette intérieure | 15 |
| | B.Réalisation des tirages sur emprunt public | 15 |
| | 1.Réalisation des tirages de la dette extérieure | 17 |
| | 2.Réalisation des tirages de la dette intérieure | 18 |
| | II.Actions entreprises dans le cadre de la mise en œuvre de la SDMT 2018-2020 | 19 |
| | 1. Renforcement du cadre juridique | 20 |
| | 2. Renforcement de capacités | 20 |
| | 3. Modernisation du système et mise aux normes internationales de la gestion de la dette intérieure | 20 |
| | 4. Mise en place des intermédiaires de marché des titres publics | 20 |
| | 5. Appropriation de l'outil de suivi du plafond d'endettement extérieur développé par le Fonds Monétaire International (FMI) | 20 |
| | 6. Amélioration des prévisions et du suivi des décaissements des prêts extérieurs | 21 |
| 22 | Partie II : SDMT 2019-2021 | |
| | I. Caractéristiques du portefeuille de la dette publique existante | 23 |
| | A.Structure du portefeuille de la dette publique à fin Décembre 2018 | 24 |
| | 1. Répartition du stock de la dette publique en dette extérieure et dette intérieure | 24 |
| | 2. Répartition du stock de la dette selon le type de taux d'intérêt | 25 |
| | 3. Répartition par instrument d'emprunts | 25 |
| | a) Instrument de financement extérieur | 25 |
| | b) Instrument de financement intérieur | 26 |
| | B.Coûts et risques du portefeuille de la dette publique | 27 |
| | 1. Coût de la dette à fin Décembre 2018 | 27 |
| | 2. Risque de refinancement | 27 |
| | 3. Risque de taux de change | 27 |
| | 4. Risque de taux d'intérêt | 28 |

| | | |
|------|---|----|
| II. | Sources potentielles de financement | 29 |
| A. | Sources de financement extérieures | 30 |
| B. | Sources de financement intérieures | 31 |
| III. | Hypothèses macroéconomiques et budgétaires | 32 |
| IV. | Stratégies alternatives de gestion de la dette | 32 |
| A. | Besoin de financement brut (BFB) | 35 |
| B. | Cadre limitant le recours aux emprunts extérieurs et intérieurs | 35 |
| 1. | Plafond d'endettement en termes de Valeur Actualisée | 35 |
| 2. | Plafonds sur les avances statutaires de la Banque centrale | 35 |
| A. | Objectifs de la stratégie 2018-2020 | 35 |
| B. | Analyse des coûts et risques des stratégies alternatives de gestion de la dette | 36 |
| 1. | Description des stratégies alternatives de gestion de la dette | 36 |
| 2. | Analyse des résultats des stratégies | 36 |
| 3. | Stratégie adoptée : S1 « maximisation du recours aux emprunts concessionnels » | 36 |
| C. | Mise en œuvre de la stratégie pour 2019 - 2021 | 41 |
| 1. | En matière de gestion de la dette publique | 41 |
| 2. | Autres actions à entreprendre | 41 |

43

ANNEXES

| | | |
|-------------|---|----|
| Annexe 1 : | Attributions de l'organe de préparation du Comité Technique de la Dette | 44 |
| Annexe 2 : | Structure de la Dette du Gouvernement Central (estimation Fin Décembre 2017) | 44 |
| Annexe 3 : | Liste des instruments avec élément-don | 47 |
| Annexe 4 : | Méthodologie utilisée pour la SDMT | 48 |
| Annexe 5 : | Indicateurs de coûts et risques du portefeuille de la dette publique (estimation à fin Déc. 2017) | 48 |
| Annexe 6 : | Conditions financières des sources de financement extérieures potentielles | 49 |
| Annexe 7 : | Conditions financières des sources potentielles de financement intérieur | 50 |
| Annexe 8 : | Description des 4 stratégies alternatives | 50 |
| Annexe 9 : | Composition du portefeuille de la dette du Gouvernement Central à fin 2020 (en pourcentage et en millions USD) | 51 |
| Annexe 10 : | Projection des tirages bruts par instrument pour chaque stratégie pendant la période 2017-2019 (en pourcentage) | 51 |
| Annexe 11 : | Résultats des 4 stratégies | 53 |
| Annexe 12 : | Tableau des indicateurs macroéconomiques pour 2017-2020 | 56 |
| Annexe 13 : | Composition du portefeuille de la dette pour 2018-2020 sous S1 | 56 |
| Annexe 14 : | Répartition des projets en cours financés sur emprunt par secteur et par région (situation à fin Juin 2017) | 57 |
| Annexe 15 : | Répartition des projets en cours par secteur (situation à fin Juin 2017) | 58 |

LISTE DES TABLEAUX

| | | |
|---------------------|--|----|
| Tableau 1 : | Indicateurs de risque de gestion de la dette pour 2018 et 2017 | 11 |
| Tableau 2 : | Emprunts extérieurs contractés pour 2018 par rapport au plan d'emprunts extérieurs | 15 |
| Tableau 3 : | Tirages effectifs sur dette intérieure pour 2018 par rapport au plan d'émission | 16 |
| Tableau 4 : | Réalisation de tirages pour 2017 | 17 |
| Tableau 5 : | Principales projections macroéconomiques (2017-2020) | 33 |
| Tableau 6 : | Besoins de financement brut (en milliards MGA) | 35 |
| Tableau 7 : | Objectifs spécifiques de la stratégie d'endettement | 36 |
| Tableau 8 : | Tableau comparatif des indicateurs de risque ciblés (projections à fin 2021) | 37 |
| Tableau 9 : | Prévisions de tirages par instrument pour 2019-2021 (montant estimatif en milliards MGA et en pourcentage) pour S1 | 38 |
| Tableau 10 : | Plan d'emprunts extérieurs pour 2019 | 39 |

LISTE DES FIGURES

| | | |
|-------------------|--|----|
| Figure 1 : | Répartition de la dette du Gouvernement Central à fin 2018 | 24 |
| Figure 2 : | Décomposition de la dette publique selon le type de taux d'intérêt et Taux d'Intérêt Moyen Pondéré du portefeuille de la dette publique (en pourcentage, estimation à fin Décembre 2018) | 25 |
| Figure 3 : | Répartition en pourcentage de la dette publique extérieure par instrument (estimation à fin Décembre 2017) | 25 |
| Figure 4 : | Répartition de la dette intérieure par nature (estimation à fin Décembre 2018) | 26 |
| Figure 5 : | Répartition de titres publics (hors TCN) par secteur bancaire et non bancaire (en pourcentage) | 26 |
| Figure 6 : | Exposition du portefeuille de la dette du Gouvernement Central aux fluctuations de taux de change (estimation à fin Décembre 2018) | 27 |
| Figure 7 : | Profil de remboursement de la dette pour 2019-2021 (en milliards MGA) | 40 |

SIGLES ET ABREVIATIONS

| | |
|-------|--|
| ATM | Average Time to Maturity |
| ATR | Average Time to Refixing |
| BAD | Banque Africaine de Développement |
| BADEA | Banque Arabe pour le Développement Economique en Afrique |
| BCM | Banque Centrale de Madagascar |
| BEI | Banque Européenne d'Investissement |
| BTA | Bons du Trésor par Adjudication |
| BTF | Bons du Trésor FIHARY |
| BTS | Bons du Trésor Spéciaux |
| CNY | Chinese Yuan |
| CPIA | Country Policy and Institutional Assessment |
| COI | Commission de l'Océan Indien |
| DeMPA | Debt Management Performance Assessment |
| EDBM | Economic Development Board of Madagascar |
| FAD | Fonds Africain de Développement |
| FCR | Facilité de Crédit Rapide |
| FIDA | Fonds International de Développement Agricole |
| GPC | Garantie Partielle de Crédit |
| IADM | Initiative d'Allègement de la Dette multilatérale |
| IDA | International Development Association |
| IDE | Investissement Direct Etranger |
| IPPTE | Initiative en faveur des Pays Pauvres Très Endettés |
| LFI | Loi de Finances Initiale |
| LFR | Loi de Finances Rectificative |
| MGA | Ariary Malgache |
| MID | Marché Interbancaire de Devises |
| OFID | The OPEC Fund for International Development |
| PforR | Program-for-Results |
| PIB | Produit Intérieur Brut |
| PMA | Pays les Moins Avancés |
| PND | Plan National de Développement |
| SADC | Southern African Development community |
| SDMT | Stratégie de la Dette à Moyen Terme |
| TCN | Titres de Créance Négociables |
| USD | Dollar américain |
| VAN | Valeur Actuelle Nette |

RESUME ANALYTIQUE

La dette du Gouvernement Central à fin Décembre 2018 est estimée à 14 933,6 milliards MGA (c/v 4 503,5 millions USD) équivalent à 36,8% du Produit Intérieur Brut (PIB). En premier lieu, elle est exposée aux fluctuations des taux de change. En effet, la dette extérieure, majoritairement concessionnelle, constitue 76,7% du portefeuille de la dette publique, dont 51,6% et 30,0% sont exposés au Dollar Américain (USD) et à l'Euro (EUR) respectivement. En second lieu, les risques de refinancement et les risques de taux d'intérêt proviennent principalement de la dette intérieure qui est composée essentiellement de Bons du Trésor par Adjudications (BTA) à court terme et à taux d'intérêt élevé.

Le document Stratégie de la Dette à Moyen terme (SDMT) du Gouvernement Central de Madagascar est publié chaque année sur le site web du Trésor Public malgache à l'adresse www.tresorpublic.mg et est annexé à la Loi de Finances. Etablie de façon triennale avec un glissement annuel, la présente SDMT couvre la période allant de 2019 à 2021. Le présent document SDMT rend compte de la mise en œuvre de la dernière SDMT 2018-2020 au titre de l'année 2018 et donne une composition préférable du portefeuille de la dette qui minimise les coûts et risques en tenant compte de divers paramètres pour la période 2019-2021. Les recommandations de la SDMT se basent en effet sur l'analyse coût-risque du portefeuille de la dette existante. Les analyses effectuées tiennent compte du cadre macro-budgétaire et des sources potentielles de financement, tous deux contraints par une politique d'endettement dont les objectifs de gestion de la dette sont déjà fixés. Quatre (04) stratégies alternatives sont ainsi évaluées. Chaque stratégie, avec différentes compositions de nouveaux emprunts, est appréciée sous des hypothèses macroéconomiques et de variations de taux d'intérêt et de taux de change.

En ce qui concerne les réalisations pour l'année 2018 de la SDMT 2018-2021, les résultats sont plutôt mitigés. En effet, bien que tout ait été entrepris afin de respecter ladite stratégie (le portefeuille de la dette extérieure est constitué à 93,4% d'emprunts concessionnels), l'atteinte de certains indicateurs cibles de risques liés à la gestion de la dette à atteindre à fin 2020 est compromise. Le portefeuille de la dette de l'Etat reste exposé aux risques, à la fois de taux d'intérêt, et de refinancement. Cela est dû principalement (i) au recours à l'emprunt commercial auprès de la Deutsche Bank de 40 millions USD (c/v 128,3 milliards MGA) pour

assurer la restructuration de la compagnie Air Madagascar, et (ii) à l'émission de titres publics domestiques, le plus souvent de court terme et à un taux d'intérêt élevé, pour assurer le financement du déficit et le règlement des arriérés vis-à-vis des créanciers privés.

Partant de la SDMT 2017-2019 à la présente SDMT, il est ressorti des analyses effectuées qu'il est préférable pour l'Etat d'opter pour la stratégie S1 préconisant une maximisation du recours à l'emprunt extérieur concessionnel assortie de divers indicateurs cibles de risques liés à la gestion de la dette. La stratégie S1 est la moins chère avec un niveau de risque acceptable. Elle est en phase avec les objectifs de gestion de la dette. Les valeurs cibles fixées visent à maîtriser le coût de la dette, les risques de refinancement, de taux d'intérêt et de liquidité à fin 2021. Toutefois, il est à noter que le portefeuille de la dette publique de Madagascar reste sensible à la variation des taux de change. Quant aux risques de taux d'intérêt et de liquidité, le Gouvernement pourrait allonger progressivement les échéances des instruments de la dette intérieure afin de les réduire.

Par ailleurs, certaines mesures doivent être prises pour la mise en œuvre de la stratégie adoptée. Pour la gestion de la dette, celles-ci peuvent être résumées en la consolidation des acquis ainsi qu'en la poursuite des réformes structurelles entamées depuis 2014 et de celles recommandées par DeMPA en 2017.

Enfin, il convient de noter que la stratégie d'endettement, à elle seule, ne suffit pas pour assurer un niveau d'endettement public stable pour l'Etat ; tout accroissement du déficit primaire signifiant augmentation de la dette. Aussi, la réalisation de la présente stratégie nécessite la poursuite d'une politique budgétaire rigoureuse en matière de dépenses mais surtout l'intensification des efforts dans l'amélioration du taux de recouvrement des recettes afin d'accroître la capacité financière de l'Etat. De plus, les projets financés sur emprunts semi-concessionnels ou non-concessionnels devraient avoir un taux de rentabilité importante et un impact non négligeable sur le développement. Il faudra également améliorer la capacité d'absorption des ressources issues du financement extérieur. Ainsi, il est impératif d'identifier les facteurs qui sont à l'origine de la lenteur des décaissements des fonds tant au niveau des procédures administratives et budgétaires qu'au niveau de l'organisation des ministères de tutelle technique et des agents d'exécution des projets eux-mêmes.

INTRODUCTION

Les opérations en capital de la dette publique⁽¹⁾ de Madagascar sont régies par la Constitution en son Article 90, la Loi Organique n°2004-007 du 27 juillet 2004 sur les Lois de Finances, la Loi n°2014-012 du 21 août 2014 régissant la dette publique et la dette garantie par le Gouvernement Central ainsi que la Loi de Finances de l'année ; cette dernière autorise le Ministère en charge des Finances et du Budget à contracter des emprunts extérieurs et intérieurs pour financer le déficit budgétaire de l'année. Le plafond d'endettement pour l'année y est également stipulé.

La Stratégie de la Dette à Moyen Terme SDMT 2018-2020 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. Maintenir le niveau de la dette publique à un niveau soutenable à moyen et long terme constitue un véritable challenge face au besoin de financements substantiels du pays et à son défi de sortir de la pauvreté⁽²⁾. Aussi, l'évaluation des coûts et risques de financements extérieurs et intérieurs est-il plus que primordiale afin de repérer et d'éviter les erreurs lourdes de conséquences pour l'économie.

La SDMT est élaborée pour veiller à la mise en cohérence (i) des objectifs de croissance inclusive et de développement durable, fixés par la Politique Générale de l'Etat (PGE), le Plan National de Développement (PND) et son Plan de Mise en Œuvre (PMO); **(ii)** des instruments d'emprunts publics auxquels peut recourir l'Etat pour mobiliser les financements y nécessaires, ainsi que **(iii)** de l'environnement macroéconomique et des conditions actuelles du marché. Par ailleurs, dans le cadre de la coordination de la gestion de la dette avec la politique budgétaire, les gestionnaires de la dette publique définissent le plafond d'endettement extérieur et intérieur de chaque année tandis que les départements du Budget et du Trésor donnent le niveau de déficit à financer. Au titre de la Loi de Finances initiale (LFI) 2018, le montant maximal d'emprunts extérieurs et intérieurs pouvant être contractés par le Gouvernement Central se chiffre respectivement à 4 110,7 milliards MGA et à 3 500 milliards MGA.

La SDMT 2019-2021 est divisée en deux (02) parties bien distinctes. La première partie rend compte de la stratégie de la dette du Gouvernement Central au titre de l'année 2018 au vu des recommandations de la SDMT 2018-2020. La seconde partie discute de la stratégie d'endettement public à adopter par le Gouvernement de Madagascar pour la période 2019-2021.

Aux termes de l'Article 13 de la Loi n° 2014-012 du 21 août 2014 régissant la dette publique et la dette garantie par le Gouvernement Central, la deuxième partie de la SDMT doit prévoir, entre autres, les éléments suivants : la structure du portefeuille de la dette, les objectifs en matière d'endettement pour la période considérée et le champ d'actions de la stratégie de la dette. En effet, la gestion de la dette a pour objectifs, à moindre coût et à un niveau de risque raisonnable :

- d'assurer les besoins de financement et les obligations de paiement du secteur public ;
- de contribuer au financement des actions prioritaires et stratégiques ainsi que les actions de développement ;
- d'assurer le refinancement des encours de la dette ;
- de financer le rachat ou le remboursement anticipé des dettes existantes ; et
- d'assurer le respect des obligations liées à la garantie.

¹ Dans le présent document de SDMT 2017-2019, la dette publique du pays n'inclut que la dette du Gouvernement Central.

² Madagascar est le 6ème pays le plus pauvre du monde avec un PIB courant par habitant de 401.3 USD après le Centre Afrique, Mozambique et Niger selon le classement en 2016. Source : Banque Mondiale, Indicateurs de développement dans le monde, 2017.

PARTIE I - RAPPORT DE MISE EN ŒUVRE DE LA SDMT 2018-2020 DURANT L'ANNÉE 2018

Comme pour le rapport de mise en œuvre de la SDMT 2017-2019 pour l'année 2017, celui de la SDMT 2018-2020 couvrant l'année 2018 utilise des données réelles pour les cinq (05) premiers mois et des estimations pour les sept (07) mois restants. Puisque les réalisations à fin décembre 2017 sont désormais disponibles, l'on tient tout d'abord à apporter dans un premier temps des explications sur les écarts entre les estimations et les réalisations pour l'année 2017. Les tableaux et les figures relatifs à la réalisation 2017 sont présentés en annexe. Par la suite, sera expliquée la réalisation 2018.

A fin 2017, au vu des réalisations effectives, il a été constaté que la stratégie adoptée dans la SDMT 2017-2019 recommandant la « maximisation du recours aux emprunts concessionnels » n'a pas été totalement respectée. En outre, les indicateurs de risque de gestion de la dette (ATR et Maîtrise du risque de liquidité) n'ont pas évolué dans le sens voulu par rapport aux cibles et seuils fixés dans le cadre de la SDMT 2017-2019³. En effet, la part relative de la dette intérieure dans le portefeuille total dépasse celle estimée dans la SDMT 2017-2019, allant de 23,4% à 28,1%. Toutefois, à l'intérieur du portefeuille de la dette extérieure, la stratégie de maximisation de recours aux emprunts concessionnels est respectée. Le montant du prêt d'appui budgétaire non commercial que l'Etat a contracté auprès de la Deutsche Bank est minime par rapport à ceux des emprunts concessionnels, constituant au total 91,8% du portefeuille de la dette extérieure, en termes de tirages au titre de 2017.

Pour l'année 2018, les directives de la SDMT 2018-2020 suggérant une gestion saine de la dette conciliant minimisation du coût de la dette et maîtrise des risques ont été en partie respectées. Le tableau ci-après fait état des indicateurs de risque de gestion de la dette, de la valeur cible à respecter, de la valeur réelle à fin 2017 et de la valeur estimée à fin 2018.

Tableau 1 : Indicateurs de risque de gestion de la dette pour 2017 et 2018

| Indicateurs | | Cible à fin 2020 | Cible à fin 2018 (réalisation) | 2017 (estimation) | 2018 (estimation) |
|---------------------------------|---|------------------|--------------------------------|-------------------|-------------------|
| Coût de la dette | VA de la dette / PIB | < 28% | < 27% | 23,6% | 25,1% |
| Risque de taux de change | Part de la dette extérieure dans le portefeuille | < 81% | <78% | 71,9% | 76,7% |
| Risque de refinancement | ATM de la dette intérieure | >= 2,9 ans | >2,7 ans | 3,3 ans | 3,2 ans |
| Risque de taux d'intérêt | Dette refixée durant l'année prochaine (% du total) | <20% | <20% | 23,5% | 20,9% |
| Maîtrise du risque de liquidité | Tirages annuels de BTA à moins d'un an/Total tirages annuels des BTA et BTF | <50% | <50% | 58,1% | 45,3% |

Source: Ministère des Finances et Budget / Direction Générale du Trésor / Direction de la Dette Publique

Le risque important auquel le portefeuille de la dette publique est exposé est rattaché à l'évolution des taux d'intérêts (risque de taux d'intérêt), dont une grande partie est due à la volatilité des taux d'intérêts des instruments d'emprunts domestiques à court terme. En effet, en matière d'endettement intérieur, l'Etat recourt à divers instruments d'emprunts dont les échéances varient entre 1 mois et 3 ans. La part des émissions à court terme étant prépondérante comparée à celle des émissions à moyen terme (65,5% des émissions étant à courte échéance), il est aisément compréhensible que le risque de taux d'intérêt ne soit pas encore maîtrisé pour l'année sous revue (20,9% en 2018 si la cible est de 20% au maximum).

³ Cf. annexe 1a

Il s'avère que bien que les coûts des instruments d'emprunts à courte échéance soient inférieurs à ceux des instruments d'emprunts à plus longue échéance, ils sont plus volatils et leurs remboursements sont fortement exposés au risque de refinancement. Un fait qui n'est pourtant pas relaté dans le risque de refinancement, présenté dans le tableau ci-haut. Un risque très important qu'on a d'ailleurs tenu à évaluer dans le cadre de la SDMT 2018-2020 à travers le « risque de liquidité ».

Le risque de liquidité afférent aux instruments d'emprunts intérieurs à court terme est évalué par le rapport entre les tirages annuels de Bons de Trésor par Adjudication (BTA) à moins d'un an et le total des tirages annuels des BTA et des Bons de Trésor FIHARY (BTF). L'on assume que pour pouvoir maintenir une structure de la dette publique intérieure à moindre coût et risque, la proportion des BTA à moins d'un an par rapport à la totalité des émissions des titres publics devrait être au maximum 50%. Comparé à l'année précédente, l'année 2018 accuse une nette amélioration du risque de liquidité en matière d'emprunts intérieurs à court terme (soit 45,3% en 2018 si 58,1% en 2017).

I. RÉALISATION DE LA STRATÉGIE DE FINANCEMENT AU TITRE DE L'ANNÉE 2018 DÉFINIE DANS LA SDMT 2018-2020

A. Réalisation du plan d'emprunt 2018

Durant l'année 2018, les principaux objectifs stratégiques de la SDMT 2018-2020 consistant au maintien d'une structure prudente du portefeuille en maximisant le recours à l'emprunt extérieur concessionnel et en privilégiant l'émission de Bons de Trésor à moyen terme, ont été atteints. Pour l'année sous revue, la dette extérieure prévue être mise en vigueur est constituée à 84,0% de prêts concessionnels tandis que les Bons de Trésor à moyen terme continuent progressivement d'augmenter sa part sur le marché des émissions des obligations domestiques, soit 4,3% des tirages estimés de la dette intérieure pour l'année 2018 contre une valeur prévue de 2,9%.

Toutefois, il a été constaté que le montant des emprunts extérieurs est plus élevé que celui prévu dans la SDMT 2018-2020, et le recours à l'emprunt extérieur semi et non concessionnel dépasse de loin les prévisions de la SDMT 2018-2020, soit un écart estimé de 398,0 milliards MGA entre la réalisation et la prévision. Néanmoins, la part des emprunts concessionnels demeure plus élevée que celle des emprunts non concessionnels.

1. Réalisation du Plan d'emprunt de la dette extérieure

Une tendance haussière du recours à l'emprunt extérieur a été constatée durant l'année 2018. En effet, tel que l'on peut voir dans le tableau ci-après, la dette extérieure effectivement contractée s'est accrue de 39,5% par rapport à la prévision de la SDMT 2018-2020. Ceci s'explique notamment par la prise en compte de nouveaux prêts qui sont prévus être signés jusqu'à fin 2018 mais qui n'ont pas été pris en compte dans l'élaboration de la SDMT 2018-2020.

Pour ce qui est du cas des emprunts concessionnels, trois (03) nouveaux prêts prévus être signés d'ici fin 2018 ont été intégrés dans l'estimation de la réalisation du plan d'emprunt extérieur 2018. Ceux-ci sont les projets financés par l'Exim Bank de Chine tels que le Projet de Construction de la voie rapide reliant le Port de Toamasina et la RN2 (59,59 millions USD, c/v 194 milliards MGA), le Projet de réhabilitation de la RN5A reliant Ambilobe – Vohémar (156 millions USD, c/v 506 milliards MGA) et le Projet de modernisation du réseau de télécommunication à Madagascar (50 millions USD, c/v 162 milliards MGA). Quant aux prêts semi-concessionnels, y sont ajoutés dans la réalisation estimée le Projet de Construction de la voie rapide reliant l'aéroport international d'Ivato et le Boulevard de l'Europe financés par l'Exim Bank de Chine (40,75 millions USD, c/v 341 milliards MGA) qui est prévu être décaissé en 2017 mais qui ne sera décaissé que l'année 2018 ; et le Projet d'aménagement de corridors et de facilitation du commerce et des investissements entre Madagascar et les pays de la COMESA et de l'Océan Indien (Pont Mangoky) (166,65 millions USD, c/v 541 milliards MGA).

Puisque tout recours à l'emprunt non-concessionnel, notamment commercial, devrait être justifié par le caractère urgent et/ou l'importance stratégique du Projet/Programme qu'il doit financer, il a été prévu dans la SDMT 2018-2020 de contracter un emprunt commercial auprès de la Deutsche Bank, d'un montant de 40 millions USD (c/v 128,4 milliards MGA) pour apurer une partie des dettes de la compagnie Air Madagascar en vue de sa restructuration. A ce montant a été rajouté le prêt non concessionnel auprès de l'EXIM Bank de l'Inde, d'un montant de 4,25 millions USD (c/v 13,8 milliards MGA), pour financer le Projet d'Autosuffisance alimentaire pour la fourniture de tracteurs modernes et de service de machines agricoles aux agriculteurs.

Tableau 2 : Emprunts extérieurs contractés pour 2018 par rapport au plan d'emprunts extérieurs

| LIBELLES | Plan d'emprunt pour 2018 dans SDMT | | Prêts signés de Janvier à Mai 2018 | | Réalisation du Plan d'emprunt pour 2018 (estimation) | | Ecart (Plan d'emprunt-Réalisation) | | |
|--|------------------------------------|---------------|------------------------------------|---------------|--|---------------|------------------------------------|---------------|------|
| | En Milliards MGA | En % | En Milliards MGA | En % | En Milliards MGA | En % | En Milliards MGA | En % | En % |
| Sources de financements | 3 413,7 | 100,0% | 753,5 | 100,0% | 4 760,7 | 100,0% | - 1 347,0 | 100,0% | |
| Emprunts concessionnels, dont | 3 051,7 | 89,4% | 428,7 | 56,9% | 4 000,7 | 84,0% | - 949,0 | 70,5% | |
| Haute concessionnels | 1 503,2 | 44,0% | 323,6 | 42,9% | 1 543,7 | 32,4% | - 40,5 | 3,0% | |
| Concessionnels | 1 548,4 | 45,4% | 105,1 | 13,9% | 2 457,0 | 51,6% | - 908,6 | 67,5% | |
| Emprunts non concessionnels, dont | 362,0 | 10,6% | 324,8 | 43,1% | 760,0 | 16,0% | - 398,0 | 29,5% | |
| Semi-concessionnels | 233,6 | 6,8% | 196,5 | 26,1% | 616,4 | 12,9% | - 382,8 | 28,4% | |
| Non concessionnels | 128,4 | 3,8% | 128,3 | 17,0% | 143,6 | 3,0% | - 15,2 | 1,1% | |
| Utilisation des financements | 3 413,7 | 100,0% | 753,5 | 100,0% | 4 452,5 | 93,5% | - 1 347,0 | 100,0% | |
| Multi secteur | - | 0,0% | - | 0,0% | 137,6 | 3,1% | - 37,6 | 14,5% | |
| Agriculture et rural | 251,9 | 7,4% | 67,2 | 8,9% | 238,8 | 5,0% | 13,1 | -1,0% | |
| Energie | 1 070,9 | 31,4% | 31,3 | 4,1% | 1 097,3 | 23,0% | - 26,4 | 2,0% | |
| Eau et assainissement | - | 0,0% | - | 0,0% | - | 0,0% | - | 0,0% | |
| Soutien budgétaire | 128,4 | 3,8% | 128,3 | 17,0% | 129,8 | 2,7% | - 1,4 | 0,1% | |
| Infrastructure | 1 344,3 | 39,4% | 206,2 | 27,4% | 2 808,1 | 59,0% | - 1 463,8 | 108,7% | |
| Social | 176,6 | 5,2% | 176,3 | 23,4% | 178,5 | 3,7% | - 1,9 | 0,1% | |
| Multi-secteurs | 297,0 | 8,7% | - | 0,0% | 162,2 | 21,5% | 134,8 | -10,0% | |
| Autres | 144,6 | 4,2% | 144,2 | 19,1% | 146,0 | 19,4% | - 1,4 | 0,1% | |

Source: Ministère des Finances et Budget / Direction Générale du Trésor / Direction de la Dette Publique

2. Réalisation du Plan d'émission de la dette intérieure

Au cours des cinq (05) premiers mois, les tirages de la dette intérieure se sont élevés à 1 234,1 Milliards MGA. Des Bons de Trésor Spéciaux (BTS) de 98,3 Milliards MGA ont été émis pour une compagnie minière et 47 Milliards MGA pour d'autres compagnies privées, afin d'apurer leurs créances envers l'Etat, respectivement en Février et en Mars 2018. Concernant les Avances statutaires, 84 Milliards MGA ont été tirés afin de les réserver pour le 2ème Semestre 2018.

Les actions entreprises en vue de la vulgarisation des Bons de Trésor à moyen terme ont porté leurs fruits. Les Bons de Trésor FIHARY (BTF) de 2 ans et 3 ans de maturité gagnent de plus en plus de terrain sur le marché des titres publics intérieurs, bien que cela soit encore moindre que pour les Bons de Trésor par Adjudication (BTA) et les Bons de Trésor à court terme (BTF de 1 an de maturité).

Par rapport aux prévisions de la SDMT 2018-2020, il est estimé qu'à fin 2018, le portefeuille de la dette intérieure sera constitué à 4,3% de Bons de Trésor à moyen terme au lieu de 2,9%, en termes d'émission. Il est estimé qu'à fin 2018, la part des BTA sera de 68,3% au lieu des 75,8% prévus dans la SDMT 2018-2020. L'on pourrait associer cette baisse de la part des BTA dans le portefeuille de la dette intérieure à l'accroissement des souscriptions aux Bons de Trésor à moyen terme et aux Bons de Trésor à court terme. En effet, il est estimé que la souscription aux Bons de Trésor à court terme sera de 11,5% au lieu de 9,1% tel qu'il l'est prévu dans la SDMT 2018-2020.

Concernant les Bons de Trésor Spéciaux, qu'ils soient à taux fixe ou à taux variable, l'on estime que les prévisions de la SDMT 2018-2020 seront respectées, vu que ces instruments ont été créés pour des opérations particulières et ponctuelles telles le paiement des arriérés de l'Etat envers les compagnies pétrolières et minières.

Enfin, en matière d'endettement intérieur, il est remarqué que le recours aux avances statutaires sera revu à la hausse l'année 2018 ; il est estimé à 247 milliards MGA à fin décembre 2018 au lieu de 207 milliards MGA. A noter que l'Etat ne peut contracter d'avances statutaires que jusqu'à un montant équivalent à 5% des recettes fiscales et douanières. Néanmoins, il faudra souligner que tout arbitrage à faire en matière de contraction d'avances statutaires auprès de la Banky Foiben'i Madagasikara ou d'émission de titres publics se base sur l'objectif « d'assurer les besoins de financement et les obligations de paiement du secteur public à moindre coût et à un niveau de risque raisonnable. »

Tableau 3 : Tirages effectifs sur dette intérieure pour 2018 par rapport au plan d'émission

| Dette intérieure par instrument | Plan d'émission pour 2018 dans SDMT | | Réalisation des 5 premiers mois de 2018 (provisoire) | | Réalisation fin Décembre 2018 (estimation) | |
|---|-------------------------------------|--------|--|--------|--|--------|
| | En Milliards MGA | En % | En Milliards MGA | En % | En Milliards MGA | En % |
| Total de la dette intérieure | 2 898,7 | 100,0% | 1 234,1 | 100,0% | 2 753,0 | 100,0% |
| Avances statutaires | 207,0 | 7,1% | 84,0 | 6,8% | 247,0 | 9,0% |
| Bons du Trésor par Adjudication | 2 198,2 | 75,8% | 808,6 | 65,5% | 1 878,9 | 68,3% |
| Bons du Trésor à court terme, dont : | 264,6 | 9,1% | 142,9 | 11,6% | 317,5 | 11,5% |
| Bons du Trésor Fihary 1 an | 264,6 | 9,1% | 142,9 | 11,6% | 317,5 | 11,5% |
| Bons du Trésor à moyen terme, dont: | 83,5 | 2,9% | 53,4 | 4,3% | 164,2 | 6,0% |
| Bons du Trésor Fihary 2 ans | 47,8 | 1,6% | 39,6 | 3,2% | 115,3 | 4,2% |
| Bons du Trésor Fihary 3 ans | 35,7 | 1,2% | 13,7 | 1,1% | 48,9 | 1,8% |
| Bons du Trésor à long terme | - | 0,0% | - | 0,0% | - | 0,0% |
| Bons du Trésor Spéciaux à taux fixe | 47,0 | 1,6% | 47,0 | 3,8% | 47,0 | 1,7% |
| Bons du Trésor Spéciaux à taux variable | 98,3 | 3,4% | 98,3 | 8,0% | 98,3 | 3,6% |

Source: Ministère des Finances et Budget / Direction Générale du Trésor / Direction de la Dette Publique

B. Réalisation des tirages sur emprunt public

Le tableau ci-après fait état des tirages effectifs sur les cinq (05) premiers mois de l'année 2018 par rapport aux prévisions de la SDMT ainsi que des tirages estimés jusqu'à fin décembre 2018.

Tableau 4 : Réalisation de tirages pour 2017

| Financement par instrument | SDMT 2018 | | Réalisation des 5 premiers mois de 2018 (provisoire) | | Réalisation fin Décembre 2018 (estimation) | |
|--|---------------|------------------|--|------------------|--|------------------|
| | % | En milliards MGA | % | En milliards MGA | % | En milliards MGA |
| Dette extérieure | 33,7% | 1 472,1 | 18,26% | 275,7 | 30,8% | 1 225,8 |
| Hautement concessionnel | 52,2% | 767,9 | 90,1% | 248,5 | 46,3% | 567,2 |
| Concessionnel à taux d'intérêt fixe | 27,8% | 409,7 | 8,4% | 23,3 | 18,6% | 228,6 |
| Concessionnel à taux d'intérêt variable | 0,0% | - | 0,0% | - | 0,0% | - |
| Semi concessionnel à taux d'intérêt fixe | 20,0% | 294,4 | 1,4% | 3,9 | 24,1% | 295,3 |
| Semi concessionnel à taux d'intérêt variable | 0,0% | - | 0,0% | - | 0,0% | - |
| Commercial | 0,0% | - | 0,0% | - | 11,0% | 134,7 |
| Eurobonds | 0,0% | - | 0,0% | - | 0,0% | - |
| Dette intérieure | 66,3% | 2 898,7 | 81,74% | 1 234,1 | 69,2% | 2 753,0 |
| Avances statutaires | 7,1% | 207,0 | 6,8% | 84,0 | 9,0% | 247,0 |
| BTA | 75,8% | 2 198,2 | 65,5% | 808,6 | 68,3% | 1 878,9 |
| BTCT, dont: | 9,1% | 264,6 | 11,6% | 142,9 | 11,5% | 317,5 |
| BTF 1 an | 9,1% | 264,6 | 11,6% | 142,9 | 11,5% | 317,5 |
| Bons du Trésor à moyen terme, dont: | 2,9% | 83,5 | 4,3% | 53,4 | 6,0% | 164,2 |
| Bons du Trésor Fihary 2 ans | 1,6% | 47,8 | 3,2% | 39,6 | 4,2% | 115,3 |
| Bons du Trésor Fihary 3 ans | 1,2% | 35,7 | 1,1% | 13,7 | 1,8% | 48,9 |
| Bons du Trésor à long terme | 0,0% | - | 0,0% | - | 0,0% | - |
| Bons du Trésor Spéciaux à taux fixe | 1,6% | 47,0 | 3,8% | 47,0 | 1,7% | 47,0 |
| Bons du Trésor Spéciaux à taux variable | 3,4% | 98,3 | 8,0% | 98,3 | 3,6% | 98,3 |
| Autres dettes | 0,0% | - | 0,0% | - | 0,0% | - |
| TOTAL | 100,0% | 4 370,8 | 100,00% | 1 509,8 | 100,0% | 3 978,8 |

Source : Ministère des Finances et Budget / Direction Générale du Trésor / Direction de la Dette Publique

Il est estimé qu'à fin décembre 2018, les besoins de financement de Madagascar seraient renfloués à 69,2% par l'emprunt intérieur. Ce qui n'est pas étonnant, puisque l'historique montre une répartition dette intérieure/dette extérieure des tirages de la dette publique égale à 30/70, avec une majeure partie de la dette intérieure constituée à 68,3% de BTA.

1. Réalisation des tirages de la dette extérieure

S'il a été prévu qu'en 2018 les tirages en matière d'emprunt extérieur constitueraient 33,7% de l'ensemble des tirages, il est estimé que la réalisation serait moindre, soit 30,8%. Le retard dans la mise en vigueur de certains accords de prêt, le retard d'avancement de certains projets, et le retard dans l'avancement des négociations de certains prêts, et le non accomplissement des conditions suspensives au premier décaissement ont fait que le décaissement ait été plus faible et que certains prêts attendus aient été reportés. Toutefois, il est à remarquer que deux projets ont décaissé plus que prévu. Plus de 80% du montant du « Projet de renforcement des capacités Statistiques à Madagascar (STAT CAP) » financé par la Banque Mondiale - prévu être clôturé qu'au 31 mars 2022 - a été réalisé dès le second trimestre de l'année 2018. Projet d'Extension du Port de Toamasina financé par le Japon (Agence japonaise de coopération internationale - JICA) a tiré plus que prévu pour

rattraper le retard en 2017.

Le report de certaines opérations d'emprunt ne concernant uniquement pas l'année 2018, mais également l'année antérieure (2017). Il a été remarqué que le recours à l'emprunt commercial (non concessionnel) s'est fortement accru (11,0%) par rapport à la prévision de la SDMT 2018-2020 (0,0%) dû notamment au report du prêt de la Deutsche Bank, d'un montant de 40 millions USD destiné à la restructuration de la Compagnie Air Madagascar.

Etant donné que les financements concessionnels se font de plus en plus rares, l'on a dû plus recourir à des financements semi-concessionnels. Ce qui a fait que si l'on a prévu que les tirages de la dette extérieure sont constitués à 27,8% d'emprunts concessionnels à taux d'intérêt fixe, la réalisation en est autrement (estimée à 18,6%). Il en est de même pour les emprunts hautement concessionnels, 52,2% de la somme des tirages de la dette extérieure en prévision contre 46,3% en réalisation. Suite logique de ce qui précède, l'emprunt extérieur semi concessionnel à taux fixe qui a été de 20,0% en prévision, est estimé atteindre 24,1% du total des tirages en matière d'endettement extérieur à fin décembre 2018. Mis à part ce prêt de la Deutsche Bank, le Comité Technique de la Dette a donné l'aval pour contracter un Crédit Acheteur, dont les conditions financières sont non concessionnelles, auprès de l'EXIM Bank de l'Inde pour financer une partie du « Projet Autosuffisance alimentaire par la fourniture de tracteurs modernes et de service de machines agricoles aux agriculteurs » du fait de son caractère stratégique.

2. Réalisation des tirages de la dette intérieure

En matière d'endettement intérieur, le plan d'émission et les tirages sont pareils. Il suffit de se référer à la précédente sous-section intitulée « Réalisation du Plan d'émission de la dette intérieure »

II. ACTIONS ENTREPRISES DANS LE CADRE DE LA MISE EN ŒUVRE DE LA SDMT 2018-2020

Du 29 novembre au 7 décembre 2017, une mission conduite par la Banque mondiale s'est rendue à Antananarivo, à Madagascar, pour entreprendre une évaluation complète des fonctions de gestion de la dette publique en appliquant la méthode d'évaluation de la performance en matière de gestion de la dette (DeMPA). Sur les 30 indicateurs de performance évalués, 5 ont été notés très satisfaisants, 7 ont été notés moyens, et 18 ont été notés faibles. Cela témoigne des efforts que devra encore faire la Direction en charge de la Dette Publique dans la gestion de la dette de l'Etat. Toutefois, faudrait-il noter qu'en comparant ces résultats obtenus avec ceux de l'évaluation DeMPA en 2013, la gestion de la dette s'est nettement améliorée. Lors du DeMPA 2013, sur les 35 indicateurs de performance évalués, 25 n'ont pas satisfait les minimum requis et 6 ont reçu la note minimum.

1. Renforcement du cadre juridique

Ont été adoptés le Décret n° 2018-589 fixant les modalités et procédures d'octroi de garantie sur emprunt du Gouvernement Central et le Décret n° 2018-590 portant modalités et conditions d'octroi de prêts directs et de rétrocession par le Gouvernement Central. Par ailleurs, un manuel de procédures sur le traitement et la notation des demandes de crédit a été établi. Les modalités de l'examen préliminaire du Trésor Public en matière de garantie sur emprunt, rétrocession et prêt y sont fixées.

2. Renforcement de capacités

En juin 2018, à l'instar d'autres agents du Ministère des Finances et du Budget et du Ministère de l'Economie et de la Planification, les agents de la DDP ont suivi une formation sur les passifs éventuels offerte par la Banque Mondiale. La formation a été surtout axée sur le mode d'évaluation des risques de crédit liés à l'octroi des garanties sur emprunt du Gouvernement Central et ceux liés aux opérations de rétrocession.

3. Modernisation du système et mise aux normes internationales de la gestion de la dette intérieure

Dans le cadre de ce volet, plusieurs actions ont été réalisées à savoir :

- Des formations des agents de la Direction en charge de la Dette Publique fournies par le conseiller de l'OTA à Madagascar, concernant les techniques de marché, la gestion de la dette, le système de Spécialistes des Valeurs du Trésor (SVT) et les relations avec les investisseurs
- Des plans d'émissions annuelles et semestrielles envoyés aux banques primaires en vue de renforcer la confiance des souscripteurs.

4. Mise en place des intermédiaires de marché des titres publics

La convention d'intermédiaire de marché a été finalisée au cours du troisième trimestre de l'année sous revue. Un Arrêté ministériel d'approbation de ladite convention et de la liste des intermédiaires de marché sera adopté.

Le développement du marché financier local est une opération coûteuse à court terme en raison de la prime de risque des investisseurs ainsi que les maturités courtes offertes par le marché. Cependant, à long terme, une courbe de taux favorable peut être acquise suite à la relance économique due à la reprise des activités financières des investisseurs. Ainsi, le gouvernement pourra maîtriser le risque de refinancement et le risque de change.

5. Appropriation de l'outil de suivi du plafond d'endettement extérieur développé par le Fonds Monétaire International (FMI)

Pour assurer le suivi du plafond d'endettement extérieur, les gestionnaires de la dette exploitent l'outil Excel développé par le FMI. Y sont enregistrés tous les prêts identifiés avec leurs conditions financières respectives et y sont également suivi la mise en œuvre effective de ces requêtes de financement. Si au cours de la période Janvier 2016 au Juin 2018, le plafond de nouveaux emprunts de la dette extérieures contractés ou garantis par l'Etat est fixé au titre du montant maximum de prêt semi-concessionnel (283 millions USD) et de prêt non-concessionnel (100 millions USD), désormais celui fixé en termes de valeur actuelle nette pour la période 2018-2019 (900 millions USD), ce suite entre autres à l'amélioration enregistrée dans la gestion de la dette publique.

6. Amélioration des prévisions et du suivi des décaissements des prêts extérieurs

La participation active aux négociations des accords de prêts extérieurs a été maintenue et le rythme de décaissement des prêts extérieurs existants a été suivi de près via une vérification continue des tableaux de décaissement par projet, établis sous format Excel par la Direction en charge de la Dette Publique. Les prévisions de décaissements passent en revue 2 fois par année lors de la préparation de la LFI et de la LFR. En ce qui concerne les décaissements, un rapprochement avec la situation des bailleurs de fonds est effectué 2 fois par année au cours de la validation de la base de données dans le SYGADE.

PARTIE II - SDMT 2019-2021

I. CARACTÉRISTIQUES DU PORTEFEUILLE DE LA DETTE PUBLIQUE EXISTANTE

A. Structure du portefeuille de la dette publique à fin Décembre 2018

La dette du Gouvernement Central à fin Décembre 2018 est estimée à 14 933,6 milliards MGA (c/v 4 503,5 millions USD) équivalent à 36,8 pourcent du Produit Intérieur Brut.

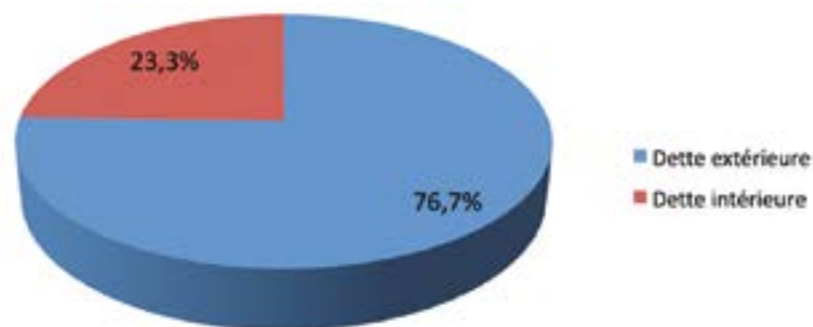
Une prévision en hausse de 19,3% par rapport à l'année dernière, est bien moindre comparée à la variation de l'encours de la dette en 2017, où elle s'est accrue de 23,3% par rapport à 2016. A côté de la Banque Mondiale et la BAD, l'EXIM Bank de Chine s'impose progressivement en tant que bailleur de fonds stratégique du pays, en finançant cinq (05) projets structurants. La coopération financière avec la Deutsche Bank se poursuit également avec la restructuration de la compagnie Air Madagascar. Une hausse du recours aux avances statutaires est par ailleurs prévue. De même, les émissions de Bons de Trésor FIHARY (BTF), connaîtront une hausse considérable.

1. Répartition du stock de la dette publique en dette extérieure et dette intérieure

Le portefeuille de la dette du Gouvernement central est constitué essentiellement par les emprunts extérieurs⁽⁴⁾ ; Le portefeuille de la dette du Gouvernement central est constitué essentiellement par les emprunts extérieurs ; représentant 76,7% de la totalité. A fin Décembre 2018, la dette extérieure est estimée à 11 449,7 milliards MGA (c/v 3 452,9 millions USD) et se compose principalement de dettes envers les organismes multilatéraux. Cette prépondérance de la part des emprunts multilatéraux dans la dette extérieure est expliquée par la maximisation du recours aux emprunts extérieurs concessionnels. Une exception a été consentie pour le prêt d'Appui Budgétaire destiné à la restructuration de la compagnie Air Madagascar, auprès de la Deutsche Bank, dont les conditions financières sont « non concessionnelles ». Pour ce qui est des conditions financières semi-concessionnelles de l'EXIM Bank de Chine, des négociations ont été entamées pour certains des projets qu'elle va financer et pour lesquels le Gouvernement de Madagascar a pu bénéficier de crédits à des taux bonifiés (conditions financières concessionnelles).

La dette intérieure représente 23,3% de la totalité de la dette du Gouvernement Central, soit 3 483,9 milliards MGA (c/v 1 050,6 millions USD). Cette hausse par rapport à l'année 2017 est due notamment à celle des émissions de BTA et de BTS. Une hausse des émissions de BTF est également observée. Bien que les BTA constituent 34,6% du portefeuille de la dette intérieure, les BTF continuent progressivement de gagner plus de part de marché (soit 23%). Ce qui est conforme avec l'objectif de maîtrise du risque de refinancement en matière d'endettement intérieur. Les BTS destinés au paiement des arriérés de l'Etat envers certains opérateurs économiques constituent 11,2% du portefeuille de la dette intérieure à fin 2018. Les avances statutaires en représentent 6,4% et les autres dettes, 23,8%.

Figure 1: Répartition de la dette du Gouvernement Central à fin 2018



Source: Ministère des Finances et Budget / Direction Générale du Trésor / Direction de la Dette Publique

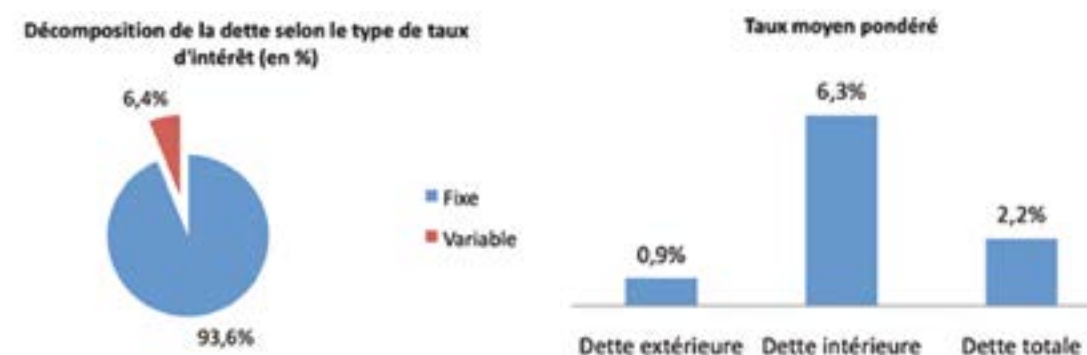
⁴ Voir annexe 2

2. Répartition du stock de la dette selon le type de taux d'intérêt

Le portefeuille de la dette publique malgache est constitué à 93,6% de prêts à taux d'intérêt fixe. En effet, pour limiter l'exposition aux fluctuations de taux d'intérêt, les prêts extérieurs à long-terme à taux d'intérêt fixe sont privilégiés par rapport aux prêts à taux variable. Toutefois, la part de ces derniers a augmenté suite au recours aux prêts commerciaux. Au niveau de la dette intérieure, l'on a émis des BTS à taux variable.

Le taux d'intérêt moyen pondéré effectif pour la dette totale est estimé à 2,2% en raison d'une part importante des prêts extérieurs concessionnels dont les taux d'intérêt sont faibles. Pour la dette extérieure, le niveau moyen du taux d'intérêt est de 0,9%. Pour la dette intérieure, le taux d'intérêt moyen pondéré est évalué à 6,3%.

Figure 2 : Décomposition de la dette publique selon le type de taux d'intérêt et Taux d'Intérêt Moyen Pondéré du portefeuille de la dette publique (en pourcentage, estimation à fin Décembre 2018)



Source: Ministère des Finances et Budget / Direction Générale du Trésor / Direction de la Dette Publique

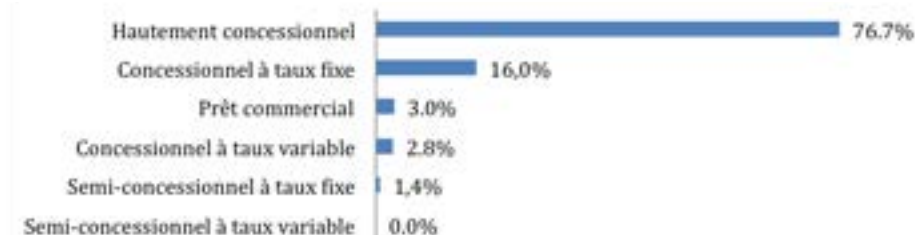
3. Répartition par instrument d'emprunts⁽⁵⁾

a) Instrument de financement extérieur

Le type du taux d'intérêt et le taux de concessionnalité⁽⁶⁾ du prêt déterminent la structure de portefeuille de la dette du Gouvernement Central, tel est également la méthode adoptée avec les précédentes SDMT. A fin décembre 2018, les prêts hautement concessionnels comme ceux envers IDA, FAD et FIDA et dont l'élément-don est supérieur à 50,0%, à longue maturité et à taux d'intérêt fixe, représentent 76,6% de la dette extérieure de Madagascar, suivis des prêts concessionnels à taux fixe, dont l'élément-don est compris entre 35,0% et 50,0%, comme ceux envers BADEA, BEI et quelques créanciers bilatéraux (tels que Corée, France, etc.) à 14,3%. Les prêts concessionnels à taux variables en représentent 2,5%.

La part des prêts semi-concessionnels (à élément don compris entre 20,0% et 35,0%), comme ceux envers l'EXIM Bank de Chine, OFID et Abu Dhabi, est estimée à 3,7% de la dette extérieure. La part des prêts non concessionnels, comme le prêt de Deutsche Bank (à élément-don inférieur à 20%) est estimée à 2,9%, dans le portefeuille de la dette extérieure.

Figure 3 : Répartition en pourcentage de la dette publique extérieure par instrument (estimation à fin Décembre 2018)



Source: Ministère des Finances et Budget / Direction Générale du Trésor / Direction de la Dette Publique

⁵ Voir annexe 3 pour la liste des instruments

⁶ Voir annexe 3 pour la définition

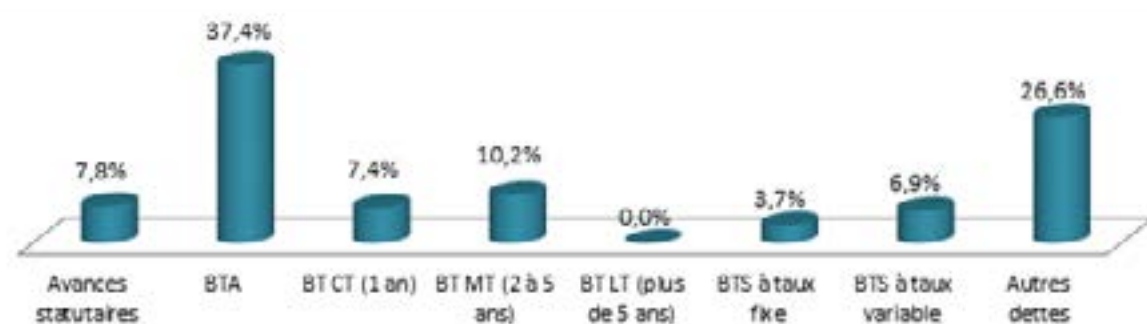
b) Instrument de financement intérieur

A fin décembre 2018, l'instrument BTA constitue 34,6% du portefeuille de la dette intérieure, soit 1 204,6 milliards MGA. En effet, parmi les instruments de financement de la dette intérieure, le BTA reste l'instrument le plus utilisé. L'encours des avances statutaires prévu à fin 2018 est de 67,0 milliards MGA soit 6,4% de la dette intérieure. Le recours à cet instrument est limité⁽⁷⁾.

Les bons du trésor FIHARY (BTF) constituent les Bons du trésor BT CT, BT MT et BT LT. Une hausse de la part relative des BT CT (9,1%) et BT MT (13,9%) est constatée. Actuellement à leur quatrième année de diffusion, les BTF continuent de séduire les investisseurs.

Les Bons du Trésor Spéciaux (BTS) ont été séparés des BTF en raison de leur nature et la spécificité de leurs conditions financières⁽⁸⁾. Les BTS à taux fixe représentent 2,8% du portefeuille de la dette intérieure. Tandis que les BTS à taux variable y ont une part de 9,4%. Les autres dettes, notamment les TCN, ont une part non négligeable de 23,8%.

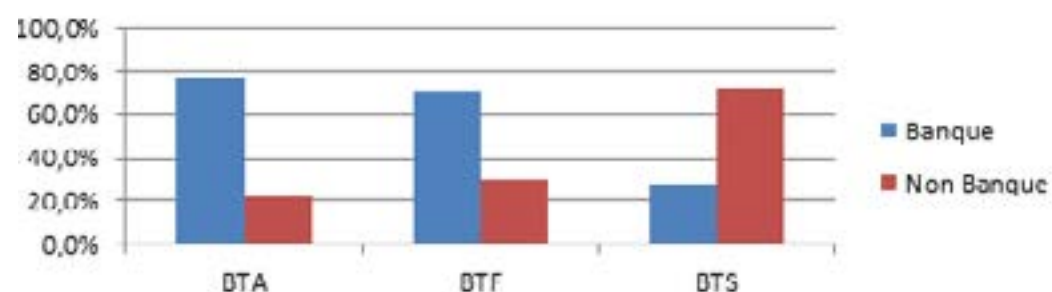
Figure 4 : Répartition de la dette intérieure par nature (estimation à fin Décembre 2018)



Source: Ministère des Finances et Budget / Direction Générale du Trésor / Direction de la Dette Publique

Concernant la répartition de la souscription aux titres publics (hors TCN) par secteur bancaire et non bancaire, le secteur bancaire en détient une part de 61,4%. Pour les BTA et BTF, 80,8% et 61,6% sont détenus respectivement par le secteur bancaire. Tandis que 100% des souscriptions en BTS sont détenues par le secteur non bancaire.

Figure 5 : Répartition de titres publics par secteur bancaire et non bancaire (en pourcentage)



Source: Ministère des Finances et Budget / Direction Générale du Trésor / Direction de la Dette Publique

⁷Plafond de tirage d'avances statutaires de l'année 2018 : 5% des recettes ordinaires de l'Etat constatées au cours du précédent exercice budgétaire 2017.

⁸Voir Annexe 3

B. Coûts et risques du portefeuille de la dette publique⁽⁹⁾

1. Coût de la dette à fin Décembre 2018

Bien qu'à fin 2018, le ratio du stock de la dette totale du Gouvernement Central par rapport au PIB soit de 36,8%, le taux d'intérêt moyen pondéré reste assez faible (soit 2,0 % en moyenne) et le niveau du ratio de la Valeur Actuelle⁽¹⁰⁾ de la dette extérieure par rapport au PIB demeure en dessous du seuil de 30% ; soit 25,1%. Ces derniers trouvent leur explication dans la structure même du portefeuille de la dette extérieure du Gouvernement Central, laquelle est constituée à 76,6% de prêts hautement concessionnels à taux d'intérêt faible. Enfin, il est à noter que les analyses ont montré que la dette extérieure reste soutenable à moyen et long terme.

2. Risque de refinancement

Tel qu'il a été dit dans la première partie du présent document, le portefeuille de la dette de l'Etat est exposé au risque de refinancement bien que ce ne soit pas reflété dans la dette totale. En effet, ce sont les instruments d'emprunts domestiques à court terme qui génèrent le plus de risque de refinancement dans le portefeuille de la dette de l'Etat. Aussi, a-t-il été décidé de ne considérer que le risque de refinancement afférent à la dette intérieure.

Il est estimé qu'à fin décembre 2018, la dette intérieure a une durée moyenne d'échéance (ATM) de 3,2 ans. Tel chiffre est conforme avec la valeur cible à fin 2018.

3. Risque de taux de change

Le portefeuille de la dette existante est fortement exposé aux fluctuations du taux de change vu qu'une part importante (76,7%) de la dette totale du Gouvernement Central est libellée en monnaie étrangère. Le risque provient notamment de la fluctuation du dollar américain, ainsi que l'Euro. La figure 7 indique que 51,6 % et 30,0 % de la dette totale sont respectivement exposés aux fluctuations de l'USD et l'EURO. Faut-il ne pas négliger non plus l'exposition au CNY, vu que si les dettes libellées en CNY ont représenté 6,0% du portefeuille de la dette totale du Gouvernement Central en 2017, en 2018 elles en constituent 7,7%.

Vu sous l'angle de la diversification du portefeuille de la dette de l'Etat, l'on peut dire que l'exposition aux risques de fluctuations du cours de l'USD serait réduite et le risque serait notamment réparti entre l'EUR et le CNY. Toutefois, (i) étant donné la volatilité des cours de l'EUR/MGA par rapport à l'USD/MGA, (ii) vu que les réserves en USD ont une part importante dans les réserves officielles du pays, et (iii) sous l'hypothèse que le projet soit financé entièrement par le prêt en question, il est opportun de contracter des prêts libellés en USD car le remboursement du service de la dette en cette monnaie sera moins coûteux.

Figure 6 : Exposition du portefeuille de la dette du Gouvernement Central aux fluctuations de taux de change (estimation à fin Décembre 2018)



Source: Ministère des Finances et Budget / Direction Générale du Trésor / Direction de la Dette Publique

⁹Voir la méthodologie adoptée en annexe 4 et annexe 5 pour le tableau des coûts et risques à fin Décembre 2018.

¹⁰C'est la valeur actualisée des paiements du service de la dette, au taux d'actualisation de 5%.

4. Risque de taux d'intérêt

Le risque de taux d'intérêt est le principal risque auquel le portefeuille de la dette de l'Etat est exposé. S'il a été fixé comme valeur cible à fin 2018 qu'au maximum 20% de la dette totale serait refixée, il est estimé qu'à fin 2018, la dette refixée serait égale à 20,9% de la dette totale. Du côté de l'endettement extérieur, la non maîtrise du risque de taux d'intérêt est due au recours à l'emprunt commercial octroyé à des conditions non concessionnelles avec des taux d'intérêts variables. Du côté de l'endettement intérieur, le niveau élevé du risque de taux d'intérêt trouve son explication dans la prépondérance des émissions de BTA dont les échéances sont à très court terme et le taux d'intérêt est fixé par le marché.

II. SOURCES POTENTIELLES DE FINANCEMENT

A. Sources de financement extérieures

Les prêts concessionnels constituent d'importantes sources de financement extérieures, suivis des prêts semi-concessionnels et commerciaux. A titre indicatif, les termes et conditions financières de ces sources potentielles de financements extérieurs pour Madagascar sont brièvement exposés à l'annexe 5 du présent document. Pour le cas de Madagascar, les prêts concessionnels, en particulier ceux de bailleurs de fonds traditionnels, demeurent des sources de financement privilégiés dans le financement du moyen et long terme ainsi que dans l'objectif de la maîtrise de la viabilité de la dette. Néanmoins, en ce qui concerne les prêts d'appui budgétaire, du fait que leur accessibilité soit soumise à des conditionnalités structurelles, (par ces dernières, l'on entend l'imposition par les bailleurs de diverses conditions de réformes structurelles, le plus souvent contraignantes, (i) avant la mise en vigueur de l'accord de prêt, dans ce cas on parle de « conditions suspensives », et/ou (ii) avant décaissement du fonds où il est question de « condition de décaissement ») et que depuis plus d'une décennie, l'on ait noté une réduction tendancielle de leur volume, l'on est obligé d'explorer d'autres sources de financement, notamment les financements semi-concessionnels. Ce, afin de réaliser des investissements nécessaires au redressement de l'économie. C'est ainsi que bon nombre de projets structurants ont été présentés à l'EXIM Bank de Chine pour financement. A noter que cette dernière offre des prêts préférentiels, à des conditions toutefois semi-concessionnelles, au Gouvernement de Madagascar. L'on a le choix entre financement du coût total du projet par la Banque avec comme monnaie de prêt le CNY, et financement des 85% du coût total du projet par la Banque avec comme monnaie de prêt l'USD. Dans le second cas, les 15% restants sont pris en charge par l'Etat malgache.

D'autres sources de financement sont également envisageables :

- **les autres instruments de financement des bailleurs de fonds traditionnels.** La Banque Mondiale propose, par exemple, un instrument nommé « Prêt-programme axé sur les résultats » ou PforR : c'est un prêt dont le décaissement est subordonné à l'atteinte de résultats définis et vérifiables. Récemment, le « **Catastrophe Deferred Drawdown Option** » ou CAT DDO a également été proposé par la Banque Mondiale au Gouvernement de Madagascar pour la gestion des risques de catastrophes naturelles. Existant depuis 2008 pour les pays BIRD et n'ayant été disponible pour les pays IDA (dont Madagascar) qu'en 2018, le CAT DDO est un mécanisme de financement conditionnel qui permet aux pays bénéficiaires d'avoir un accès immédiat à des ressources financières, sous forme d'appui budgétaire, à la suite d'une catastrophe naturelle et/ou une urgence sanitaire.

Deux (02) projets à savoir le Projet d'Appui à la Performance du Secteur Public (PAPSP) d'un montant de 40 millions USD et le Projet d'Appui à l'Education de Base (PAEB) d'un montant de 55 millions USD sont des projets financés sous le mécanisme de PforR.

Par ailleurs, la BAD dispose de diverses offres de financements, notamment les fonds verts et les fonds climatiques. A cet effet, dans le cadre du Document Stratégie Pays 2017-2021 de la BAD, ces deux sources de financements contribueront à financer des projets pour un montant total de 204,3 millions UC environ.

- **les cofinancements**, parmi les scénarios envisageables : Combiner les emprunts concessionnels et non concessionnels, ou les prêts et les dons, ou cofinancer un projet unique par plusieurs bailleurs de fonds, à titre d'exemple le cofinancement des bailleurs arabes; Toutefois, bien que les cofinancements permettent de financer des projets qui coûtent assez chers, les différentes procédures d'octroi de fonds des différents bailleurs qui y participent peuvent avoir un impact défavorable sur l'avancement du projet dû notamment au rythme inégal des décaissements.

- **des instruments d'emprunts basés sur la catégorisation du pays (en PMA, pays à faible revenus, etc.),** l'Etat pourrait bénéficier de financement de la part de certains bailleurs ;

- **la possibilité d'émettre des obligations d'Etat libellées en devises (Eurobonds) sur le Marché Financier International.** Néanmoins, faut-il savoir que l'émission d'Eurobonds impose des préalables non encore réunis à Madagascar. Aussi, actuellement, suivant les études menées, n'est-il pas encore opportun pour le pays d'y recourir.

Les mécanismes de garantie offerts par les Bailleurs de fonds traditionnels permettent au pays de lever des fonds sur le Marché international ou en syndication. Ainsi, la BAD propose la « Garantie Partielle de Crédit » ou GPC, destinée à couvrir une partie des remboursements prévus de prêts ou d'obligations issues d'un emprunt public ou privé pour financer des projets d'investissements.

Il y a également le mécanisme de « Garantie Partielle de Risque » ou GPR offert par la Banque Mondiale et la BAD pour couvrir les créanciers privés contre le risque de défaillance aux obligations contractuelles liées à un projet du

secteur privé des entreprises publiques rattachées à un gouvernement ou un organisme public.

A côté des bailleurs de fonds traditionnels, il y a d'autres institutions telles que la Banque Africaine d'Import-Export (AFREXIMBANK) et la Banque Asiatique d'Investissement pour les Infrastructures (AIIB). En devenant membre, Madagascar pourrait bénéficier des financements, de services de conseil, d'assurance ou de garantie de la part de ces institutions. Toutefois, les termes sont généralement commerciaux et requièrent le plus souvent une garantie souveraine.

B. Sources de financement intérieures

Les BTA, les avances statutaires et les autres titres de bons de trésor (BT), regroupant les BTF constituent les instruments de financement intérieur.

Les conditions financières des divers instruments financiers utilisés dans le cadre de la présente SDMT sont présentées dans les annexes 6 et 7.

III. HYPOTHÈSES MACROÉCONOMIQUES ET BUDGÉTAIRES

Les principales projections macroéconomiques 2018-2021⁽¹¹⁾ sont présentées dans le tableau ci-après :

Tableau 5 : Principales projections macroéconomiques (2018-2021)

| Indicateurs | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 |
|--|----------|----------|----------|----------|
| | LFR | PLF | Proj. | Proj. |
| Déficit global base caisse, en % du PIB | 3,3% | 3,5% | 5,5% | 5,2% |
| Taux de croissance réel | 5,0% | 5,2% | 5,3% | 5,2% |
| PIB nominal (milliards MGA) | 40 636,0 | 45 570,0 | 51 251,0 | 56 857,0 |
| Taux de change entre USD et MGA (Fin de période) | 3316,0 | 3444,0 | 3576,0 | 3709,0 |

Sources :

Pour 2018 : LFR 2018

Pour 2019 : PLF 2019

Pour 2020-2021 : Rapport No. 18/239 de FMI, Juillet 2018

Pour les taux de change 2018-2020 : BFM, Juillet 2018

Croissance économique : il est prévu un taux de croissance réel autour de 5% pendant la période 2018-2021. La croissance sera favorisée entre autres par l'exportation des produits miniers, la reprise des zones franches et l'investissement public.

Déficit budgétaire : Par rapport à son niveau de 2018 (3,3%), le déficit base caisse devrait augmenter et atteindre 5,2% en 2021. Ceci peut être expliqué par l'accroissement des dépenses d'investissement public.

Taux de change : la monnaie nationale aura tendance à se déprécier par rapport à l'USD dans les trois années à venir (3,8% en moyenne par année).

Toutefois, les risques à caractère politique, les aléas naturels et notamment climatiques, et les menaces liées à la conjoncture économique mondiale pourraient entraîner des changements dans l'évolution des agrégats ci-dessus et par conséquent celle de l'endettement.

¹¹ Voir annexe 13 pour le tableau des indicateurs macroéconomiques 2018-2021

IV. STRATÉGIES ALTERNATIVES DE GESTION DE LA DETTE¹²

A. Besoin de financement brut (BFB)

La partie financement du tableau des opérations financières de l'administration centrale issu des sources ci-dessus permet de déduire les prévisions de besoin de financement (tirage) brut pour 2019-2021, avec certaines mises à jour.

Tableau 6 : Besoins de financement brut (en milliards MGA)

| Libellés | 2019 | 2020 | 2021 | Total |
|---------------------------------|----------------|----------------|----------------|-----------------|
| Besoin de financement extérieur | 1 623,0 | 2 576,0 | 2 731,0 | 6 930,0 |
| Besoin de financement intérieur | 2 840,5 | 3 177,0 | 3 412,4 | 9 429,9 |
| Total | 4 463,5 | 5 753,0 | 6 143,4 | 16 359,9 |

Sources : Ministère des Finances et Budget / Direction Générale du Trésor / Direction de la Dette Publique

Pour la période de 3 ans, les besoins de financement s'élèveront à 16 359,9 milliards MGA dont 4 463,5 milliards MGA pour 2019, 5 753,0 milliards MGA pour 2020 et 6 143,4 milliards MGA pour 2021. Le besoin de financement extérieur a une part de 42,4% dans le BFB total, pendant la période sous revue.

B. Cadre limitant le recours aux emprunts extérieurs et intérieurs

1. Plafond d'endettement en termes de Valeur Actualisée

Comme il a été décrit précédemment,, compte tenu de l'amélioration de la qualité de la gestion de la dette et le niveau de risque de surendettement extérieur modéré du pays, la politique de limite d'endettement du pays a changé en 2018, dans le cadre du programme avec le FMI.

Selon le Mémoire de Politique Economique et Financière 2018-2019 de Juin 2018 au titre du FEC⁽¹³⁾, dorénavant, le plafond d'endettement extérieur (concessionnel et non concessionnel confondus) est fixé en termes de Valeur Actualisée (VA). Il est de l'ordre de 900 millions USD jusqu'à fin décembre 2019 (suivi à compter du 1er Janvier 2018).

Toutefois, il est à remarquer que le recours à des d'emprunts coûteux va toujours affecter l'enveloppe globale. En effet, plus les conditions d'un prêt sont non concessionnelles plus sa VAN est élevée et donc plus la VAN globale sera élevée, et moins il y aura de marge de manœuvre pour les autres emprunts.

Pour la période 2018-2019, le montant total des prêts signés et attendus est estimé à 854,30 millions USD en VA. Le reste mobilisable s'élève ainsi à 45,7 millions USD.

2. Plafonds sur les avances statutaires de la Banque centrale

Suivant les dispositions de la loi n° 2016-004 du 29 juillet 2016, complétée par la loi n°2016-057 du 2 février 2017, portant statuts de la Banque Centrale de Madagascar, le plafond de tirage annuel d'avances statutaires doit être l'équivalent de 5% du revenu ordinaire du Gouvernement de l'année précédente, pour 2019.

A. Objectifs de la stratégie 2018-2020

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.

Vu que l'accès aux financements extérieurs concessionnels est limité et afin de satisfaire le besoin de financement de l'Etat, il y aura recours aux emprunts semi-concessionnels et non concessionnels, tout en assurant le respect des limites d'endettement et le maintien de la soutenabilité de la dette à moyen et long-terme.

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

- **la maîtrise du coût de la dette extérieure** : le ratio VA de la Dette / PIB ne doit pas dépasser un certain niveau (35%) afin d'assurer la soutenabilité de la dette à moyen et long terme. Ce plafond de 35% équivaut au seuil de soutenabilité fixé par le nouveau Cadre de Viabilité de la Dette pour les Pays à Faible Revenu.

¹²Voir la méthodologie adoptée en annexe 4

¹³FMI, Rapport No. 18/239, Juillet 2018

- la maîtrise du risque de refinancement : vu que le portefeuille de la dette intérieure est le plus exposé à ces risques, la durée moyenne d'échéance (ATM) des titres publics (BTA et BTF) devrait être supérieure à 0,5 an pendant la période, de telle sorte que l'ATM de la dette intérieure puisse être supérieure à 3 ans.

- o la maîtrise du risque de taux d'intérêt : La part de la dette extérieure dans le portefeuille de la dette extérieure à refixer durant l'année suivante (2022) devrait être inférieure à 10%.
- o La part de la dette intérieure dans le portefeuille de la dette intérieure à refixer durant l'année suivante (2022) devrait être inférieure à 80%.

Par rapport à la dernière SDMT, les indicateurs et les cibles ont été améliorés suite aux recommandations de DEMPA de novembre 2017 et, sont présentés dans le tableau ci-après :

Tableau 7 : Objectifs spécifiques de la stratégie d'endettement

| Objectifs | Indicateurs | Cibles à fin 2019 | Cibles à fin 2021 |
|--------------------------------------|--|---------------------|---------------------|
| Maîtrise du coût de la dette | VA de la dette / PIB | Inférieure à 35% | Inférieure à 35% |
| Maîtrise du risque de refinancement | Part de la dette extérieure dans le portefeuille | Supérieure à 3 ans | Supérieure à 3 ans |
| | ATM de la dette intérieure | Supérieure à 0,5 an | Supérieure à 0,5 an |
| Maîtrise du risque de taux d'intérêt | Dette extérieure refixée durant l'année prochaine (%dette extérieure totale) | Inférieure à 10% | Inférieure à 10% |
| | Dette intérieure refixée durant l'année prochaine (%dette intérieure totale) tirages annuels de BTA et BTF | Inférieure à 80% | Inférieure à 80% |

Sources : Ministère des Finances et Budget / Direction Générale du Trésor / Direction de la Dette Publique

Outre le plafond d'endettement non concessionnel convenu avec le FMI, les indicateurs ci-dessus feront l'objet de suivi dans le cadre de la mise en œuvre de la SDMT.

B. Analyse des coûts et risques des stratégies alternatives de gestion de la dette

1. Description des stratégies alternatives de gestion de la dette

Afin d'atteindre les objectifs de la gestion de la dette et en tenant compte des contraintes susmentionnées, les quatre stratégies alternatives suivantes sont étudiées⁽¹⁴⁾ :

- **Stratégie S1** : Maximisation du recours aux emprunts extérieurs concessionnels
- **Stratégie S2** : Développement du marché de la dette intérieure : hausse des émissions des titres à long-terme
- **Stratégie S3** : Recours plus important aux emprunts semi-concessionnels
- **Stratégie S4** : Recours aux prêts commerciaux et aux Eurobonds

2. Analyse des résultats des stratégies⁽¹⁵⁾

Il s'agit d'évaluer les indicateurs de coûts et de risque⁽¹⁶⁾ de chaque stratégie en y appliquant les chocs⁽¹⁷⁾ (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.

Le tableau ci-après présente les indicateurs de risques pour chaque stratégie.

Tableau 8 : Tableau comparatif des indicateurs de risque ciblés (projections à fin 2021)

| Objectifs | | 2018 | A fin 2021 proj. | | | | |
|--------------------------|--|---------|------------------|---------|---------|---------|---------|
| | | Actuel | Cible | S1 | S2 | S3 | S4 |
| Coût de la dette | VA de la dette / PIB | 25,1% | < 35% | 27,9% | 29,0% | 28,3% | 29,1% |
| Risque de refinancement | ATM de la dette intérieure | 3,2 ans | > 2 ans | 2,8 ans | 3,9 ans | 2,8 ans | 2,8 ans |
| | ATM des titres publics BTA et BTF | 0,7 an | > 0,5 an | 1,2 an | 2,8 ans | 1,2 an | 1,2 an |
| Risque de taux d'intérêt | Dette extérieure refixée durant 2022 (% total dette extérieure) | 7,5% | < 10% | 5,0% | 5,0% | 7,0% | 7,0% |
| | Dette intérieure refixée durant 2022 (% total dette inturant 20) | 65,9% | < 80% | 75,4% | 62,4% | 75,4% | 75,5% |

Source: Ministère des Finances et Budget / 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) S2 et S1 se révèlent être les meilleures stratégies.

Toutefois, S1 serait la plus appropriée, car plusieurs conditions ne sont pas encore réunies pour assurer l'émission de titres à long terme sur le marché domestique, à savoir notamment, la mise en place d'un marché secondaire efficace et le cadre légal y afférent, lesquels figurent parmi les recommandations du présent document. Par ailleurs, il n'est pas avéré que le marché intérieur puisse répondre aux attentes du pays.

- En termes de maîtrise du coût de la dette, S1 a le plus faible ratio VA de la dette / PIB (27,9%) et ce dernier est inférieur au seuil de 35%. S4 a le ratio le plus élevé (29,1%).
- En termes de maîtrise de risque de refinancement, S2 est la plus efficace (ATM de la dette intérieure égal à 3,9 ans dont ATM des BTA et BTF à 2,8 ans), suivie de S1.
- En termes de maîtrise de risque de taux d'intérêt, S2 est la plus efficace, suivie de S1 : sous S2, la part de la dette intérieure refixée durant 2022 est estimée à 62,4% du portefeuille de la dette intérieure. Tandis que, du côté du portefeuille de la dette extérieure, cette proportion est de 5,0%.

Néanmoins le choix de cette stratégie S1 présente les contraintes suivantes, notamment la restriction à l'accès aux emprunts concessionnels, diminuant ainsi la mise œuvre du PND. Aussi, l'appel aux emprunts extérieurs semi-concessionnels et non-concessionnels se justifie par l'importance du déficit budgétaire. A noter que ces financements devraient (i) être utilisés avec prudence, compte tenu de fragilité des agrégats macro-économiques et des exportations, et (ii) être prioritairement alloués au financement des projets aux retombées économiques importantes.

3. Stratégie adoptée : S1 « maximisation du recours aux emprunts concessionnels »

Comme dans la SDMT 2018-2021, la stratégie de maximisation du recours aux emprunts concessionnels est maintenue. Afin d'atteindre les objectifs fixés, il s'agit d'obtenir à fin 2021⁽¹⁸⁾, un portefeuille de la dette composé :

- (i) à 78,6% de dette extérieure
- (ii) de 52,6% de dettes hautement concessionnelles, de 20,8% de dettes concessionnelles, de 4,2% de dettes semi-concessionnelles et de 1% de dettes commerciales. Il n'y aura pas de recours aux eurobonds.
- (iii) de 9,6% de BTA, 3,1% de BT CT, de 3,2% de BT MT, de 0,3% de BTS à taux fixe, 2,1% de BTS à taux variable et de 3% d'autres dettes intérieures. Une émission de titres à long terme (BT LT) n'est pas encore prévue.

Pour obtenir cette composition de portefeuille optimale, des prévisions de tirages pour 2019-2021 ainsi qu'un plan d'emprunts extérieurs pour 2019 ont été établis.

¹⁴Voir annexe 8 pour la description des 4 stratégies

¹⁵Voir annexe 11 pour les détails

¹⁶Voir annexe 11a pour le tableau complet des indicateurs de coût et risque

¹⁷Voir annexe 11b pour les détails

¹⁸Voir annexes 8 et 9 pour les détails

a) Prévisions de tirages pour 2019-2021

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

Tableau 9 : Prévisions de tirages par instrument pour 2019-2021 (montant estimatif en milliards MGA et en pourcentage) pour S1⁽¹⁹⁾

| Financement par instrument | SDMT 2019-2021 | | | | | |
|--|----------------|------------------|---------------|------------------|---------------|------------------|
| | 2019 | | 2020 | | 2021 | |
| | % | En milliards MGA | % | En milliards MGA | % | En milliards MGA |
| Dettes extérieures | 36,4% | 1 623,0 | 44,8% | 2 576,0 | 44,5% | 2 731,0 |
| Hautement concessionnel | 53,1% | 861,5 | 44,7% | 1 152,3 | 45,9% | 1 253,4 |
| Concessionnel à taux d'intérêt fixe | 30,7% | 497,7 | 47,1% | 1 214,2 | 49,8% | 1 360,1 |
| Concessionnel à taux d'intérêt variable | 0,1% | 1,7 | 0,3% | 6,9 | 0,4% | 10,3 |
| Semi concessionnel à taux d'intérêt fixe | 15,6% | 252,6 | 7,3% | 187,6 | 3,4% | 91,7 |
| Semi concessionnel à taux d'intérêt variable | 0,0% | - | 0,0% | - | 0,0% | - |
| Commercial | 0,6% | 9,5 | 0,6% | 14,9 | 0,6% | 15,5 |
| Eurobonds | 0,0% | - | 0,0% | - | 0,0% | - |
| Dettes intérieures | 63,6% | 2 840,5 | 55,2% | 3 177,0 | 55,5% | 3 412,4 |
| Avances statutaires | 7,4% | 210,0 | 0,0% | - | 0,0% | - |
| BTA | 65,1% | 1 848,0 | 69,2% | 2 200,0 | 67,9% | 2 318,0 |
| BT CT | 12,6% | 356,7 | 18,4% | 583,8 | 22,0% | 751,7 |
| BT MT | 7,5% | 212,0 | 9,2% | 293,0 | 7,7% | 264,0 |
| BT LT | 0,0% | - | 0,0% | - | 0,0% | - |
| BTS à taux fixe | 1,0% | 27,5 | 0,7% | 21,5 | 0,0% | - |
| BTS à taux variable | 3,7% | 104,9 | 2,5% | 78,7 | 2,3% | 78,7 |
| Autres dettes | 2,9% | 81,4 | 0,0% | - | 0,0% | - |
| Total besoin de financement brut | 100,0% | 4 463,5 | 100,0% | 5 753,0 | 100,0% | 6 143,4 |

Sources : Ministère des Finances et Budget / Direction Générale du Trésor / Direction de la Dette Publique

¹⁹Voir annexe 10 pour les détails des tirages des autres stratégies

- Une part de 36,4% du besoin de financement brut sera assurée par des tirages sur emprunts extérieurs en 2019. Le besoin de financement brut va augmenter de 37,6% entre 2019 et 2021, en moyenne. Puisque la dette intérieure n'arrive pas encore à couvrir totalement cette hausse, la part des tirages sur emprunts extérieurs atteindra 44,8% en 2020 et 44,5% en 2021.

- **Dans la catégorie de la dette extérieure**, la part des tirages sur emprunts hautement concessionnels et concessionnels à taux d'intérêt fixe est estimée à 83,1% en 2019 pour atteindre 95,7% du tirage total sur emprunts extérieurs en 2021. La part de tirages sur emprunts semi-concessionnels à taux d'intérêt fixe s'élève à 15,6% en 2019 puis baissent à 7,3% en 2020 et 3,4% en 2021. Par ailleurs, la part des prêts à taux d'intérêt variable et des emprunts commerciaux est minime, (0,6%), afin de minimiser les coûts et risques.

- **Dans la catégorie de la dette intérieure**, la répartition du financement intérieur par instrument de 2019 donne une part de 65,1% au BTA contre des parts respectives de 12,6%, 7,5% pour les BTCT et BTMT, et une part de 7,4% pour les avances statutaires.

- Pendant la période 2019-2021, le BTA constituera la principale source de financement intérieur du déficit (une part de plus de 65,0%). Toutefois, il est à rappeler que cet instrument est décomposé en cinq maturités (4, 12, 24, 36 et 52 semaines). La part des BTA à 52 semaines est prévue être réduite pour orienter les souscripteurs vers les BTF. Il n'y aura plus de recours à cet instrument en 2021.
- Ainsi, la part des Bons du Trésor à Moyen Terme va continuer à augmenter progressivement (7,5% en 2019, 9,2% en 2020 et 7,7% en 2021).
- L'Etat prévoit (i) des tirages de BTS à taux fixe d'un montant de 27,5 milliards MGA en 2019 et 21,5 milliards MGA en 2020, (ii) des tirages de BTS à taux variable de 262,2 milliards MGA pendant la période sous revue, pour le règlement des arriérés vis-à-vis des créanciers privés.
- Pour les autres dettes, un tirage de 81,4 milliards est prévu au titre de 2019.

b) Plan d'emprunts extérieurs pour 2019

Le tableau suivant représente les montants estimatifs de prêts extérieurs à contracter ainsi que leur utilisation au titre de l'année 2019.

Tableau 10 : Plan d'emprunts extérieurs pour 2019

| LIBELLES | Montant estimatif en milliards MGA | En % |
|--|------------------------------------|--------|
| Sources de financements | 4 110,7 | 100,0% |
| Dettes concessionnelles, dont | 4 028,8 | 98,0% |
| Hautement concessionnelle | 1 959,9 | 47,7% |
| Concessionnelle | 2 068,9 | 50,3% |
| Dettes non concessionnelles, dont | 82,0 | 2,0% |
| Dettes semi-concessionnelles | 67,6 | 1,6% |
| Dettes non concessionnelles | 14,4 | 0,3% |
| Utilisation des financements | | |
| Agriculture et rural | 141,9 | 3,5% |
| Energie | 1 389,5 | 33,8% |
| Soutien budgétaire | 205,9 | 5,0% |
| Infrastructure | 1 548,9 | 37,7% |
| Social | 202,8 | 4,9% |
| Multi-secteurs | 421,9 | 10,3% |
| Autres | 199,9 | 4,9% |

Source: Ministère des Finances et Budget / Direction Générale du Trésor / Direction de la Dette Publique

- Au titre de 2019, le Gouvernement Central va contracter des prêts extérieurs d'un montant total de 4 110,7 milliards MGA dont 98,0% de prêts concessionnels. La part des prêts semi-concessionnels et non concessionnels ne sera que de 2,0% afin de garantir la composition optimale du portefeuille de la dette et la soutenabilité à moyen et à long-terme de la dette.
- Concernant l'utilisation des financements, une grande partie sera consacrée à la réalisation de projets d'infrastructures (37,7% soit 1 548,9 milliards MGA) et de projets énergétiques (33,8% soit 1 389,5 milliards MGA) nécessaires pour la mise en œuvre de la Plan National de Développement.

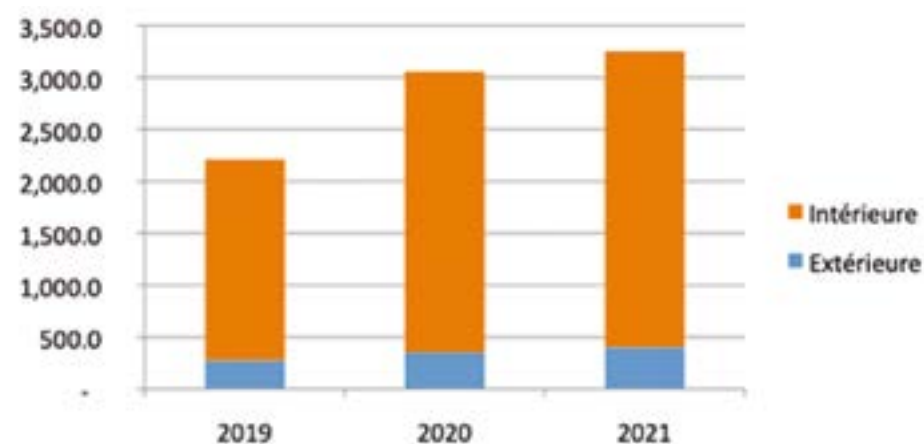
c) Profil de remboursement de la dette pour 2019-2021 :

Le montant du principal de la dette à payer s'élève à :

- 2 211,8 milliards MGA, dont 276,2 milliards de dette extérieure et 1 935,7 milliards de dette intérieure en 2019
- 3 056,2 milliards MGA, dont 353,9 milliards de dette extérieure et 2 702,3 milliards de dette intérieure en 2020
- 3 254,5 milliards MGA, dont 402,2 milliards de dette extérieure et 2 852,3 milliards de dette intérieure en 2021

La part de la dette intérieure est très significative à cause des tirages élevés de Bons du Trésor à court terme, essentiellement des BTA. Toutefois, il est à remarquer que le remboursement de ces BTA (dont les maturités sont de 4 à 52 semaines) se fait par revolving²⁰.

Figure 7 : Profil de remboursement de la dette pour 2019-2021 (en milliards MGA)



Source: Ministère des Finances et Budget / Direction Générale du Trésor / Direction de la Dette Publique

C. Mise en œuvre de la stratégie pour 2019-2021

Plusieurs actions devraient être entreprises afin de mettre en œuvre la stratégie S1. D'autant plus que l'amélioration de la gestion des finances publiques, celle de la dette publique en particulier, font partie des conditions d'accès aux financements concessionnels auprès des bailleurs multilatéraux.

1. En matière de gestion de la dette publique

- **Etablir un plan de mise en œuvre des réformes préconisées par le Plan de réformes de DeMPA 2017, afin d'améliorer la gestion de la dette publique.**

- **Améliorer le climat de confiance vis-à-vis des investisseurs** : les indicateurs suivis par les investisseurs sont, entre autres, la notation financière du pays et la notation CPIA ou Évaluation des politiques et des institutions nationales. Les réformes qui vont permettre d'améliorer les meilleures notes et donc la confiance de la part des investisseurs, doivent être poursuivies. Tous les Départements sont concernés par ces réformes, mais pas seulement la Direction en charge de la Dette Publique.

- **Poursuivre l'amélioration de la qualité des prévisions en matière de décaissement.**

- **Poursuivre les actions de sensibilisation** : les actions de communication seront renforcées, en vue de développer les marchés des titres publics.

- **Améliorer les relations avec les principaux souscripteurs** : Une réunion périodique avec les banques primaires sera programmée une ou deux fois par an à partir de 2019. En effet, approcher ces principaux souscripteurs est une occasion pour déterminer leurs besoins et mesurer leur appréciation vis-à-vis des titres publics. Des informations découlant de telles rencontres se dégageront une analyse sur l'amélioration des titres publics actuels, mais aussi des propositions d'éventuels nouveaux titres.

- **Mettre à jour la convention d'intermédiaire de marché des BTA** : La convention d'intermédiaire de marché a été finalisée au cours du troisième trimestre de l'année 2018, en attente de l'Arrêté ministériel d'approbation. Cette convention avec les banques primaires résidentes permettra une amélioration de la réglementation du marché des titres publics et un meilleur fonctionnement du marché secondaire. Cette dite-convention est toutefois renouvelable tous les deux ans. Une mise à jour est alors prévue en 2021.

2. Autres actions à entreprendre

Vu que la soutenabilité de la dette ne dépend pas uniquement de la gestion de la dette publique, le présent Document suggère aux différentes entités de mettre en œuvre des actions visant à :

- **Maintenir une gestion budgétaire saine**, laquelle a pour objectif d'assurer l'élargissement de l'espace budgétaire par l'amélioration de la mobilisation des ressources fiscales et la rationalisation des dépenses publiques.

- **Mobiliser les ressources financières intérieures du pays** :

- L'amélioration de la mobilisation des recettes fiscales est nécessaire, son niveau actuel n'atteint pas encore son plein potentiel. En effet, le taux de pression fiscale de Madagascar s'élève à 11,9%⁽²¹⁾ actuellement, alors que le taux moyen observé dans les pays à faibles revenus de l'Afrique Subsaharienne s'élève à 15%⁽²²⁾. L'augmentation des recettes fiscales assurera à l'Etat la capacité d'honorer ses engagements présents et futurs.
- Outre les recettes fiscales, il faudrait également améliorer les recettes non fiscales, notamment les celles liées à la gestion des ressources naturelles.

- **Sensibiliser la Diaspora malgache pour contribuer au financement du développement du pays.**

²¹ Cf. annexe 13

²² Source : FMI, 2015, Perspectives économiques régionales, p. 15

²⁰ Dans l'outil SDMT, la maturité la plus courte est de un an. Par conséquent, les flux de la dette à moins d'un an ne sont pas capturés par l'outil.

- **Améliorer l'identification et la priorisation des investissements publics** : Aux termes du décret n2018-298 portant gestion des investissements publics dans ses articles 4 et 6, « le Ministère en charge de l'économie et du plan assure la pertinence et la cohérence des projets avec le cadre stratégique de développement... » et « les projets d'investissement publics ayant reçu l'avis de conformité font l'objet d'une procédure de sélection et de validation par le Ministère en charge des Finances et du Budget suivant les critères fixés par la circulaire de préparation du budget d'investissement ». Toutefois, il est à noter que les projets financés sur emprunt extérieur doivent générer des retombées socio-économiques importantes et affecter ainsi la croissance économique. Dans ce cas, il est primordial d'effectuer des études sérieuses sur la rentabilité des projets, le choix des régions et/ou des secteurs bénéficiaires, et d'affiner la priorisation des investissements.

- **Améliorer la capacité d'absorption des ressources issues du financement extérieur** : En effet, ces dernières années, il est observé qu'en termes de décaissement, les réalisations ont toujours été largement inférieures aux prévisions. Ce qui rend difficile la mise en œuvre de la politique budgétaire.

Afin de remédier au retard observé dans les décaissements, ci-après les actions préconisées :

- Organiser une clinique périodique entre les parties concernées par les décaissements de prêts auprès du MFB (Contrôle Financier – Direction de la Dette Publique – Paierie Générale d'Antananarivo – Direction de la Comptabilité Publique – Direction Générale du Budget), les Agences d'Exécution (AGEX) et les Ordonnateurs Secondaires (ORDSEC)
- Fixer les délais de traitement à chaque niveau des différentes parties prenantes citées ci-haut
- Assurer une collaboration étroite entre AGEX et ORDSEC
- Diffuser le manuel de procédures à toutes les parties prenantes
- Organiser une formation en Plan Comptable des Opérations Publiques (PCOP) et Finances publiques pour les AGEX
- Organiser des séances d'information et de formation sur les nouveaux formats de régularisation et d'appel de fonds

- **Améliorer les performances macroéconomiques** : le pays doit assurer l'atteinte des objectifs en matière de croissance économique. Le cas échéant, les objectifs de la stratégie de la dette ne seront pas atteints.

- **Développer une stratégie tirée de la situation géographique de Madagascar** pour assurer une croissance soutenue et un développement durable. L'économie malgache devrait bénéficier des opportunités offertes par l'intégration régionale (SADC, COI, etc.) et des cadres de partenariat (Chine-Afrique, coopération Sud-Sud, etc.).

ANNEXES

Annexe 1 : Réalisations à fin Décembre 2017

o Annexe 1a : Indicateurs de coûts et risques du portefeuille de la dette du Gouvernement Central (arriérés non compris) à fin 2017 :

| Indicateurs | | Cible à fin 2017 | 2016 (réalisation) | 2017 (estimation dans SDMT) | 2017 (réalisation) |
|--------------------------|--|------------------|--------------------|-----------------------------|--------------------|
| Risque de taux d'intérêt | Durée moyenne à refixer (ATR) (ans) | > 13,3 | 12,0 | 12,3 | 11,8 |
| | Dettes à refixer l'année prochaine en % de la dette totale | < 17,3 | 15,3 | 19,7 | 23,5 |
| Risque de refinancement | Durée moyenne d'échéance (ATM) (ans) | > 13,3 | 12,4 | 12,4 | 12,2 |

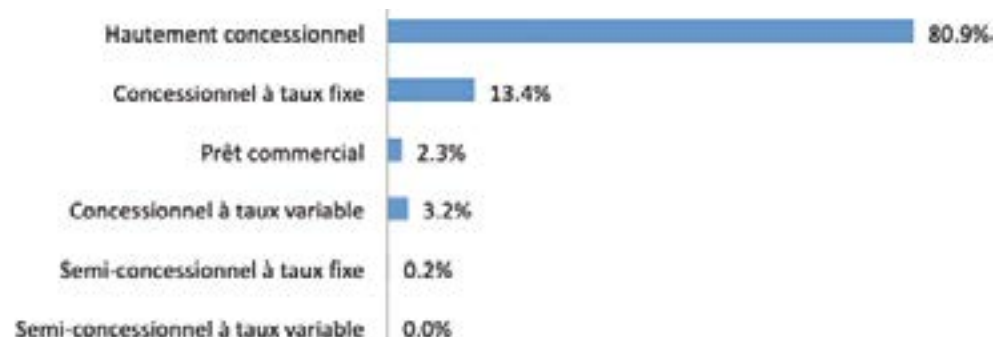
Source: Ministère des Finances et Budget / Direction Générale du Trésor / Direction de la Dette Publique

o Annexe 1a : Indicateurs de coûts et risques du portefeuille de la dette du Gouvernement Central (arriérés non compris) à fin 2017 :

| Indicateurs de coûts et risque | | Dettes extérieures | Dettes intérieures | Dettes totales |
|-----------------------------------|--|--------------------|--------------------|----------------|
| Dettes nominale (millions de USD) | | 2 712,0 | 1 062,1 | 3 774,1 |
| Dettes nominale (% du PIB) | | 24,4 | 9,6 | 34,0 |
| Valeur actualisée (% du PIB) | | 14,3 | 9,3 | 23,6 |
| Coût de la dette | Taux d'intérêt moyen pondéré (%) | 0,8 | 5,9 | 2,2 |
| Risque de refinancement | Durée moyenne d'échéance (ans) ATM | 15,6 | 3,3 | 12,2 |
| | Dettes amorties durant l'année prochaine (% du total) | 2,6 | 57,1 | 17,6 |
| Risque de taux d'intérêt | Durée moyenne à refixer (ans) (ATR) | 15,3 | 2,8 | 11,8 |
| | Dettes refixées durant l'année prochaine (% du total) | 8,1 | 64,0 | 23,5 |
| | Dettes à taux d'intérêt fixe (% du total) | 94,5 | 93,1 | 94,1 |
| Risque de taux de change | Dettes en devises (% du total) | | | 71,9 |
| | Amortissement en devise durant l'année prochaine (% du stock de réserves en devises) | | | 5,84 |

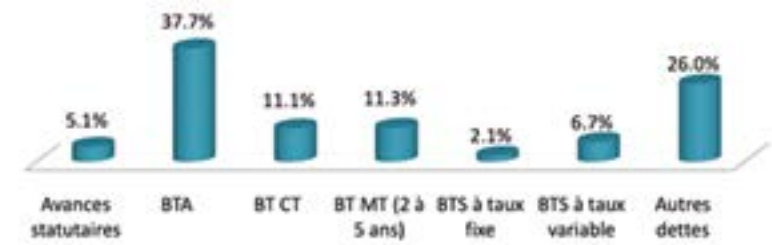
Source : Ministère des Finances et Budget / Direction Générale du Trésor / Direction de la Dette Publique

o Annexe 1b : Répartition par instrument du financement extérieur à fin 2017



Source: Ministère des Finances et Budget / Direction Générale du Trésor / Direction de la Dette Publique

o Annexe 1c : Répartition par instrument du financement intérieur à fin 2017



Source: Ministère des Finances et Budget / Direction Générale du Trésor / Direction de la Dette Publique

o Annexe 1d : Emprunts extérieurs mis en vigueur en 2017

| LIBELLES | Plan d'emprunt pour 2017 dans SDMT | | Emprunts mis en vigueur en 2017 | | Ecart (Plan d'emprunt-Réalisation) | |
|--|------------------------------------|--------|---------------------------------|--------|------------------------------------|--------|
| | En Milliards MGA | En % | En Milliards MGA | En % | En Milliards MGA | En % |
| Sources de financements | 3 454,2 | 100,0% | 2 139,2 | 100,0% | 1 315,0 | 100,0% |
| Emprunts concessionnels, dont | 3 319,8 | 96,1% | 1 963,2 | 91,8% | 1 356,6 | 103,2% |
| Hautement concessionnels | 2 593,8 | 75,1% | 1 835,5 | 85,8% | 758,3 | 57,7% |
| Concessionnels | 725,9 | 21,0% | 127,8 | 6,0% | 598,1 | 45,5% |
| Emprunts non concessionnels, dont | 134,5 | 3,9% | 176,0 | 8,2% | - 41,5 | -3,2% |
| Semi-concessionnels | 134,5 | 3,9% | - | 0,0% | 134,5 | 10,2% |
| Non concessionnels | - | 0,0% | 176,0 | 8,2% | - 176,0 | -13,4% |
| Utilisation des financements | 3 454,2 | 100,0% | 2 139,2 | 100,0% | 1 315,0 | 100,0% |
| Agriculture et rural | 386,4 | 11,2% | 497,7 | 23,3% | - 111,3 | -8,5% |
| Energie | 295,7 | 8,6% | - | 0,0% | 295,7 | 22,5% |
| Infrastructure | 2 052,1 | 59,4% | 1 369,9 | 64,0% | 682,2 | 51,9% |
| Multi secteur | - | 0,0% | - | 0,0% | - | 0,0% |
| Autres | 720,0 | 20,8% | 271,7 | 12,7% | 448,3 | 34,1% |

Source : Ministère des Finances et Budget / Direction Générale du Trésor / Direction de la Dette Publique

o Annexe 1e : Réalisation du Plan d'émission de la dette intérieure en 2017

| Dette intérieure par instrument | Plan d'émission pour 2017 dans SDMT | | Réalisation 2017 | | Ecart (Plan d'émission-Réalisation) | |
|---|-------------------------------------|--------|------------------|-------|-------------------------------------|----------|
| | En Milliards MGA | En % | En Milliards MGA | En % | En Milliards MGA | En % |
| Total de la dette intérieure | 3 164,3 | 100,0% | 3 148,2 | 99,5% | 16,1 | 100,0% |
| Avances statutaires | 150,0 | 4,7% | 244,0 | 7,7% | - 94,0 | -582,7% |
| Bons du Trésor par Adjudication | 2 683,0 | 84,8% | 2 098,8 | 66,3% | 584,2 | 3622,3% |
| Bons du Trésor à court terme, dont: | 96,0 | 3,0% | 381,0 | 12,0% | - 285,0 | -1767,0% |
| Bons du Trésor Fihary 1 an | 96,0 | 3,0% | 381,0 | 12,0% | - 285,0 | -1767,0% |
| Bons du Trésor à moyen terme, dont: | 88,0 | 2,8% | 277,1 | 8,8% | - 189,1 | -1172,6% |
| Bons du Trésor Fihary 2 ans | 36,0 | 1,1% | 128,0 | 4,0% | - 92,0 | -570,4% |
| Bons du Trésor Fihary 3 ans | 52,0 | 1,6% | 149,1 | 4,7% | - 97,1 | -602,2% |
| Bons du Trésor à long terme | - | 0,0% | - | 0,0% | - | 0,0% |
| Bons du Trésor Spéciaux à taux fixe | 49,0 | 1,5% | 49,0 | 1,5% | - | 0,0% |
| Bons du Trésor Spéciaux à taux variable | 98,3 | 3,1% | 98,3 | 3,1% | - | 0,0% |

Source: Ministère des Finances et Budget / Direction Générale du Trésor / Direction de la Dette Publique

o Annexe 1f : Réalisation de tirages pour 2017

| Financement par instrument | SDMT 2017 | | Réalisation 2017 | | Ecart (SDMT-Réalisation) | |
|--|--------------|------------------|------------------|------------------|--------------------------|------------------|
| | % | En milliards MGA | % | En milliards MGA | % | En milliards MGA |
| Dette extérieure | 34,3% | 1 652,0 | 22,1% | 895,5 | 97,9% | 756,5 |
| Hautement concessionnel | 65,6% | 1 083,7 | 64,4% | 487,2 | 78,9% | 596,5 |
| Concessionnel à taux d'intérêt fixe | 25,8% | 425,8 | 7,9% | 59,4 | 48,4% | 366,4 |
| Concessionnel à taux d'intérêt variable | 0,0% | - | 19,5% | 147,4 | -19,5% | - 147,4 |
| Semi concessionnel à taux d'intérêt fixe | 7,9% | 130,4 | 3,4% | 25,7 | 13,8% | 104,7 |
| Semi concessionnel à taux d'intérêt variable | 0,7% | 12,2 | 0,0% | - | 1,6% | 12,2 |
| Commercial | 0,0% | - | 23,2% | 175,8 | -23,2% | - 175,8 |
| Eurobonds | 0,0% | - | 0,0% | - | 0,0% | - |
| Dette intérieure | 65,7% | 3 164,3 | 77,9% | 3 148,2 | 2,1% | 16,1 |
| Avances statutaires | 4,7% | 150,0 | 1513,2% | 244,0 | -582,9% | - 94,0 |
| Bons du Trésor par Adjudication | 84,8% | 2 683,0 | 13017,6% | 2 098,8 | 3623,2% | 584,2 |
| Bons du Trésor à court terme, dont: | 3,0% | 96,0 | 2362,8% | 381,0 | -1767,4% | - 285,0 |
| Bons du Trésor Fihary 1 an | 3,0% | 96,0 | 2362,8% | 381,0 | -1767,4% | - 285,0 |
| Bons du Trésor à moyen terme, dont: | 2,8% | 88,0 | 1718,7% | 277,1 | -1172,9% | - 189,1 |
| Bons du Trésor Fihary 2 ans | 1,1% | 36,0 | 793,8% | 128,0 | -570,6% | - 92,0 |
| Bons du Trésor Fihary 3 ans | 1,6% | 52,0 | 924,9% | 149,1 | -602,4% | - 97,1 |
| Bons du Trésor à long terme | 0,0% | - | 0,0% | - | 0,0% | - |

| | | | | | | |
|--|---------------|----------------|---------------|----------------|---------------|--------------|
| Bons du Trésor Spéciaux à taux fixe | 1,5% | 49,0 | 303,9% | 49,0 | 0,0% | - |
| Bons du Trésor Spéciaux à taux variable | 3,1% | 98,3 | 609,9% | 98,3 | 0,0% | - |
| TOTAL | 100,0% | 4 816,3 | 100,0% | 4 043,7 | 100,0% | 772,6 |

Source: Ministère des Finances et Budget / Direction Générale du Trésor / Direction de la Dette Publique

Annexe 2 : Structure de la Dette du Gouvernement Central (estimation Fin Décembre 2018)

| Structure de la dette du Gouvernement Central | Montant | | % PIB | % de la dette totale du Gouvernement central |
|---|------------------|-----------------|--------------|--|
| | En milliards MGA | En millions USD | | |
| Gouvernement Central | 14 933,6 | 4 503,5 | 36,8% | 100,0% |
| Dette extérieure | 11 449,7 | 3 452,9 | 28,2% | 76,7% |
| Multilatéral | 9 433,5 | 2 844,9 | 23,3% | 63,2% |
| Bilatéral | 1 403,6 | 423,3 | 3,5% | 9,4% |
| Commercial | 330,7 | 99,7 | 0,8% | 2,2% |
| Banques commerciales | 281,9 | 85,0 | 0,7% | 1,9% |
| Dette intérieure | 3 483,9 | 1 050,6 | 8,6% | 23,3% |
| Avances statutaires | 222,0 | 66,9 | 0,5% | 1,5% |
| BTA | 1 204,6 | 363,3 | 3,0% | 8,1% |
| BT CT | 317,5 | 95,8 | 0,8% | 2,1% |
| dont BTF 1 an | 317,5 | 95,8 | 0,8% | 2,1% |
| BT MLT | 485,6 | 146,5 | 1,2% | 3,3% |
| dont BTF 2 ans | 243,3 | 73,4 | 0,6% | 1,6% |
| BTF 3 ans | 242,3 | 73,1 | 0,6% | 1,6% |
| BTS à taux fixe | 96,0 | 29,0 | 0,2% | 0,6% |
| BTS à taux variable | 327,8 | 98,9 | 0,8% | 2,2% |
| Autres dettes envers BFM | 745,0 | 224,7 | 1,8% | 5,0% |
| Dettes envers les sociétés privées | 85,4 | 25,8 | 0,2% | 0,6% |

Source: Ministère des Finances et Budget / Direction Générale du Trésor / Direction de la Dette Publique

Annexe 3 : Liste des instruments avec élément-don

Le taux de concessionnalité ou l'élément-don d'un prêt est la différence en % entre sa valeur nominale et sa Valeur Actuelle Nette. Le taux d'actualisation étant 5% (taux unifié utilisé pour les pays sous-programme FMI).

Se basant sur la classification du FMI²³, un prêt est concessionnel si son élément-don est supérieur ou égal à 35%. Un prêt est non-concessionnel si son élément-don est inférieur à 35%. Le prêt non-concessionnel se subdivise en (i) prêt semi-concessionnel (élément don inférieur compris entre 20% et 35%) et, (ii) prêt non concessionnel ou commercial (élément don inférieur à 20%).

- Les instruments de financement extérieur sont catégorisés selon leur concessionnalité et le type de taux d'intérêt (fixe ou variable).
- Les instruments de financement intérieur sont catégorisés selon leur nature et maturité.

| TYPE D'INSTRUMENT | INSTRUMENT | Élément-don |
|--|---|------------------|
| Instrument de financement extérieur | | |
| Prêt hautement concessionnel | haut concess | Supérieur à 50% |
| Prêt concessionnel à taux d'intérêt fixe | concess_Fixe | Entre 35% et 50% |
| Prêt concessionnel à taux d'intérêt variable | concess_Var | Entre 35% et 50% |
| Prêt semi-concessionnel à taux d'intérêt fixe | semi concess_Fixe | Entre 20% et 35% |
| Prêt semi-concessionnel à taux d'intérêt variable | semi concess_Var | Entre 20% et 35% |
| Prêt commercial | Commercial | Inférieur à 20% |
| Eurobonds | Eurobonds | Inférieur à 20% |
| Instrument de financement intérieur | | |
| Bons de trésor par adjudication | BTA de 4 semaines à 1 an de maturité | |
| Avances statutaires de BFM | Avances Statutaires | |
| Bons du trésor à court-terme | BTCT (BTF à 1 an de maturité) | |
| Bons du trésor à moyen-terme | BTMT (BTF 2 à 5 ans) | |
| Bons du trésor à long-terme | BTLT (BTF de maturité de plus de 5 ans) | |

Source : Ministère des Finances et Budget / Direction Générale du Trésor / Direction de la Dette Publique

Annexe 4 : Méthodologie utilisée pour la SDMT

- **Année de base** : 2018
- **Indicateurs de coûts** : ratios dette nominale/PIB, dette en VA/PIB et le taux d'intérêt moyen
- **Indicateurs de risque** :
 - L'ATM (Average Time to Maturity) ou durée moyenne d'échéance, indiquant le temps moyen requis pour renouveler le portefeuille. Il s'agit ainsi d'un indicateur de risque de refinancement.
 - L'ATR (Average Time to Refixing) ou durée moyenne à refixer, indiquant le temps moyen requis pour refixer le taux d'intérêt du portefeuille. Donc, c'est un indicateur de risque de taux d'intérêt.
 - Le ratio dette en devises/dette totale évalue le risque de change.

• Scénarios de choc :

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 3,0 points de pourcentage des taux d'intérêt de tous les titres domestiques (BTA, BT CT, BT MT et BT LT).
- Choc de taux d'intérêt des prêts commerciaux : hausse de 5,0 points de pourcentage
- Choc combiné : dépréciation de 15,0% de l'Ariary combiné avec le choc taux d'intérêt domestique

Annexe 5 : Indicateurs de coûts et risques du portefeuille de la dette publique (estimation à fin Déc. 2018)

| Indicateurs de coûts et risque | | Dette extérieure | Dette intérieure | Dette totale |
|----------------------------------|----------------------------------|------------------|------------------|--------------|
| Dette nominale (millions de USD) | | 3 452,9 | 1 050,6 | 4 503,5 |
| Dette nominale (% du PIB) | | 28,2 | 8,6 | 36,7 |
| Valeur actualisée (% du PIB) | | 16,9 | 8,3 | 25,1 |
| Coût de la dette | Taux d'intérêt moyen pondéré (%) | 0,8 | 5,9 | 2,2 |

| | | | | |
|--------------------------|--|------|------|------|
| Risque de refinancement | Durée moyenne d'échéance (ans) ATM | 14,7 | 3,2 | 12,1 |
| | Dette amortie durant l'année prochaine (% du total) | 2,3 | 57,0 | 14,8 |
| Risque de taux d'intérêt | Durée moyenne à refixer (ans) (ATR) | 14,5 | 2,5 | 11,8 |
| | Dette refixée durant l'année prochaine (% du total) | 7,5 | 65,9 | 20,9 |
| | Dette à taux d'intérêt fixe (% du total) | 94,6 | 90,3 | 93,6 |
| Risque de taux de change | Dette en devises (% du total) | | | 76,7 |
| | Amortissement en devise durant l'année prochaine (% du stock de réserves en devises) | | | 4,67 |

Source : Ministère des Finances et Budget / Direction Générale du Trésor / Direction de la Dette Publique

Annexe 6 : Conditions financières des sources de financement extérieures potentielles

| Sources de financement extérieures potentielles | | | |
|---|---|---|--|
| Type de créancier | Structure de remboursement | Coût | Exposition aux risques principaux |
| Hautement Concessionnel: multilatéral (IDA, FAD, FIDA) | en moyenne maturité de 38 ans avec 6 ans de grâce | Coût faible : taux fixe : 0,75% | (i) Taux de change; (ii) contrainte volume; (iii) rythme de décaissement ; (iv) risque politique |
| Concessionnel à taux fixe: multilatéral, bilatéral | en moyenne maturité de 27 ans avec 4 ans de grâce | Coût faible : taux fixe: en moyenne 1,58% | (i) Taux de change; (ii) contrainte volume; (iii) rythme de décaissement |
| Concessionnel variable : multilatéral, bilatéral | en moyenne maturité de 27 ans avec 4 ans de grâce | Coût faible : Taux variable : en moyenne Euribor 6 mois + 1,58% | (i) Taux de change; (ii) taux d'intérêt |
| Semi-concessionnel fixe: multilatéral (ex : OFID), bilatéral (ex : Abu Dhabi) | en moyenne maturité de 20 ans avec 5 ans de grâce | Coût élevé : taux fixe: en moyenne 2,25% | (i) taux de change |
| Semi-concessionnel variable: multilatéral (guichet BAD), bilatéral | en moyenne maturité de 20 ans avec 5 ans de grâce | Coût élevé : taux fixe: en moyenne Euribor 6 mois + 2,25% | (i) taux de change |
| Commercial (ex : Deutsche Bank) | en moyenne maturité de 7 ans avec 1 an de grâce | Coût élevé Taux variable : en moyenne Libor 6 mois + 5% | (i) Taux de change; (ii) taux d'intérêt |
| Eurobonds | En moyenne maturité de 10 ans avec 9 ans de grâce | Coût élevé Taux fixe : 13,0% | (i) Taux de change |

Source : Ministère des Finances et Budget / Direction Générale du Trésor / Direction de la Dette Publique

Annexe 7 : Conditions financières des sources potentielles de financement intérieur

| Financement intérieur | | | |
|---------------------------------|---|---|---|
| Type d'instrument | Structure de remboursement | Coût | Exposition aux risques principaux |
| Avances statutaires de BFM | Maturité de 6 mois | Coût élevé : Taux fixe (taux directeur) : 9,50% | (i) Politique monétaire ; (ii) Plafond : 5% des recettes fiscales |
| Bons de Trésor par Adjudication | Maturité de 4 semaines jusqu'à 1 an | Coût élevé : Taux fixe précompté : en moyenne 8,0% | (i) Risque de refinancement ; (ii) taux d'intérêt |
| Bons du Trésor à court terme | Maturité moyenne de 1 an | Coût élevé Taux fixe : en moyenne 9,89% | (i) Risque de refinancement ; (ii) taux d'intérêt |
| Bons du Trésor à moyen terme | Maturité moyenne de 3 ans | Coût élevé Taux fixe : en moyenne 12,98% | (i) Risque de refinancement ; (ii) taux d'intérêt |
| Bons du Trésor à long terme | Maturité moyenne de 10 ans | Coût élevé Taux fixe : en moyenne 13,68% | (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 des Finances et Budget / Direction Générale du Trésor / Direction de la Dette Publique

Annexe 8 : Description des 4 stratégies alternatives

Stratégie S1 : Maximisation du recours aux emprunts extérieurs concessionnels : poursuivre la maximisation du recours aux prêts concessionnels : la part de la dette extérieure concessionnelle (hautement concessionnelle et concessionnelle) sera établie à 73,4% à fin 2021 contre 71,6% en 2018. La part des emprunts semi-concessionnels sera limitée à 4,2% du portefeuille de la dette extérieure à fin 2021. Cela va résulter en une hausse de la part de la dette extérieure à 78,6% de la dette totale à fin 2021.

La part attribuée à la dette intérieure est ainsi évaluée à 21,4% du portefeuille. Particulièrement, les BTA auront toujours une part importante de 9,6%.

S1 constituera le scénario de référence.

Stratégie S2 : Développement du marché de la dette intérieure : Rallonger la maturité de la dette domestique en augmentant le recours aux Bons du trésor à long-terme :

- Une part de 3,1% attribuée aux BT LT en 2021
- Une baisse de la part des BTA : 7,5% en 2021 contre 8,1% en 2018

En ce qui concerne la dette extérieure, la stratégie sera la même que dans S1, c'est-à-dire la maximisation des emprunts concessionnels. La part de la dette extérieure atteindra 77,9% du portefeuille à fin 2021.

Pour obtenir cette composition de portefeuille, une émission de BT LT équivalent à 200 millions USD environ a été prévue pour la période 2019-2021.

Stratégie S3 : Recours plus important aux emprunts semi-concessionnels : augmenter la part de la dette semi-concessionnelle de 2,8% à fin 2018 à 7,3% à fin 2021 et réduire la part de la dette concessionnelle à 70,2% à fin 2021. Cela va résulter en une hausse de la part de la dette extérieure à 79,1% de la dette totale à fin 2021 comme dans S1.

Pour obtenir cette composition de portefeuille, des tirages supplémentaires sur emprunts semi-concessionnels, équivalent à 200 millions USD environ ont été prévues pour la période 2019-2021.

Source : Ministère des Finances et Budget / Direction Générale du Trésor / Direction de la Dette Publique

Stratégie 4 : Recours aux prêts commerciaux et à l'Eurobond : au lieu des prêts semi-concessionnels dans S3,

- Augmenter la part de la dette commerciale à 2,6% à fin 2021 contre 2,2% en 2018
- Recourir à l'Eurobond pour doter à cet instrument une part de 1,6% dans le portefeuille à fin 2021.

En contrepartie, la part de la dette concessionnelle va baisser de 71,6% à fin 2018 à 70,2% à fin 2021. Il va en résulter en une hausse de la part de la dette extérieure à 78,5% de la dette totale à fin 2021.

Pour obtenir cette composition de portefeuille, des tirages sur emprunts non concessionnels (commerciaux et eurobonds), équivalent à 200 millions USD environ ont été prévues pour la période 2019-2021.

Bref, il y aura une augmentation de la part de la dette extérieure dont une part importante de prêts concessionnels à moyen-terme quelle que soit la stratégie adoptée.

Annexe 9 : Composition du portefeuille de la dette du Gouvernement Central à fin 2021 (en pourcentage et en millions USD)

| En % du Total | 2018 | Projection à fin 2021 | | | | |
|-----------------------|---------------|-----------------------|---------------|---------------|---------------|----|
| | | Courant | S1 | S2 | S3 | S4 |
| Instrument | | | | | | |
| haut concess | 58,7% | 52,6% | 52,3% | 49,5% | 49,4% | |
| concess_Fixe | 11,0% | 19,3% | 19,0% | 19,3% | 19,4% | |
| concess_Var | 1,9% | 1,4% | 1,4% | 1,4% | 1,4% | |
| semi concess_Fixe | 2,8% | 4,2% | 4,2% | 5,8% | 4,2% | |
| semi concess_Var | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 1,6% | 0,0% | |
| Commercial | 2,2% | 1,0% | 1,0% | 1,0% | 2,6% | |
| Eurobonds | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 1,6% | |
| Avances statutaires | 1,5% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | |
| BTA | 8,1% | 9,6% | 7,5% | 9,6% | 9,7% | |
| BT CT (1 an) | 2,1% | 3,1% | 3,0% | 3,1% | 3,1% | |
| BT MT (2 à 5 ans) | 3,3% | 3,2% | 3,1% | 3,2% | 3,2% | |
| BT LT (plus de 5 ans) | 0,0% | 0,0% | 3,1% | 0,0% | 0,0% | |
| BTS à taux fixe | 0,6% | 0,3% | 0,3% | 0,3% | 0,3% | |
| BTS à taux variable | 2,2% | 2,1% | 2,1% | 2,1% | 2,1% | |
| Autres dettes | 5,6% | 3,0% | 3,0% | 3,0% | 3,0% | |
| Extérieure | 76,7% | 78,6% | 77,9% | 78,6% | 78,5% | |
| Intérieure | 23,3% | 21,4% | 22,1% | 21,4% | 21,5% | |
| Total | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | |

Source : Ministère des Finances et Budget / Direction Générale du Trésor / Direction de la Dette Publique

Annexe 10 : Projection des tirages bruts par instrument pour chaque stratégie pendant la période 2019-2021 (en pourcentage)

| Financement par instrument | Stratégie S1 | | | Stratégie S2 | | |
|---|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2019 | 2020 | 2021 | 2019 | 2020 | 2021 |
| Dette extérieure | 37,1% | 45,5% | 45,1% | 37,1% | 45,5% | 45,1% |
| Hautement concessionnel | 53,1% | 44,7% | 45,9% | 53,1% | 44,7% | 45,9% |
| Concessionnel à taux d'intérêt fixe | 30,7% | 47,1% | 49,8% | 30,7% | 47,1% | 49,8% |
| Concessionnel à taux d'intérêt variable | 0,1% | 0,3% | 0,4% | 0,1% | 0,3% | 0,4% |

| | | | | | | |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Semi concessionnel à taux d'intérêt fixe | 15,6% | 7,3% | 3,4% | 15,6% | 7,3% | 3,4% |
| Semi concessionnel à taux d'intérêt variable | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Commercial | 0,6% | 0,6% | 0,6% | 0,6% | 0,6% | 0,6% |
| Eurobonds | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Dette intérieure | 62,9% | 54,5% | 54,9% | 62,9% | 54,5% | 54,9% |
| Avances statutaires | 7,6% | 0,0% | 0,0% | 7,6% | 0,0% | 0,0% |
| BTA | 63,9% | 68,3% | 67,1% | 63,9% | 56,3% | 55,1% |
| BT CT | 13,0% | 19,0% | 22,6% | 13,0% | 19,0% | 22,6% |
| BT MT | 7,7% | 9,5% | 7,9% | 7,7% | 9,5% | 7,9% |
| BT LT | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 12,0% | 12,0% |
| BTS à taux fixe | 1,0% | 0,7% | 0,0% | 1,0% | 0,7% | 0,0% |
| BTS à taux variable | 3,8% | 2,6% | 2,4% | 3,8% | 2,6% | 2,4% |
| Autres dettes | 3,0% | 0,0% | 0,0% | 3,0% | 0,0% | 0,0% |
| Total besoin de financement brut | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% |

| Financement par instrument | Stratégie S3 | | | Stratégie S4 | | |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2019 | 2020 | 2021 | 2019 | 2020 | 2021 |
| Dette extérieure | 37,1% | 45,5% | 45,1% | 37,1% | 45,5% | 45,1% |
| Hautement concessionnel | 53,1% | 30,7% | 31,9% | 53,1% | 30,7% | 31,9% |
| Concessionnel à taux d'intérêt fixe | 30,7% | 47,1% | 49,8% | 30,7% | 47,1% | 49,8% |
| Concessionnel à taux d'intérêt variable | 0,1% | 0,3% | 0,4% | 0,1% | 0,3% | 0,4% |
| Semi concessionnel à taux d'intérêt fixe | 15,6% | 14,3% | 10,4% | 15,6% | 7,3% | 3,4% |
| Semi concessionnel à taux d'intérêt variable | 0,0% | 7,0% | 7,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Commercial | 0,6% | 0,6% | 0,6% | 0,6% | 7,6% | 7,6% |
| Eurobonds | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 7,0% | 7,0% |
| Dette intérieure | 62,9% | 54,5% | 54,9% | 62,9% | 54,5% | 54,9% |
| Avances statutaires | 7,6% | 0,0% | 0,0% | 7,6% | 0,0% | 0,0% |
| BTA | 63,9% | 68,3% | 67,1% | 63,9% | 68,3% | 67,1% |
| BT CT | 13,0% | 19,0% | 22,6% | 13,0% | 19,0% | 22,6% |
| BT MT | 7,7% | 9,5% | 7,9% | 7,7% | 9,5% | 7,9% |
| BT LT | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| BTS à taux fixe | 1,0% | 0,7% | 0,0% | 1,0% | 0,7% | 0,0% |
| BTS à taux variable | 3,8% | 2,6% | 2,4% | 3,8% | 2,6% | 2,4% |
| Autres dettes | 3,0% | 0,0% | 0,0% | 3,0% | 0,0% | 0,0% |
| Total besoin de financement brut | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% |

Source: Ministère des Finances et Budget / Direction Générale du Trésor / Direction de la Dette Publique

Annexe 11 : Résultats des 4 stratégies

o Annexe 11a : Indicateurs de coûts et de risque par stratégie à fin 2021

| INDICATEURS | | 2018 | PROJECTION À FIN 2020 | | | |
|------------------------------------|--|--------|-----------------------|------|------|------|
| | | Actuel | S1 | S2 | S3 | S4 |
| Dette nominale en % du PIB* | | 36,5 | 42,1 | 42,2 | 42,1 | 42,2 |
| Valeur actualisée nette (% du PIB) | | 25,1 | 27,9 | 29,0 | 28,3 | 29,1 |
| Taux d'intérêt implicite (%) | | 2,2 | 2,2 | 2,3 | 2,2 | 2,3 |
| Risque de refinancement | Durée moyenne d'échéance (ATM) portefeuille de la dette extérieure (ans) | 14,7 | 15,8 | 15,8 | 15,3 | 15,1 |
| | Durée moyenne d'échéance (ATM) portefeuille de la dette intérieure (ans) | 3,2 | 2,8 | 3,9 | 2,8 | 2,8 |
| | Durée moyenne d'échéance (ATM) portefeuille de la dette totale (ans) | 12,1 | 12,9 | 13,0 | 12,5 | 12,3 |
| Risque de taux d'intérêt | Durée moyenne à refixer (ans) (ATR) | 11,8 | 12,7 | 12,8 | 12,1 | 12,1 |
| | Dette refixée durant l'année prochaine (en% du total) | 20,9 | 19,9 | 17,6 | 21,5 | 21,5 |
| | Dette à taux d'intérêt fixe (en % du total) | 93,6 | 95,4 | 95,5 | 93,9 | 93,9 |
| Risque de taux de change | Dette en devises (en % du total) | 77,1 | 78,9 | 78,1 | 78,9 | 78,8 |
| | Dette extérieure en % des réserves | 4,7 | 5,5 | 5,5 | 5,5 | 5,9 |

*L'encours des BTA n'incluent pas les intérêts précomptés.

Source: Ministère des Finances et Budget / Direction Générale du Trésor / Direction de la Dette Publique

o Annexe 11b : 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 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 chocs.

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

(i) Ratio Dette nominale/PIB (en %) :

| Scenarios | S1 | S2 | S3 | S4 |
|---|---------|---------|---------|---------|
| Base | 42,128 | 42,192 | 42,139 | 42,193 |
| Choc de taux de change (30%) | 49,514 | 49,580 | 49,526 | 49,581 |
| Choc de taux d'intérêt extérieur | 42,154 | 42,218 | 42,165 | 42,252 |
| Choc de taux d'intérêt domestique | 42,285 | 42,349 | 42,296 | 42,350 |
| Choc combiné (15% de dépréciation et Choc de taux d'intérêt domestique) | 45,851 | 45,915 | 45,862 | 45,950 |
| Risque maximum | 7,38618 | 7,38777 | 7,38647 | 7,38780 |

Source: Ministère des Finances et Budget / Direction Générale du Trésor / Direction de la Dette Publique

- Le choc de taux de change a le plus grand impact sur ce ratio quelle que soit la stratégie, suivi du choc combiné.
- S4 est la plus risquée : écart de 7,38780
- S1 est la moins risquée (7,38618)

(ii) Ratio VA/PIB (en %) :

| Scenarios | S1 | S2 | S3 | S4 |
|---|---------|---------|---------|---------|
| Base | 27,945 | 29,005 | 28,306 | 29,109 |
| Choc de taux de change (30%) | 32,550 | 33,643 | 32,922 | 33,751 |
| Choc de taux d'intérêt extérieur | 27,985 | 29,046 | 28,346 | 29,458 |
| Choc de taux d'intérêt domestique | 28,284 | 29,617 | 28,648 | 29,458 |
| Choc combiné (15% de dépréciation et Choc de taux d'intérêt domestique) | 30,293 | 31,371 | 30,660 | 31,789 |
| Risque maximum | 4,60568 | 4,63795 | 4,61685 | 4,64172 |

Source: Ministère des Finances et Budget / Direction Générale du Trésor / Direction de la Dette Publique

- Le choc de taux de change a le plus grand impact sur ce ratio quelle que soit la stratégie, suivi du choc combiné.
- S4 est la plus risquée (écart de 4,64172) et S1 est la moins risquée (écart de 4,60568).

(iii) Ratio Intérêts/PIB :

| Scenarios | S1 | S2 | S3 | S4 |
|---|---------|---------|---------|---------|
| Base | 0,78359 | 0,84762 | 0,79510 | 0,84878 |
| Choc de taux de change (30%) | 0,86031 | 0,92594 | 0,87211 | 0,92713 |
| Choc de taux d'intérêt extérieur | 0,80975 | 0,87379 | 0,82126 | 0,90784 |
| Choc de taux d'intérêt domestique | 0,94081 | 1,00484 | 0,95232 | 1,00600 |
| Choc combiné (15% de dépréciation et Choc de taux d'intérêt domestique) | 0,85171 | 0,91654 | 0,86337 | 0,95102 |
| Risque maximum | 0,15722 | 0,15722 | 0,15722 | 0,15722 |

Source: Ministère des Finances et Budget / Direction Générale du Trésor / Direction de la Dette Publique

- Le choc de taux de d'intérêt domestique a le plus grand impact sur ce ratio quelle que soit la stratégie.
- Les 4 stratégies ont le même niveau de risque.

o Annexe 11c : Arbitrage entre coûts et risque

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

La figure 7 ci-dessous montre pour :

- **le Ratio Dette nominale/PIB** : S4 et S2 sont à la fois les plus coûteuses et les plus risquées. En effet, les prêts commerciaux et les BTLT ont des taux d'intérêt les plus élevés. Donc, à moyen-terme, ils génèrent des besoins de financement supplémentaires et entraînent ainsi une augmentation du niveau de la dette. Le portefeuille devient également de plus en plus exposé aux fluctuations du taux de change.

Le niveau de risque de change reste élevé sous S2 car rappelons que la part de la dette extérieure correspondante (77,9%) est proche de celle dans les autres stratégies (78,5%-78,6%).

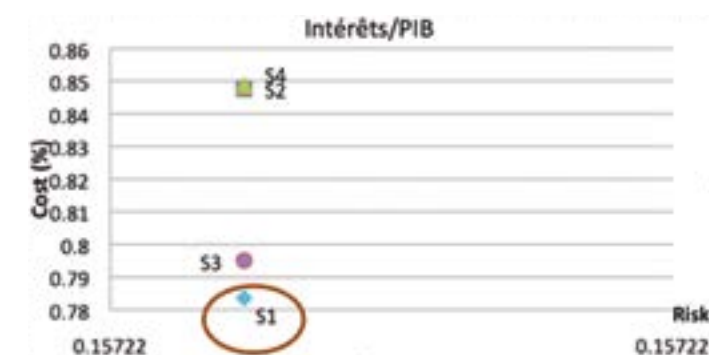
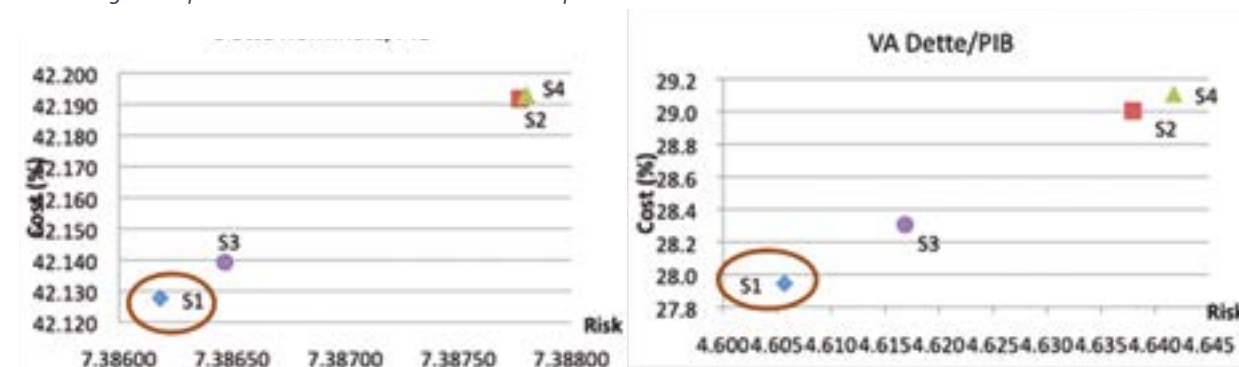
S1 est la moins risquée et la moins coûteuse, suivie de S3.

- **le Ratio VA dette/PIB** : S4 et S2 sont à la fois les plus coûteuses et les plus risquées du fait de leurs conditions financières

les moins favorables. Le portefeuille est beaucoup plus exposé à la fois au risque de change et au risque de taux d'intérêt domestique sous S2. S1 est à la fois la moins coûteuse et la moins risquée, suivie de S3, Les impacts des chocs de taux d'intérêt et de taux de change sur les flux de paiements de service de la dette, et donc sur les VA, sont significatifs et différents selon la stratégie considérée.

- le Ratio Intérêts/PIB :

S4 et S2 restent les plus coûteuses et S1 la moins coûteuse, pour les mêmes raisons que précédemment. Cependant, les 4 stratégies ont plus ou moins les mêmes niveaux de risque.



Source: Ministère des Finances et Budget / Direction Générale du Trésor / Direction de la Dette Publique

Annexe 15 : Répartition des projets en cours par secteur (situation à fin Juin 2018)

| Secteur | Bailleur | Allocation en millions USD | Décaissement cumulé en millions USD |
|-----------------------|--|----------------------------|-------------------------------------|
| Agriculture | AFD, IDA, BAD, FEM, FFE, FIDA, OFID, Exim Bank Inde | 541,7 | 137,1 |
| Aide Budgétaire | AFD, IDA, BAD, Deutsche Bank | 254,1 | 254,1 |
| Eau et assainissement | BAD | 2,1 | 0,1 |
| Energie | IDA, BEI, OFID, Belgique | 211,4 | 29,7 |
| Environnement | AFD, IDA | 18,8 | 4,6 |
| Finances | AFD, BAD | 12,5 | 0,9 |
| Gouvernance | AFD, IDA, BAD | 128,3 | 40,7 |
| Infrastructure | AFD, IDA, BAD, BADEA, OFID, ADFD, FKDEA, FSD, BEI, JICA, Exim Bank Chine | 1 218,2 | 76,0 |
| Multisectoriel | AFD, IDA | 312,4 | 203,8 |
| Pêche | IDA | 74,1 | 5,4 |
| Social | AFD, IDA, BAD, Exim Bank Corée | 193,3 | 79,9 |
| TOTAL | | 2 967,0 | 832,3 |

Source: Ministère des Finances et Budget / Direction Générale du Trésor / Direction de la Dette Publique



DIRECTION GENERALE DU TRESOR
DIRECTION DE LA DETTE PUBLIQUE
Ex Immeuble Negresky
41, rue Ranavalona Ambatonakanga
BP 129 – 101 Antananarivo MADAGASCAR