

STRATEGIE

DE LA DETTE

A MOYEN-TERME

2017 - 2019

STRATEGIE

DE LA DETTE

A MOYEN-TERME

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

Décembre 2016

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 2016-2018 durant l'année 2016	
13	I. Réalisation de la stratégie de financement au titre de l'année 2016 définie dans la SDMT 2016-2018	
	A. Réalisation du plan d'emprunt 2016	14
	1. Plan d'emprunt de la dette extérieure	14
	2. Plan d'émission de la dette intérieure	15
	B. Réalisation des tirages	15
	1. Réalisation des tirages de la dette extérieure	16
	2. Réalisation des programmes d'émissions de la dette intérieure	16
17	II. Actions entreprises dans le cadre de la mise en œuvre de la SDMT 2016-2018	
	A. Pour l'endettement public	18
	1. Mise en place du Cadre Juridique	18
	2. Mise en place du Compte Unique du Trésor (CUT)	18
	B. Pour l'endettement extérieur	19
	1. Etablissement du tableau de bord de suivi des nouveaux emprunts extérieurs	19
	2. Tenue de la Conférence des Bailleurs et des Investisseurs (CBI)	19
	3. Notation publique par l'Agence Moody's	19
	C. Pour l'endettement intérieur	19
20	Partie II - SDMT 2017-2019	
21	I. Caractéristiques du portefeuille de la dette publique existante	
	A. Structure du portefeuille de la dette publique à fin Décembre 2016	22
	1. Répartition du stock de la dette publique en dette extérieure et dette intérieure	22
	2. Répartition du stock de la dette selon le type de taux d'intérêt	22
	3. Répartition par instrument d'emprunts	23
	B. Coûts et risques du portefeuille de la dette publique	24
	1. Coût de la dette à fin Décembre 2016	24
	2. Risque de refinancement	24
	3. Risque de taux de change	25
	4. Risque de taux d'intérêt	25
26	II. Sources potentielles de financement	
	A. Sources de financement extérieures	27
	B. Sources de financement intérieures	27

28 III. Hypothèses macroéconomiques et budgétaires

30 IV. Stratégies alternatives de gestion de la dette

A. Objectifs et contraintes.....31

 1. Objectifs 31

 2. Contraintes..... 31

B. Analyse des coûts et risques des stratégies alternatives de gestion de la dette32

 1. Description des stratégies alternatives de gestion de la dette..... 32

 2. Analyse des résultats des stratégies 32

 3. Stratégie adoptée : S1 « maximisation du recours aux emprunts concessionnels »..... 33

C. Mise en œuvre de la stratégie pour 2017-2019.....35

 1. Pour la dette publique en général..... 35

 2. Pour la dette extérieure..... 35

 3. Pour la dette intérieure..... 36

 4. Promotion de la croissance économique et du développement durable, notamment à travers une stratégie géopolitique proactive et développement de cadre de partenariat 36

37 ANNEXES

Annexe 1 : Structure de la Dette du Gouvernement Central (estimation Fin Décembre 2016)..... 38

Annexe 2 : Liste des instruments avec élément-don 38

Annexe 3 : Méthodologie utilisée pour la SDMT 39

Annexe 4 : Indicateurs de coûts et risques du portefeuille de la dette publique (estimation à fin Déc. 2016)..... 39

Annexe 5 : Conditions financières des sources de financement extérieures potentielles..... 40

Annexe 6 : Conditions financières des sources potentielles de financement intérieur 40

Annexe 7 : Principaux indicateurs macroéconomiques et budgétaires.....41

Annexe 8 : Description des 4 stratégies alternatives 42

Annexe 9 : Composition du portefeuille de la dette du Gouvernement Central à fin 2019 43

Annexe 10 : Projection des tirages bruts par instrument pour chaque stratégie pendant la période 2017-2019 (en pourcentage) 45

Annexe 11 : Analyse des résultats des 4 stratégies 47

LISTE DES TABLEAUX

Tableau 1 : Indicateurs de risque de gestion de la dette pour 2015 et 2016	11
Tableau 2 : Plan d'emprunts extérieurs pour 2016	14
Tableau 3 : Réalisation de tirages pour 2016.....	15
Tableau 4: Objectifs spécifiques de la stratégie d'endettement.....	31
Tableau 5 : Plafonds d'endettement non concessionnel dans le cadre du FEC FMI	31
Tableau 6: Tableau comparatif des indicateurs de risque ciblés (projections à fin 2019)	32
Tableau 7 : Prévisions de tirages par instrument pour 2017-2019 (montant estimatif en milliards MGA et en pourcentage) pour S1	33
Tableau 8 : Plan d'emprunts extérieurs pour 2017.....	34

LISTE DES FIGURES

Figure 1: Répartition de la dette du Gouvernement Central à fin 2016.....	22
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 2016).....	23
Figure 3 : Répartition en pourcentage de la dette publique extérieure par instrument (estimation à fin Décembre 2016)	23
Figure 4 : Répartition de la dette intérieure par nature (estimation à fin Décembre 2016)	24
Figure 5 : Profil de remboursement de la dette en millions MGA (de 2017 à 2065)	25
Figure 6 : Exposition du portefeuille de la dette du Gouvernement Central aux fluctuations de taux de change (estimation à fin Décembre 2016)	25

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
BTS	Bons du Trésor Spéciaux
BTF	Bons du Trésor FIHARY
CBI	Conférence des Bailleurs et des Investisseurs
CNY	Chinese Yuan
CPIA	Country Policy and Institutional Assessment
DeMPA	Debt Management Performance Assessment
FAD	Fonds Africain de Développement
FEC	Facilité Elargie de Crédit
FIDA	Fonds International de Développement Agricole
GPC	Garantie Partielle de Crédit
IDA	International Development Association
LFI	Loi de Finances Initiale
LFR	Loi de Finances Rectificative
MGA	Ariary
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
SDMT	Stratégie de la Dette à Moyen Terme
TCN	Titres de Créance Négociables
USD	Dollar américain
VAN	Valeur Actuelle Nette
PND	Plan National de Développement
SADC	Southern African Development community
SDMT	Stratégie de Gestion 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 2016 est estimée à 12 598,7 milliards MGA (c/v 3 901,6 millions USD) équivalent à 39,7% du Produit Intérieur Brut (PIB). Par ailleurs, elle est exposée aux fluctuations des taux de change. La dette extérieure, majoritairement concessionnelle, constitue 73,4% du portefeuille de la dette publique, dont 54,4% et 30,5% sont exposés au Dollar Américain (USD) et à l'Euro (EUR) respectivement. Les risques de refinancement et risques de taux d'intérêt proviennent principalement de la dette intérieure parce que les Bons du Trésor par Adjudications (BTA) sont émis à court terme à taux d'intérêt élevé.

Madagascar entre dans une phase déterminante de son endettement. Les déficits primaires persistent et la mise en œuvre du Plan National de Développement (PND) creuse le besoin de financement, alors que les flux de financement concessionnel ont tendance à diminuer ces dix dernières années. Par ailleurs, la mission du FMI en Septembre 2015 a révisé le risque de surendettement de Madagascar d'un niveau faible à modéré.

Tous ces flux créateurs de dette justifient la nécessité d'élaborer et d'implémenter la Stratégie de gestion de la Dette à Moyen Terme (SDMT) donnant une composition préférable du portefeuille de la dette qui minimise les coûts et risques tenant compte de tous ces paramètres.

Le premier document de Stratégie de la Dette à Moyen Terme (SDMT) du Gouvernement Central de Madagascar a été publié en 2015. Etablie de façon triennale avec un glissement annuel, celle-ci a couvert la période allant de 2016 à 2018. La SDMT 2016-2018 a préconisé une stratégie de maximisation du recours à l'emprunt extérieur concessionnel assortie de divers indicateurs cibles de risques liés à la gestion de la dette. Au vu des réalisations de l'année 2016, 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 97,2% d'emprunts concessionnels, voire hautement concessionnels), l'atteinte des indicateurs cibles de risques liés à la gestion de la dette à atteindre à fin 2018 est compromise. Ce qui signifie que le portefeuille de la dette de l'Etat reste exposé aux risques, à la fois de taux d'intérêt, de taux de change et de refinancement. Cela est dû principalement (i) au recours à l'emprunt commercial de 209,9 milliards MGA (soit 65 millions USD) pour couvrir les besoins budgétaires de l'Etat dans la réalisation de son Programme de réformes, et (ii) à l'accroissement des émissions de titres publics domestiques, le plus souvent de court terme et à un

taux d'intérêt élevé, pour assurer le financement du déficit. Le présent document SDMT couvre la période 2017-2019. Son champ d'action est circonscrit à la dette extérieure et intérieure du Gouvernement Central. La présente stratégie sera annexée à la Loi de Finances de l'année 2017 et sera également téléchargeable sur le site web du Trésor Public malgache à l'adresse www.tresorpublic.mg

Basé sur l'analyse coûts-risque du portefeuille de la dette existante, en tenant en compte du cadre macrobudgétaire et les sources potentielles de financement, et dans le contexte des objectifs de gestion de la dette, le présent document développe et évalue quatre stratégies alternatives. Chaque stratégie, avec différentes compositions de nouveaux emprunts, est évaluée sous des hypothèses macroéconomiques et de variations de taux d'intérêt et de taux de change.

Le présent document analyse les quatre stratégies d'emprunts en utilisant l'outil analytique SDMT. Les valeurs cibles fixées visent à réduire les risques de refinancement et de taux d'intérêt à fin 2019.

Les études ont abouti à la conclusion suivante : la stratégie S1, proposant la maximisation des emprunts concessionnels, est la moins chère avec un niveau de risque acceptable. En outre, elle est en phase avec les objectifs de gestion de la dette. D'où l'adoption de la stratégie S1. Le portefeuille de la dette publique de Madagascar reste sensible à la variation des taux de change. Néanmoins, le gouvernement pourrait allonger progressivement les échéances des instruments de la dette intérieure afin de réduire les risques liés à la dette intérieure.

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.

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. Il faudra également veiller à la cohérence entre la politique monétaire et celle de la dette.

INTRODUCTION

Les opérations en capital de la Dette Publique 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 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.

Tenant compte des réalisations de la SDMT 2016-2018, la présente SDMT 2017-2019 donnera la composition préférable du portefeuille de la dette réduisant les coûts avec un niveau de risque acceptable. En ce sens, elle constitue un référentiel pour les Autorités dans leur prise de décisions d'emprunts ; en leur présentant des stratégies les aidant à couvrir le besoin de financement induit par la politique économique définie par l'Etat, tout en tenant compte (i) des risques associés à la dette actuelle,(ii) des moyens dont l'Etat dispose pour assurer le service de la dette et (iii) des chocs auxquels l'économie peut être exposée.

La présente SDMT a ainsi été 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 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) 2017, le montant maximal d'emprunts extérieurs et intérieurs pouvant être contractés par le Gouvernement Central se chiffre respectivement à 3 400,0 milliards MGA et à 3 500,0 milliards MGA.

La SDMT 2017-2019 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 2016 au vu des recommandations de la SDMT 2016-2018. La seconde partie discute de la stratégie d'endettement public à adopter par le Gouvernement de Madagascar pour la période 2017-2019.

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 :

- d'assurer les besoins de financement et les obligations de paiement du secteur public à moindre coût et à un niveau de risque raisonnable ;
- 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.

PARTIE I - RAPPORT DE MISE EN ŒUVRE DE LA SDMT 2016-2018 DURANT L'ANNÉE 2016

L'objectif d'assurer un financement stable et à faible coût a été en partie respecté par le Gouvernement Central dans la gestion de son portefeuille de la dette durant la période sous revue. Rappelons qu'afin d'atteindre cet objectif, la stratégie recommandée dans la précédente SDMT pour l'année 2016 a été de « Maximiser le recours aux emprunts concessionnels » en vue de la réduction du risque de refinancement et du risque de taux d'intérêt.

Plus précisément, ladite stratégie a consisté en :

- une maximisation de la part des emprunts concessionnels à taux d'intérêt fixe ;
- un recours limité aux emprunts semi-concessionnels ;
- un non recours au prêt commercial et à l'Eurobond ; et
- un recours important aux Bons du Trésor par Adjudication.

Ces recommandations ont été avancées afin de permettre une meilleure gestion des coûts et risques en tenant compte notamment des sources de financement (intérieures ou extérieures) potentielles, de l'agencement par maturité et du profil de remboursement, de la composition par devise et de la structure par type de taux d'intérêt (taux fixe ou taux variable). Dans le cadre de ces recommandations, l'optimisation de la structure du portefeuille de la dette de l'Etat a été faite en privilégiant d'une part les financements extérieurs assortis de conditions financières concessionnelles octroyés par les créanciers bilatéraux et multilatéraux et d'autre part l'émission de Bons de Trésor.

Les prêts extérieurs concessionnels ont, pour la plupart, été contractés en vue de financer des projets socio-économiques et des programmes de réformes administratives. Tel qu'il l'a été préconisé dans la SDMT 2016-2018, le Gouvernement a eu large recours aux emprunts extérieurs concessionnels. Exception faite au prêt commercial de 209,9 milliards MGA en vue d'assurer le financement du Programme de réformes du Gouvernement.

L'émission de Bons du Trésor sur le marché domestique rentre dans le cadre de la stratégie de financement de la trésorerie de l'Etat. Concernant particulièrement le marché des titres de l'Etat, pour la période sous revue, le Gouvernement a continué de suivre un calendrier d'émissions régulier visant principalement à assurer la liquidité des principales émissions de référence, en l'occurrence les Bons du Trésor par Adjudication (BTA 4 semaines, 12 semaines, 24 semaines et 52 semaines) et les Bons du Trésor FIHARY (BTF 1 an, 2 ans et 3 ans). Etant donné que les BTF n'ont été émis sur le marché qu'à partir de l'année 2015, le recours aux BTA demeure plus important. Néanmoins, l'émission des BTF rentre dans le cadre de lissage de l'échéancier de la dette intérieure de l'Etat en veillant particulièrement à la répartition des émissions obligataires entre différentes maturités.

Cependant, comme il l'est présenté dans le tableau qui suit, au titre de l'année 2016, certains indicateurs de risque de gestion de la dette n'ont pas évolué par rapport aux cibles et seuils fixés dans le cadre de la SDMT 2016-2018.

Tableau 1 : Indicateurs de risque de gestion de la dette pour 2015 et 2016

Indicateurs		Cible à fin 2018	2015	2016 (estimation)
Risque de taux d'intérêt	Durée moyenne à refixer (ATR) (ans)	> 13,4	13,3	12,2
	Dette à refixer l'année prochaine en % de la dette totale	< 14,9	17,3	17,7
Risque de taux d'intérêt	Durée moyenne d'échéance (ATM) (ans)	> 13,4	13,3	12,4

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

Au vu de ce tableau, l'on peut dire que :

(i) En ce qui concerne le risque de taux d'intérêt, celui-ci ne s'est pas amélioré par rapport aux réalisations de l'année 2015. La durée moyenne à refixer (ATR) est estimée réduite à 12,2 ans en 2016 (contre 13,3 ans en 2015) vu l'augmentation du recours à l'endettement intérieur dont la maturité est relativement courte et le recours au prêt commercial à taux variable de 209,9 milliards MGA. En outre, la part de la dette à refixer en 2017 par rapport à la dette totale va légèrement augmenter à 17,7% contre 17,3% en 2015.

(ii) De même, le niveau du risque de refinancement ne s'est pas amélioré par rapport à l'année précédente. La durée moyenne d'échéance (ATM) estimée pour 2016 est de 12,4 ans contre 13,3 ans en 2015. Cela se justifie par l'augmentation du recours à l'endettement intérieur relativement à court terme par rapport à l'endettement extérieur. Compte tenu de cette tendance, l'atteinte des indicateurs cibles de risques liés à la gestion de la dette à atteindre à fin 2018 est compromise.

I. RÉALISATION DE LA STRATÉGIE DE FINANCEMENT AU TITRE DE L'ANNÉE 2016 DÉFINIE DANS LA SDMT 2016-2018

A. Réalisation du plan d'emprunt 2016

Au titre de l'année 2016, les principaux objectifs stratégiques de la SDMT 2016-2018 consistant au maintien d'une structure prudente de la dette en maximisant le recours à l'emprunt extérieur concessionnel et en privilégiant l'endettement intérieur tout en diversifiant les instruments d'emprunts y afférents ont été plus ou moins atteints.

1. Plan d'emprunt de la dette extérieure

La mobilisation des fonds concessionnels, telle que stipulée dans le tableau ci-dessous témoigne des efforts déployés auprès des bailleurs de fonds multilatéraux (à savoir la Banque Mondiale, la Banque Africaine de Développement et le Fonds International de Développement Agricole) pour assurer le financement de programmes d'investissements structurels touchant plusieurs domaines ; parmi lesquels on peut citer l'agriculture, l'énergie, l'infrastructure, etc. Cependant, par rapport aux prévisions de la SDMT 2016-2018, la réalisation du plan d'emprunt extérieur de l'année 2016 s'est démarquée par une baisse du recours à l'endettement extérieur (3 215,6 milliards MGA contre 4 869,2 milliards MGA prévus initialement), concessionnel et non concessionnel confondus, soit une baisse de 34,0%. Par ailleurs, il y aura recours à un emprunt commercial d'un montant de 209,9 milliards MGA à titre d'appui budgétaire pour 2016.

Tableau 2 : Plan d'emprunts extérieurs pour 2016

LIBELLES	Plan d'emprunt pour 2016 dans SDMT		Prêts signés de Janvier à Mai 2016		Réalisation du Plan d'emprunt pour 2016 (estimation)	
	En Milliards MGA	En %	En Milliards MGA	En %	En Milliards MGA	En %
Sources de financements	4 869,2	100,0%	522,3	100,0%	3 215,6	100,0%
Emprunts concessionnels, dont	4 466,1	91,7%	488,9	93,6%	2 761,1	85,9%
Hautement concessionnels	902,5	18,5%	488,9	93,6%	1 569,5	48,8%
Concessionnels	3 754,9	73,2%	-	0,0%	1 191,6	37,1%
Emprunts non concessionnels, dont	403,1	4,3%	33,4	6,4%	454,5	14,1%
Semi-concessionnels	403,1	8,3%	33,4	6,4%	244,6	7,6%
Non concessionnels	-	0,0%	-	0,0%	209,9	6,5%
Utilisation des financements						
Multi secteur	571,6	11,7%	-	0,0%	854,5	26,6%
Agriculture et rural	313,3	6,4%	213,9	40,9%	617,5	19,2%
Infrastructure	2 935,4	60,3%	33,4	6,4%	792,6	24,6%
Energie	162,1	3,3%	217,2	41,6%	267,3	8,3%
Autres	886,9	18,2%	57,8	11,1%	683,7	21,3%

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

2. Plan d'émission de la dette intérieure

Le plan d'émission de la dette intérieure pour 2016 correspond aux tirages prévus au titre de l'année. Ils vont faire l'objet du second point de la sous-section qui suit.

B. Réalisation des tirages

Le tableau ci-après fait état des tirages effectifs sur les cinq (05) premiers mois de l'année 2016 par rapport aux prévisions de la SDMT ainsi que des tirages estimés jusqu'à fin décembre 2016.

Tableau 3 : Réalisation de tirages pour 2016

Financement par instrument	SDMT 2016		Réalisation des 5 premiers mois de 2016 (provisoire)		Réalisation fin Décembre 2016 (estimation)	
	En %	En Milliards MGA	En %	En Milliards MGA	En %	En Milliards MGA
Dette extérieure	38,7%	1 416,8	9,9%	113,1	27,5%	1 053,5
Hautement concessionnel	17,7%	251,5	97,1%	109,8	57,0%	600,2
Concessionnel à taux d'intérêt fixe	42,6%	602,9	1,6%	1,8	14,2%	149,4
Concessionnel à taux d'intérêt variable	0,0%	-	0,0%	-	0,0%	-
Semi concessionnel à taux d'intérêt fixe	39,7%	562,4	1,3%	1,5	8,9%	94,0
Semi concessionnel à taux d'intérêt variable	0,0%	-	0,0%	-	0,0%	-
Commercial	0,0%	-	0,0%	-	19,9%	209,9
Eurobonds	0,0%	-	0,0%	-	0,0%	-
Dette intérieure	61,3%	2 243,3	94,0%	1 034,0	72,5%	2 779,9
Avances statutaires	13,2%	296,0	0,0%	-	10,8%	300,0
BTA	83,5%	1 872,7	92,7%	958,1	75,7%	2 104,0
BTF1an	2,2%	50,0	4,7%	48,6	3,8%	105,6
BTF2ans	0,3%	6,0	1,0%	10,2	1,4%	39,4
BTF3ans	0,8%	18,6	1,7%	17,1	1,9%	52,8
BTS	0,0%	-	0,0%	-	6,4%	178,1
Besoin de financement brut (estimation)	100%	3 660,2	100,0%	1147,1	100,0%	3 833,4

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

Il est estimé qu'à fin décembre 2016, 27,5% uniquement du financement total proviennent de sources de financement externes si la prévision de la SDMT a été de 38,7% ; l'emprunt intérieur occupant 72,5% de la totalité du financement.

1. Réalisation des tirages de la dette extérieure

La stratégie de maximisation du recours aux emprunts concessionnels a été respectée durant les cinq (05) premiers mois de l'année 2016. Force est de constater que 97,1% des tirages sur emprunt extérieur sont hautement concessionnels. La part des prêts semi-concessionnels n'en a représenté que 1,3%.

Il peut être constaté que la stratégie de maximisation du recours aux emprunts concessionnels est respectée puisqu'il est estimé qu'à la fin de l'année 2016, la part des prêts hautement concessionnels dans le financement extérieur serait de 57,0% si les prévisions de la SDMT 2016-2018 étaient de 17,7%. La variation correspondante est supposée provenir de la Banque Mondiale et de la Banque Africaine de Développement (BAD), qui ont toujours appuyé le gouvernement malagasy dans la poursuite de ses programmes de réformes économiques. La prudence étant toujours de rigueur dans le maintien de la viabilité de la dette, la part des emprunts semi-concessionnels à taux d'intérêt fixe a été réduite à 8,9% dans la LFR si elle a été de 39,7% dans la SDMT 2016-2018.

La contraction d'un emprunt commercial de 209,9 milliards MGA (c/v 65 millions USD) pour l'année 2016 trouve sa justification dans l'urgence et l'importance stratégique du Programme qu'il devait financer ; en l'occurrence le Programme de Réformes du Gouvernement. A noter que cet emprunt commercial absorbe 65% du plafond d'endettement extérieur non concessionnel à élément-don inférieur à 20%, d'un montant de 100 millions USD.

2. Réalisation des programmes d'émissions de la dette intérieure

Globalement, les prévisions de la SDMT en matière de répartition du financement intérieur ont été vérifiées.

Sur les cinq (05) premiers mois de l'année 2016, l'Etat n'a pas eu recours aux avances statutaires de la BCM ;

le recours à cet instrument étant limité à 10% des recettes fiscales et douanières de l'année antérieure.

Les souscriptions en BTA et en BTF se sont considérablement accrues durant la période sous revue. La cause en est entre autres le renforcement des actions de vulgarisation des titres publics telles qu'évoquées à la sous-section 2.3.

Les BTF n'ayant été mis sur le marché qu'en février 2015, les BTA occupent encore 92,7% du portefeuille de la dette intérieure, en termes de tirages.

Enfin, pour toute l'année 2016, étant donné le besoin croissant en financement de l'Etat et l'accès aux financements extérieur de plus en plus limité, les réalisations des programmes d'émissions de la dette intérieure seraient comme suit :

(i) Revue à la baisse de la part des avances statutaires.

(ii) Promotion du marché des BTA et des BTF tout en se positionnant davantage sur l'accroissement des émissions de maturité moyenne et longue (BTF 1 à 3 ans) dans le but d'une part, de répondre aux demandes des acteurs en placements financiers et d'autre part, de rallonger la durée de vie moyenne de la dette intérieure ;

⇒ La part des BTA dans le financement intérieur est estimée à 75,7% à fin décembre 2016 au lieu de 83,5% dans la SDMT 2016-2018. Parallèlement, les parts respectives des BTF 1 an, BTF 2 ans et BTF 3 ans seraient de 3,8% au lieu de 2,2% ; 1,4% au lieu de 0,3% et 1,9% au lieu de 0,8%.

(iii) Titrisation en Bons de Trésor Spéciaux des arriérés de paiement de l'Etat envers les compagnies minières et pétrolières induisant une émission de Bons de Trésor Spéciaux (BTS) de 178,1 milliards MGA.

Cette politique d'émission tient à la fois compte de la configuration du marché et des objectifs assignés à la gestion de la dette, à savoir d'assurer les besoins de financement et les obligations de paiement du secteur public à moindre coût et à un niveau de risque raisonnable.

II. ACTIONS ENTREPRISES DANS LE CADRE DE LA MISE EN ŒUVRE DE LA SDMT 2016-2018

Des mesures d'accompagnement à la réalisation de la SDMT 2016-2018 ont été prises. Si certaines parmi elles ont déjà été entamées en 2014, d'autres sont en cours d'implémentation ; et ce conformément aux objectifs de réformes dans la gestion des finances publiques.

A. Pour l'endettement public

1. Mise en place du Cadre Juridique

Les textes législatifs et réglementaires suivants ont été adoptés en vue de servir de balise à la réalisation des opérations d'emprunts recommandées dans le cadre de la SDMT ; à savoir:

- La loi N°2014-012 du 21 août 2014 régissant la dette publique et la dette garantie par le Gouvernement Central a été promulguée le 04 septembre 2014
- Le décret n°2015-1457 du 27 octobre 2015 fixant les modalités d'ouverture, de gestion et de régularisation des opérations sur les comptes de projets ouverts au niveau de la Banque Centrale de Madagascar (BCM) a été inséré dans le Journal Officiel n°3655 du 07 décembre 2015
- Le décret n°2015-1662 du 21 décembre 2015 fixant les modalités et procédures d'octroi de garantie sur emprunt du gouvernement central a été inséré dans le Journal Officiel n°3687 du 06 Juin 2016
- Le décret n°2015-1679 du 21 décembre 2015 portant création, attributions, composition et fonctionnement du Comité Technique de la Dette est en cours de mise en vigueur.

Globalement, ces derniers intègrent des sections abordant entre autres les aspects suivants :

- l'objet, le domaine d'application et les définitions utilisées pour l'objet du texte correspondant ;
- l'autorité compétente pour emprunter, négocier et souscrire de nouvelles obligations publiques de dette, ainsi que les circonstances pour entreprendre tout type d'emprunt et d'émission de garanties ;
- la stratégie de gestion de la dette, ainsi que la politique d'endettement de l'Etat ;
- le rôle important que tient la structure de coordination de la dette, à savoir le Comité Technique de la dette, dont le rôle consiste à :
 - définir la stratégie de gestion de la dette ;
 - statuer sur tout projet de contraction de nouveaux emprunts intérieur et extérieur, sur les demandes de garantie du Gouvernement Central et sur tout projet de rétrocession de fonds d'emprunt ;
 - statuer sur toutes les opérations de traitement de la dette publique ; et
 - valider toutes les analyses techniques réalisées par l'organe de préparation.

2. Mise en place du Compte Unique du Trésor (CUT)

Dans le souci de maîtriser, voire de réduire le coût des emprunts publics, le Ministère des Finances et du Budget projette de mettre en place le CUT. Fondé sur le principe de « l'unité de trésorerie », le CUT a l'avantage (i) de permettre à l'Etat un contrôle effectif de l'ensemble de ses liquidités, (ii) de limiter les coûts de transactions dans l'exécution du budget, (iii) de faciliter le rapprochement entre les données bancaires et comptables, (iv) d'assurer un contrôle et un suivi plus efficace des crédits alloués aux organismes publics et (v) d'assurer une meilleure adéquation de la politique budgétaire avec la politique monétaire (policy mix).

Diverses conditions préalables sont cependant nécessaires à l'opérationnalisation de ce CUT. A ne citer que le cadre juridique et le système de gestion de la trésorerie qui devraient être adaptés à ses spécificités. Un conseiller technique résident du Département de Trésor des Etats-Unis (Bureau d'Assistante Technique – OTA) a été sollicité par le Ministère des Finances et du Budget pour l'assister techniquement dans la réalisation des différentes étapes cohérentes à la mise en place effective de ce compte. L'Assistance Technique durera deux (02) ans et a pour principaux objectifs de :

- (i) développer et mettre en œuvre des procédures pour simplifier le processus d'exécution budgétaire ; et
- (ii) développer et améliorer la mise en œuvre du CUT.

Dans l'accomplissement de sa mission, le conseiller technique est assisté de cinq (05) groupes de travail –formés de cadres de la BCM et du Ministère des Finances et du Budget– à savoir :

- le Groupe de Travail en charge de l'Amélioration de la Gestion de Trésorerie ;
- le Groupe de Travail en charge de la Structure et des Opérations du CUT ;
- le Groupe de Travail en charge de l'Exécution Budgétaire ;
- le Groupe de Travail en charge de la Technologie d'Informations du CUT ; et
- le Groupe de Travail en charge du Cadre Réglementaire.

B. Pour l'endettement extérieur

1. Etablissement du tableau de bord de suivi des nouveaux emprunts extérieurs

Afin d'assurer le maintien de la viabilité de la dette, un tableau de bord de suivi des nouveaux emprunts extérieurs, actuellement érigé sous format Excel, a été élaboré. Ventilé par nouveaux emprunts « dont la requête a été envoyée », « en cours de négociation », « en cours de signature », « signés », « en cours de ratification », « ratifiés », et « mis en vigueur », cet outil permet aux gestionnaires de la dette de suivre de près la tendance générale des nouveaux emprunts extérieurs comparée au plafond d'emprunt extérieur défini dans la Loi de Finances de l'année. Il permet d'alerter les Autorités en cas de probabilité de dépassement de la limite d'endettement.

2. Tenue de la Conférence des Bailleurs et des Investisseurs (CBI)

La CBI a pour but (i) de présenter aux bailleurs et investisseurs actuels et potentiels les divers projets en quête de financement de la République de Madagascar, aux fins de négociations ; et (ii) de leur donner des informations sur le climat des affaires, la situation sécuritaire, l'évolution des risques et les options d'investissement direct étranger au pays.

Sur la base des données recueillies auprès des différents Ministères du gouvernement malagasy dans le courant de l'année 2015, le Comité de Coordination de la CBI a élaboré en Février 2016 un document intitulé « Programme d'Investissements (2016-2020) ». Celui-ci regroupe, par secteur, les différents programmes ou projets d'investissement, qui devraient être financés à Madagascar pour les cinq (05) années à venir. Ce document a été approuvé par Son Excellence Monsieur Le Président de la République de Madagascar en tant que document de base pour la recherche de financement auprès des bailleurs. Dans le but de finaliser ce document, le Comité de Coordination de la CBI a organisé plusieurs séances conjointes de priorisation des projets avec les Ministères concernés pour chaque secteur identifié. La CBI se tiendra à Paris au mois de décembre 2016.

3. Notation publique par l'Agence Moody's

En vue d'accéder au marché financier international, éventuellement en y émettant des Eurobonds, il a été décidé de soumettre le pays à une « notation de la dette souveraine ». Un processus de notation de la dette souveraine a ainsi été initiée, c'est l'Agence Moody's qui a été choisie pour ce faire.

C. Pour l'endettement intérieur

Les actions ont surtout été centrées sur la sensibilisation au titre public via :

- la tenue d'une réunion annuelle avec les banques commerciales pour discuter de l'évolution des titres publics ; et
- la participation aux foires pour sensibiliser le public sur les titres émis par le Trésor Public.

PARTIE II - SDMT 2017-2019

I. CARACTÉRISTIQUES DU PORTEFEUILLE DE LA DETTE PUBLIQUE EXISTANTE

A. Structure du portefeuille de la dette publique à fin Décembre 2016

La dette du Gouvernement Central à fin Décembre 2016 est estimée à 12 592,7 milliards MGA (c/v 3 901,6 millions USD) équivalent à 39,7 pourcent du Produit Intérieur Brut.

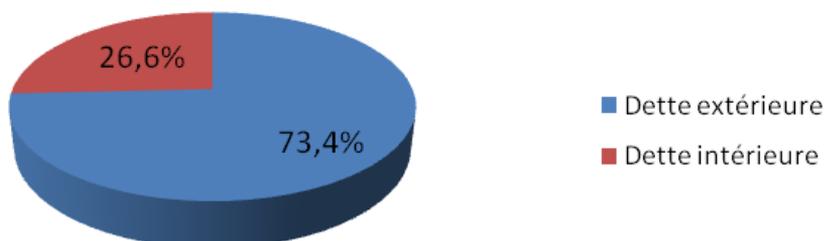
Une hausse de 25,7% est prévue par rapport à 2015 avec la reprise des différentes coopérations, notamment celle avec le FMI dans le cadre du Programme FEC. Ce dernier joue le rôle de catalyseur pour mobiliser l'aide des Partenaires Techniques et Financiers. Par ailleurs, de nouveaux titres domestiques, les Bons du Trésor Spéciaux (BTS), ont été émis afin de régler différents arriérés de paiement de l'Etat vis-à-vis de ses créanciers nationaux.

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 extérieurs² ; représentant 73,4% de la totalité. A fin Décembre 2016, elle est estimée à 9 243,8 milliards MGA (c/v 2 862,7 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. Par ailleurs, au titre de 2016, le Gouvernement va recourir à une avance en devises de la Banque Centrale de Madagascar d'un montant de 113,0 milliards MGA (c/v 35 millions USD). Il s'agit de la rétrocession au Gouvernement Central d'une partie de la Facilité Elargie de Crédit (FEC) du FMI³.

La dette intérieure représente 26,6% de la totalité de la dette du Gouvernement Central, soit 3 354,9 milliards MGA (c/v 1 038,9 millions USD).

Figure 1 : Répartition de la dette du Gouvernement Central à fin 2016



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

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

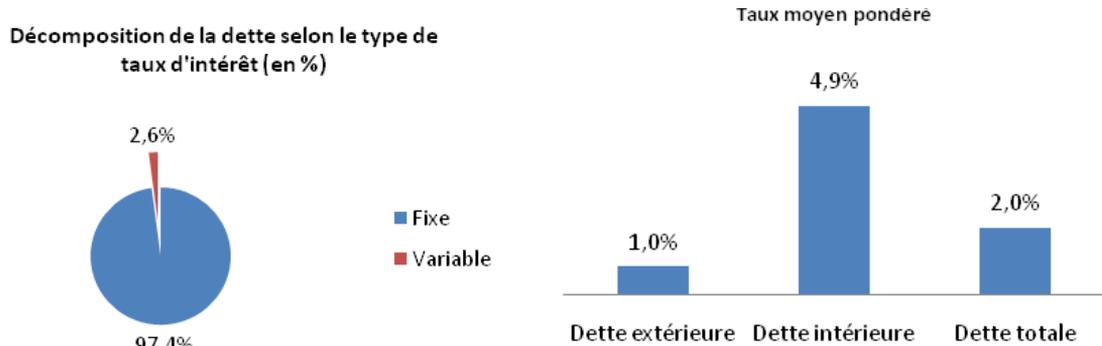
Le portefeuille de la dette publique malgache est constitué à 97,4% de prêts à taux d'intérêt fixe. En effet, pour limiter l'exposition aux fluctuations de taux d'intérêt, les prêts extérieurs à long-terme à taux d'intérêt fixe sont privilégiés par rapport aux prêts à taux variable. Sur le marché domestique, il n'existe pas encore d'instrument à taux variable.

Le taux d'intérêt moyen pondéré effectif pour la dette totale est estimé à 2,0% 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 1,0%. Pour la dette intérieure, le taux d'intérêt moyen pondéré est évalué à 4,9%.

² Voir annexe 1

³ La FEC est une aide à la balance des paiements, octroyée par le FMI à la BCM sous forme de prêt concessionnel.

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 2016)



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

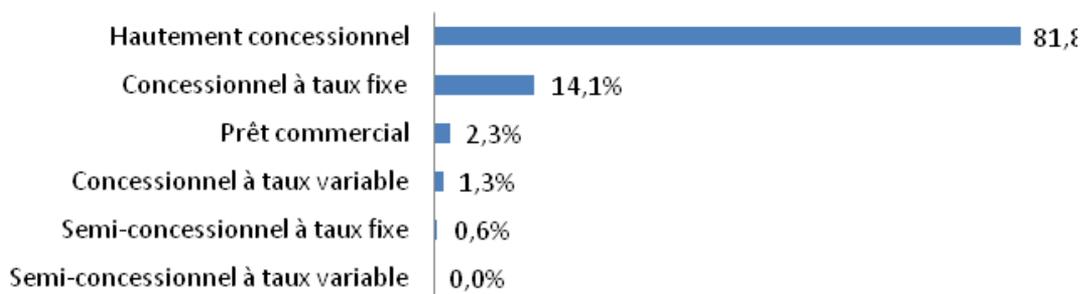
3. Répartition par instrument d'emprunts ⁴

a) Instrument de financement extérieur

Le type du taux d'intérêt et le taux de concessionnalité⁵ du prêt détermine la structure de portefeuille de la dette du Gouvernement Central. A fin décembre 2016, 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 81,8% 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 14,1%.

La part des prêts semi-concessionnels (à élément don compris entre 20,0% et 35,0%), comme ceux envers Eximbank de Chine, OFID et Abu Dhabi, est estimée à 0,6% de la dette extérieure. La part des prêts non concessionnels, ceux envers Deutsche Bank (à élément-don inférieur à 20%) est estimée à 2,3%.

Figure 3 : Répartition en pourcentage de la dette publique extérieure par instrument (estimation à fin Décembre 2016)



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

b) Instrument de financement intérieur

A fin décembre 2016, l'instrument BTA constitue 47,3% du portefeuille de la dette intérieure, soit 1 192,8 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 2016 est de 296,0 milliards MGA soit 11,7% de la dette intérieure. Le recours à cet instrument est limité ⁶.

⁴ Voir annexe 2 pour la liste des instruments

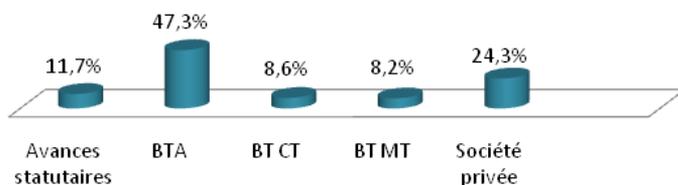
⁵ Voir annexe 2 pour la définition

⁶ Plafond de tirage d'avances statutaires de l'année 2016 : 10% des recettes ordinaires de l'Etat constatées au cours du précédent exercice budgétaire 2015.

Les autres formes de Bons de Trésor sont les Bons de trésor Fihary (BTF) et les Bons de Trésor Spéciaux (BTS). Une hausse de la part relative de ces Bons de Trésor est constatée à cause notamment de l'introduction des BTS pour le règlement des arriérés vis-à-vis des Compagnies minières et pétrolières. En effet, le montant total des émissions prévues pour les BTS à 1 an et 2 ans s'élève à 47,0 milliards MGA au titre de 2016. Pour les BTS à maturité entre 3 ans et 5 ans, ce montant s'élève à 131,1 milliards MGA au titre de 2016. Par ailleurs, le BTF est encore à sa deuxième année de lancement.

Les Bons du trésor à 1 an et 2 ans de maturité sont classés dans les Bons du trésor à court-terme (BTCT). Ceux à maturité entre 3 et 5 ans sont classés dans les Bons du trésor à moyen-terme (BTMT).

Figure 4 : Répartition de la dette intérieure par nature (estimation à fin Décembre 2016)



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

B. Coûts et risques du portefeuille de la dette publique ⁷

1. Coût de la dette à fin Décembre 2016

Bien qu'à fin 2016, le ratio du stock de la dette totale du Gouvernement Central par rapport au PIB soit de 39,7%, le taux d'intérêt moyen pondéré reste assez faible (soit 2,0 % en moyenne) et le niveau du ratio de la Valeur Actuelle Nette (VAN)⁸ de la dette extérieure par rapport au PIB demeure en dessous du seuil de 30% ; soit 16,6%. Ces derniers trouvent leur explication dans la structure même du portefeuille de la dette extérieure du Gouvernement Central, laquelle est constituée à 81,8% de prêts 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.

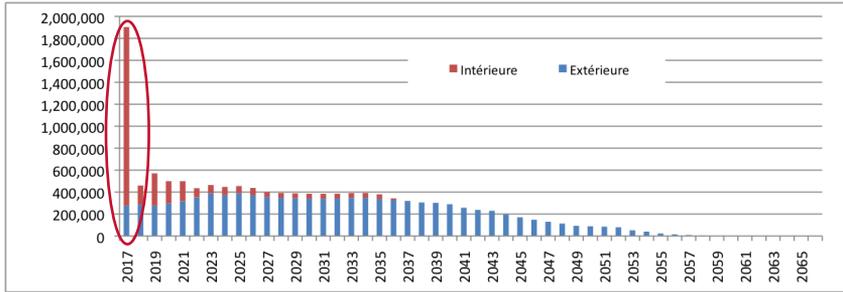
2. Risque de refinancement

L'exposition au risque de refinancement est évaluée modérée pour la dette publique totale avec une durée moyenne d'échéance (ATM) de 12,4 années. Le risque de refinancement exclut celui émanant de la dette extérieure du fait que cette dernière soit dominée par des prêts concessionnels avec des maturités longues et des taux d'intérêt faibles. L'ATM de la dette extérieure est estimé à 15,4 ans.

La dette intérieure est la plus exposée au risque de refinancement. En effet, l'ensemble du portefeuille de la dette intérieure arrive à échéance dans une durée moyenne de 3,7 ans. Lorsqu'uniquement les BTA (47,3 % de la dette intérieure) sont considérés, l'ATM devient 0,5 an. Cela indique que la dette intérieure est exposée de façon significative au risque de refinancement. Le pic de remboursement du principal de la dette de 1 883,3 milliards MGA en 2017 montre un risque de refinancement ou roll-over important et illustre le remboursement d'une part importante de BTA dans une durée relativement courte, si juste une infime partie est répartie dans le temps.

⁷ Voir la méthodologie adoptée en annexe 3 et annexe 4 pour le tableau des coûts et risques à fin Décembre 2016.

⁸ C'est la valeur actualisée des paiements du service de la dette, au taux d'actualisation de 5%.

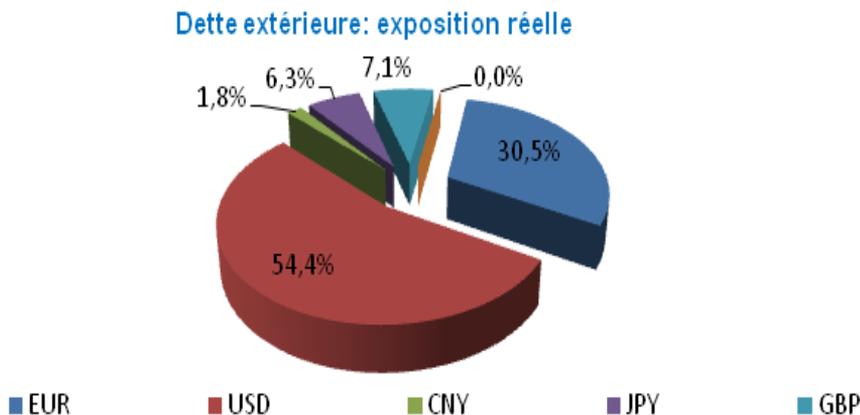
Figure 5 : Profil de remboursement de la dette en millions MGA (de 2017 à 2065)

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

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 (73,4%) de la dette totale du Gouvernement Central est libellée en monnaie étrangère. Le risque provient notamment de la fluctuation du dollar américain, suivi de l'Euro. La figure 6 indique que 54,4 % et 30,5 % de la dette totale sont respectivement exposés aux fluctuations de l'USD et l'EURO.

Figure 6 : Exposition du portefeuille de la dette du Gouvernement Central aux fluctuations de taux de change (estimation à fin Décembre 2016)



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

4. Risque de taux d'intérêt

L'exposition au risque de taux d'intérêt est modérée pour la dette totale car la durée moyenne à refixer (ATR) de la dette totale est de 12,2 années. L'ATR de la dette extérieure est estimé à 15,3 ans. Néanmoins, la dette domestique est fortement exposée au risque de taux d'intérêt car les BTA et BTF à 1 an ont des maturités courtes (de 4 semaines à 1 an pour les BTA). L'ATR diffère légèrement de l'ATM à cause d'une augmentation de la part des prêts extérieurs à taux d'intérêt variable.

II. SOURCES POTENTIELLES DE FINANCEMENT

A. Sources de financement extérieures⁹

Les prêts concessionnels, semi-concessionnels et commerciaux constituent d'importantes sources de financement extérieures. A titre indicatif, les termes et conditions financières de ces sources de financements extérieurs potentielles 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 la maîtrise de la viabilité de la dette. Néanmoins, 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 d'ailleurs dans l'optique de la recherche de nouvelles sources de financement potentielles et de consolidation des partenariats avec les Bailleurs de Fonds « habituels » que s'inscrit la tenue de la « **Conférence des Bailleurs de Fonds et des Investisseurs de Madagascar** » du mois de décembre 2016.

Les autres sources de financement attendues, notamment suite à cette Conférence, peuvent consister en :

- **d'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 des résultats définis et vérifiables.
- **des cofinancements**, à titre d'exemple : Combiner les emprunts concessionnels et non concessionnels ou les prêts et les dons ;
- **des instruments d'emprunts basés sur la catégorisation du pays (en PMA, pays à faible revenu, etc.),** l'Etat pourrait bénéficier de financement de la part de certains bailleurs ;
- **des cadres de partenariat (Conférence of the Parties ou COP 21 par exemple) et de coopération régionale (Southern African Development Community ou SADC, Commission de l'Océan Indien ou COI, etc.)**
- **la possibilité d'émettre des obligations d'Etat libellées en devises (Eurobonds) sur le Marché Financier International.**

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. A titre d'illustration, la BAD propose deux types de garantie :

- (i) 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 ;
- (ii) La « Garantie à l'Appui des Réformes » ou GAR : un cas particulier de la GPC, garantie relative à l'appui budgétaire.

B. Sources de financement intérieures¹⁰

Les BTA, les avances statutaires et les autres titres de bons de trésor (BT), regroupant les Bons du Trésor Fihary et les Bons du Trésor Spéciaux (BTS), constituent les instruments de financement intérieur. L'émission de titres domestiques à plus longue maturité est en cours d'études en vue d'élargir les sources de financement intérieur en ciblant le secteur non bancaire et de lisser le profil de remboursement de la dette (Cf. figure 5).

⁹ Cf. Annexe 3 pour plus de détails

¹⁰ Cf. Annexe 6 pour plus de détails

III. HYPOTHÈSES MACROÉCONOMIQUES ET BUDGÉTAIRES

9 A partir du 15 octobre 2015, le taux directeur devient 8,7% contre 9,5% depuis 2009

10 A partir du 01 octobre 2015, le taux des réserves obligatoires devient 13% contre 15% auparavant.

Les hypothèses de projection macroéconomique se sont basées sur les données relatives à la Loi des Finances Rectificative (LFR) 2016, au cadrage macroéconomique révisé lors de la mission FMI en septembre 2016 pour 2017, et au cadrage macroéconomique du FEC pour 2018-2019.

Les principales projections macro-budgétaires 2016-2019 sont présentées dans le tableau ci-après¹¹ :

Indicateurs	2016 LFR	2017 Proj.	2018 Proj.	2019 Proj.
Déficit en % du PIB	4,5%	5,1%	4,9%	4,6%
Taux de croissance réel	4,1%	4,5%	4,8%	5,0%
PIB nominal (milliards MGA)	31 773,3	35 507,1	39 608,8	44 103,2
Taux de change entre USD et MGA (Fin de période)	3 229,1	3 510,0	3 805,6	3 935,1

Sources : LFR 2016, cadrages macroéconomiques de FMI (FEC et mission de Septembre 2016), Banque Centrale de Madagascar.

Croissance économique : il est prévu un taux de croissance réel entre 4,1% et 5,0% pendant la période 2016-2019

Déficit budgétaire : il est prévu un déficit budgétaire base caisse variant entre 4,5% et 5,1% pendant la période 2016-2019

Taux de change : La monnaie nationale aura tendance à se déprécier par rapport à l'USD dans les trois années à venir (6,8% en moyenne par année). Le portefeuille de la dette sera affecté puisque la dette en devises représente 73,4% de la dette totale.

Toutefois, l'étude des différents risques qui pourraient modifier ces projections ont été effectués (Cf. annexe 7b). Il s'agit notamment des risques politiques et climatiques et la conjoncture économique mondiale.

11 Voir également annexe 7

IV. STRATÉGIES ALTERNATIVES DE GESTION DE LA DETTE¹²

¹² Voir la méthodologie adoptée en annexe 2

A. Objectifs et contraintes

1. Objectifs

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. Dans le cadre de la présente stratégie, les cibles sont présentées dans le tableau ci-après. Ce sont les mêmes cibles que celles de la SDMT 2016-2018.

Tableau 4 : Objectifs spécifiques de la stratégie d'endettement

Coûts et risques	Indicateurs	Cibles à fin 2017	Cibles à fin 2019
Déficit en % du PIB Taux de croissance réel	ATR portefeuille total	ATR portefeuille total en 2017 > 13,3 ans	ATR portefeuille total en 2019 > 13,4 ans
	Dettes à refixer l'année prochaine en % de la dette totale	Dettes à refixer en 2018 < 17,3%	Dettes à refixer en 2020 < 14,9%
Risque de refinancement	ATM portefeuille total	ATM portefeuille total en 2019 > 13,3 ans	ATM portefeuille total en 2019 > 13,4 ans

Les cibles à moyen-terme (à fin 2019) seront les mêmes que celles à fin 2018, inscrites dans la première stratégie. Tandis que les cibles à fin 2017 se baseront sur les réalisations à fin 2015.

2. Contraintes

a) Dette extérieure

- Plafonds d'endettement non concessionnel au titre du FEC FMI pour 2016-2017 :

Les plafonds appliqués aux nouveaux prêts non concessionnels contractés ou garantis par l'Etat ou la BCM sont présentés par le tableau ci-après :

Tableau 5 : Plafonds d'endettement non concessionnel dans le cadre du FEC FMI

Montant cumulé en millions USD	2016	2017
Prêts semi-concessionnels	200,0	283,0
Prêts non concessionnels (commerciaux)	100,0	100,0
Total	300,0	383,0

Situation actuelle :

(i) Prêts du Gouvernement Central :

Prêts semi-concessionnels : 10 millions USD de prêts signés en 2016 ; 79,4 millions USD prévus être signés en 2016 et 2017.

Prêts non concessionnels : des prêts commerciaux d'un montant total de 65 millions USD prévus être signés en 2016.

(ii) **Prêts garantis** : un plafond de 35 millions USD a été fixé pour les nouveaux prêts extérieurs garantis par l'Etat au titre de 2017. En effet, les conditions financières de ces prêts sont supposées être non concessionnelles.

Par conséquent, par rapport aux plafonds fixés, il n'y aura plus de marge de manœuvre pour le recours aux prêts commerciaux pour la période 2016-2017. Pour les prêts semi-concessionnels, il y aura un montant de 110,6 millions USD restant à mobiliser pour la même période.

- **Tendance à la baisse des financements extérieurs concessionnels**, notamment ceux des bailleurs multilatéraux. D'importants efforts sont ainsi à réaliser pour mobiliser les sources potentielles de financement concessionnel. Compte tenu de cette contrainte et afin de satisfaire le besoin de financement de l'Etat, il y aura recours aux emprunts non concessionnels, tout en assurant le respect des plafonds susmentionnés et le maintien de la soutenabilité de la dette à moyen et long-terme.

b) Dette intérieure

Baisse progressive du recours aux avances statutaires :

Au titre de 2017, le Plafond de tirage d'avances statutaires doit être l'équivalent de 5% des recettes ordinaires de l'Etat constatées au cours de l'exercice budgétaire 2016. A partir de 2018, il n'y aura plus de recours aux avances statutaires.

Compte tenu de ces contraintes sur le marché domestique, la part du financement extérieur va augmenter pour la période 2017-2019, quelle que soit la stratégie adoptée.

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 étudiées¹³ :

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

2. Analyse des résultats des stratégies¹⁴ :

Il s'agit d'évaluer les indicateurs de coûts et de risque¹⁵ de chaque stratégie en y appliquant les chocs¹⁶ (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 6: Tableau comparatif des indicateurs de risque ciblés (projections à fin 2019)

Indicateurs		2016	A fin 2019 proj.				
		Actuel	Cible	S1	S2	S3	S4
Risque de taux d'intérêt	Durée moyenne à refixer (ATR) (ans)	12,2	> 13,4	14,3	14,4	12,2	12,1
	Dette à refixer l'année prochaine en % de la dette totale	17,7	< 14,9	14,9	12,2	21,3	20,6
Risque de refinancement	Durée moyenne d'échéance (ATM) portefeuille de la dette totale (ans)	12,4	> 13,4	14,4	14,5	13,1	12,5

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

¹³ Voir annexe 8 pour la description des 4 stratégies

¹⁴ Voir annexe 11 pour les détails

¹⁵ Voir annexe 11a pour les détails

¹⁶ Voir annexe 11b pour les détails

Les résultats montrent que les stratégies S2 et S1 sont les meilleures stratégies. Toutefois, S1 serait la plus appropriée, compte tenu des contraintes sur le marché domestique. Globalement, S1 permet de réduire le risque de refinancement et le risque de taux d'intérêt par rapport à la situation actuelle. Par ailleurs, les objectifs sur l'ATR et ATM seront atteints en 2019. L'indicateur « dette à refixer l'année prochaine en pourcentage de la dette totale » atteindra la valeur de 14,9% à fin 2019. Néanmoins, ceci est inférieur à sa valeur actuelle (17,7%). Donc, une amélioration sera observée.

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

Comme dans la SDMT 2016-2018, la stratégie de maximisation du recours aux emprunts concessionnels est maintenue, tout en tenant compte des contraintes énumérées dans les paragraphes antérieurs.

Afin d'atteindre les objectifs et cibles fixés, il s'agit d'obtenir à fin 2019¹⁷, un portefeuille de la dette composé :

- (i) à 81,2% de dette extérieure
- (ii) de 77,5% de dettes concessionnelles, de 2,1% de dettes semi-concessionnelles et de 0,9% de dettes commerciales. Il n'y aura pas de recours aux eurobonds.
- (iii) de 10,0% de BTA, 0,8% de BT CT, de 2,8% de BT MT et de 5,3% d'autres dettes intérieures.

Pour les Bons du Trésor à court et moyen terme, la part des BTS va augmenter pour assurer le règlement des arriérés de paiement de l'Etat vis-à-vis des compagnies pétrolières et minières. La part des BTF, ceux à moyen terme en particulier, va augmenter pour réduire le risque de refinancement. Toutefois, il n'y aura pas encore de recours aux Bons du trésor à long terme (plus de 5 ans de maturité) pour la période considérée.

Pour obtenir cette composition de portefeuille optimale, des prévisions de tirages pour 2017-2019 ainsi qu'un plan d'emprunts extérieurs pour 2017 ont été établis.

a) Prévisions de tirages pour 2017-2019

Le tableau suivant présente la répartition du financement par instrument, en termes de tirages bruts. Il est à préciser que la projection du besoin de financement brut¹⁸, pendant la période considérée, dépend non seulement des projections macroéconomiques et budgétaires mais également de la stratégie adoptée elle-même.

Tableau 7 : Prévisions de tirages par instrument pour 2017-2019 (montant estimatif en milliards MGA et en pourcentage) pour S1¹⁹

Financement par instrument	Stratégie S1					
	2017		2018		2019	
	%	En milliards MGA	%	En milliards MGA	%	En milliards MGA
Dette extérieure	34,3%	1 652,0	49,1%	2 387,7	55,1%	3 157,0
Hautement concessionnel	65,6%	1 083,7	60,1%	1 434,6	70,5%	2 225,7
Concessionnel à taux d'intérêt fixe	25,8%	425,8	33,7%	804,0	26,1%	825,1
Concessionnel à taux d'intérêt variable	0,0%	-	0,0%	-	0,0%	-
Semi concessionnel à taux d'intérêt fixe	7,9%	130,4	5,1%	121,5	2,5%	77,7
Semi concessionnel à taux d'intérêt variable	0,7%	12,2	1,2%	27,6	0,9%	28,6
Commercial	0,0%	-	0,0%	-	0,0%	-
Eurobonds	0,0%	-	0,0%	-	0,0%	-
Dette intérieure	65,7%	3 164,3	52,1%	2 473,3	47,0%	2 575,9
Avances statutaires	4,7%	150,0	0,0%	-	0,0%	-
BTA	84,8%	2 683,0	85,5%	2 115,0	85,0%	2 190,0
BTCT, dont:	4,9%	156,5	5,8%	144,0	6,5%	168,0
BTF 1 an	3,0%	96,0	3,9%	96,0	3,7%	96,0

¹⁷ Voir annexes 8 et 9 pour les détails

¹⁸ Besoin de financement brut = déficit primaire base caisse + amortissement en capital de la dette

¹⁹ Voir annexe 7d pour les détails des tirages des autres stratégies

BTF 2 ans	1,1%	36,0	1,9%	48,0	2,8%	72,0
BTS 1 an	0,0%	-	0,0%	-	0,0%	-
BTS 2 ans	0,8%	24,5	0,0%	-	0,0%	-
BTMT, dont:	5,5%	174,8	8,7%	214,3	8,5%	217,9
BTF 3 ans	1,6%	52,0	2,8%	69,0	3,3%	85,5
BTS 3 ans	3,9%	122,8	4,9%	122,3	4,1%	104,9
BTS 4 ans	0,0%	-	0,9%	23,0	0,9%	23,0
BTS 5 ans	0,0%	-	0,0%	-	0,2%	4,5
BTLT	0,0%	-	0,0%	-	0,0%	-
Total besoin de financement brut	100,0%	4 816,3	100,0%	4 861,0	100,0%	5 732,9

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

- Les prévisions de tirages sur emprunts extérieurs et intérieurs de 2017 correspondent à celles établies lors de la mission FMI du Septembre 2016.
- Il est supposé que le gap de financement au titre de 2017 de 103 milliards MGA sera comblé par le recours aux emprunts extérieurs concessionnels.
- Une part de 34,3% du besoin de financement brut sera assurée par des tirages sur emprunts extérieurs en 2017. Le besoin de financement brut va augmenter de 19,0% entre 2017 et 2019, en moyenne. Puisque la dette intérieure n'arrive pas encore à couvrir cette hausse, la part des tirages sur emprunts extérieurs atteindra 49,1% en 2018 et 55,1% en 2019.
- **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 91,4% en 2017 pour atteindre 96,6% du tirage total sur emprunts extérieurs en 2019. La part de tirages sur emprunts semi-concessionnels à taux d'intérêt fixe s'élève à 7,9% en 2016 puis baissent à 5,1% en 2017 et 2,5% en 2019. La part des emprunts à taux d'intérêt variable ne dépassera pas 1,2% pendant la période considérée. Par ailleurs, il n'y aura pas de recours emprunts commerciaux ni aux Eurobonds afin de minimiser les coûts et risques.
- **Dans la catégorie de la dette intérieure**, la répartition du financement intérieur par instrument de 2017 donne une part de 84,8% au BTA contre des parts respectives de 4,9%, 5,5% pour les BTCT et BTMT, et une part de 4,7% pour les avances statutaires.
 - Pendant la période 2017-2019, le BTA constituera la principale source de financement intérieur du déficit (une part de plus de 80%).
 - Il n'y aura plus de recours aux avances statutaires à partir de 2018.
 - La part des BTF va augmenter progressivement.
 - L'Etat prévoit des tirages de BTS de maturité de 2 à 5 ans d'un montant de 49,0 milliards MGA en 2017, 47,0 milliards MGA en 2018 et 27,5 milliards MGA en 2019, pour le règlement des arriérés vis-à-vis des compagnies pétrolières.
 - L'Etat prévoit des tirages de BTS à 3 ans de 98,0 milliards MGA annuellement en 2017 et 2018, et 104,9 milliards MGA en 2019 pour le règlement des arriérés vis-à-vis des compagnies minières.

b) Plan d'emprunts extérieurs pour 2017

Le tableau suivant représente les montants estimatifs de prêts extérieurs à contracter ainsi que leur utilisation au titre de l'année 2017.

Tableau 8 : Plan d'emprunts extérieurs pour 2017

LIBELLES	Montant estimatif en milliards MGA	En %
Sources de financements	3 454,2	100,0%
Dette concessionnelle, dont	3 319,8	96,1%
Hautement concessionnelle	2 593,8	75,1%
Concessionnelle	725,9	21,0%
Dette non concessionnelle, dont	134,5	3,9%

Dettes semi-concessionnelles	134,5	3,9%
Autres	-	0,0%
Utilisation des financements		
Multi-secteurs	-	0,0%
Agriculture	386,4	11,2%
Infrastructures	2 052,1	59,4%
Energie	295,7	8,6%
Autres	720,0	20,8%

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

- Au titre de 2017, le Gouvernement Central va contracter des prêts extérieurs d'un montant total de 3 454,2 milliards MGA dont 96,1% de prêts concessionnels. La part des prêts semi-concessionnels ne sera que de 3,9% afin de garantir la soutenabilité à moyen et à long-terme de la dette.
- Concernant l'utilisation, une plus grande partie (59,4% soit 2 052,1 milliards MGA) de ces financements sera consacrée à la réalisation de projets d'infrastructures, nécessaires pour la relance économique. Une part de 20,8%, soit 720,0 milliards MGA servira à financer, soit d'autres projets soit des programmes.

C. Mise en œuvre de la stratégie pour 2017-2019

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. Pour la dette publique en général

- Adopter les autres textes d'application de la Loi n°2014-012 régissant la dette publique et la dette garantie par le Gouvernement Central du 21 Août 2014
- Effectuer la mise en place effective du Comité Technique de la Dette
- **Poursuivre les réformes préconisées par le Plan de réformes de DeMPA 2014**, afin d'améliorer la gestion de la dette publique, notamment :
 - Maîtrise dans l'élaboration des plans d'emprunts
 - Mise en place de la gestion des risques opérationnels au sein de la Direction de la Dette Publique avec, notamment l'élaboration des manuels de procédures
 - Audits externes de performance de la gestion de la dette
- **Renforcer la coordination entre la gestion de la dette et les politiques macroéconomiques.** Le document SDMT doit être en cohérence avec le cadrage macro-budgétaire à moyen-terme. Les départements en charge de l'élaboration et de la mise en œuvre de ces outils doivent travailler en étroite collaboration.
- **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.

2. Pour la dette extérieure

- Constituer une base de données sur les sources potentielles de financement
- Négocier avec les bailleurs de fonds dans le but d'obtenir les financements souhaités
- Suivre de près les rythmes de décaissement des prêts existants

L'endettement extérieur est, en général, destiné **au financement des projets d'investissement et à l'appui budgétaire.**

3. Pour la dette intérieure

a) Poursuivre la campagne de promotion des Bons du Trésor FIHARY (BTF) lancée depuis début 2015 :

- Rappel des caractéristiques :
 - Maturité : 1 an, 2 ans et 3 ans
 - Emission mensuelle
 - Négociables sur le marché secondaire (transférables et nantissables)
 - Taux d'intérêts fixés par le Trésor Public à chaque émission
- Actions à entreprendre :
 - Déploiement dans tous les chefs-lieux de Région jusqu'à la fin de l'année 2017
 - Révision du texte réglementaire : réflexion sur la diminution du montant plancher des soumissions et sur la rallonge progressif des maturités
 - Participation à des foires économiques

b) Promouvoir les Bons du Trésor par Adjudication (BTA) :

- Rappel des caractéristiques :
 - Maturités : 4 semaines, 12 semaines, 24 semaines et 52 semaines
 - Emission tous les quinze jours par le Trésor Public sur le marché primaire
 - Gérés avec la Banque Centrale de Madagascar
 - Négociables sur le marché secondaire
 - Taux d'intérêts proposés par les souscripteurs
- Actions à entreprendre :
 - Déploiement des lieux de souscription
 - Révision des textes réglementaires (réflexion sur les maturités des bons, le rôle et les obligations des intermédiaires du marché,...)
 - Identification des souscripteurs cibles en faisant du porte-à-porte
 - Utilisation des TIC pour une communication de masse relative aux souscriptions des titres publics (en fonction du budget alloué par l'Administration)

c) Améliorer le climat de confiance vis-à-vis des investisseurs :

En effet, à cause du niveau élevé du risque-pays, les banques primaires sont contraintes de limiter la part des titres émis par l'Etat détenue dans leur portefeuille.

d) Mettre en place des intermédiaires de marché des titres publics :

Le Trésor Public renouvellera la Convention portant amélioration de la réglementation du marché des titres publics et de fonctionnement du marché secondaire, établie avec les intermédiaires de marché, à savoir les banques primaires résidentes. L'existence d'un marché secondaire fort permettra d'assurer la liquidité des titres émis par le Trésor.

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.

4. Promotion de la croissance économique et du développement durable, notamment à travers une stratégie géopolitique proactive et développement de cadre de partenariat.

Le présent Document suggère aux différentes entités de mettre en œuvre des actions visant à :

- **Mobiliser les ressources financières et non financières intérieures du pays et améliorer les performances macroéconomiques**, notamment en matière de croissance économique, de recettes fiscales, d'exportations et de taux de change. Cela permettra de réduire la dépendance vis-à-vis des flux extérieurs.
- **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 : Structure de la Dette du Gouvernement Central (estimation Fin Décembre 2016)

Structure de la dette du Gouvernement Central	Montant		% PIB	% de la dette totale du Gouvernement central
	En milliards MGA	En millions USD		
Gouvernement Central	12 598,7	3 901,6	39,7%	100,0%
Dette extérieure	9 243,8	2 862,7	29,1%	73,4%
Multilatéral	7 948,3	2 461,4	25,0%	63,1%
Bilatéral	972,6	301,2	3,1%	7,7%
Commercial	209,9	65,0	0,7%	1,7%
Avances en devises de la BCM	113,0	35,0	0,4%	0,9%
Dette intérieure	3 354,9	1 038,9	10,6%	26,6%
Avances statutaires	296,0	91,7	0,9%	2,3%
BTA	1 192,8	369,4	3,8%	9,5%
BT CT	215,8	66,8	0,7%	1,7%
dont BTF 1 an	105,6	32,7	0,3%	0,8%
BTF 2 ans	63,2	19,6	0,2%	0,5%
BTS 1 an	24,0	7,4	0,1%	0,2%
BTS 2 ans	23,0	7,1	0,1%	0,2%
BT MT	206,4	63,9	0,6%	1,6%
dont BTF 3 ans	75,2	23,3	0,2%	0,6%
BTS 3 ans	131,1	40,6	0,4%	1,0%
Autres dettes envers BCM	831,0	257,3	2,6%	6,6%
dont TCN	709,2	219,6	2,2%	5,6%
Rééchelonnement des arriérés d'intérêts et de commissions sur les TCN	120,2	37,2	0,4%	1,0%
Créances sur cessions de véhicules	1,6	0,5	0,0%	0,0%
Dettes envers les sociétés privées	613,0	189,8	1,9%	4,9%
dont Emprunt SPAT	69,3	21,5	0,2%	0,6%
Emprunt ARO	48,8	15,1	0,2%	0,4%
Dettes envers compagnies minières	309,5	95,9	1,0%	2,5%
Dettes envers compagnies pétrolières	185,3	57,4	0,6%	1,5%

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

Annexe 2 : 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 FMI, 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 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	ELÉMENT-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 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 la BCM	Avances Statutaires	
Bons du trésor à court-terme	BTCT (BTF et BTS à 1 an et 2 ans de maturité)	
Bons du trésor à moyen-terme	BTMT (BTF et BTS de maturité de 3 à 5 ans)	
Bons du trésor à long-terme	BTMT (BTF et BTS de maturité de plus de 5 ans)	

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

Annexe 3 : Méthodologie utilisée pour la SDMT

- **Année de base** : 2016
- **Indicateurs de coûts** : ratios dette nominale/PIB, dette en VAN/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.
- **Scénarii 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
- 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 4 : Indicateurs de coûts et risques du portefeuille de la dette publique (estimation à fin Déc. 2016)

Indicateurs de coûts et risque		Dette extérieure	Dette intérieure	Dette totale
Dette nominale (millions de USD)		2 862,7	1 038,9	3 901,6
Dette nominale (% du PIB)		29,1	10,6	39,7
Valeur actualisée nette (% du PIB)		16,6	9,6	26,3
Coût de la dette	Taux d'intérêt moyen pondéré (%)	1,0	4,9	2,0
	Risque de refinancement			
	Durée moyenne d'échéance (ans) ATM	15,4	3,7	12,4
	Dette amortie durant l'année prochaine (% du total)	2,8	50,1	15,1
Risque de taux d'intérêt	Durée moyenne à refixer (ans) (ATR)	15,3	3,7	12,2
	Dette refixée durant l'année prochaine (% du total)	6,3	50,1	17,7
	Dette à taux d'intérêt fixe (% du total)	96,4	100,0	97,4

Risque de taux de change	Dettes en devises (% du total)			73,4
	Amortissement en devise durant l'année prochaine (% du stock de réserves en devises)			8,1

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

Annexe 5 : Indicateurs de coûts et risques du portefeuille de la dette publique (estimation à fin Déc. 2016)

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 1,5%	(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 rate : en moyenne Euribor 6 mois + 1,5%	(i) Taux de change; (ii) taux d'intérêt ; (iii) coûts cachés liés au caractère de l'aide
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 2,5%	(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 + 2,5%	(i) taux de change
Commercial (ex : Deutsche Bank)	en moyenne maturité de 7 ans avec 2 ans de grâce	Coût élevé Taux variable : en moyenne Euribor 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 : 11,0%	(i) Taux de change

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

Annexe 6 : Conditions financières des sources potentielles de financement intérieur

Financement intérieur			
Type d'instrument	Structure de remboursement	Coût	Exposition aux risques principaux
Avances statutaires de la BCM	Maturité de 6 mois	Coût élevé : Taux fixe (taux directeur) : 8,3%	(i) Politique monétaire ; (ii) Plafond : 5%-10% des recettes fiscales
Bons de Trésor par Adjudication	Maturité de 4 semaines jusqu'à 1 an	Coût élevé : Taux fixe précompté : en moyenne 9,6%	(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 10,39%	(i) Risque de refinancement ; (ii) taux d'intérêt

Bons du Trésor à moyen terme	Maturité moyenne de 4 ans	Cout élevé Taux fixe : en moyenne 11,37%	(i) Risque de refinancement ; (ii) taux d'intérêt
Bons du Trésor à long terme	Maturité moyenne de 10 ans	Cout élevé Taux fixe : en moyenne 14,37%	(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 7 : Principaux indicateurs macroéconomiques et budgétaires

o Annexe 7a : Projections macroéconomiques de base (2016-2019)

Indicateurs	2016 LFR	2017 Proj.	2018 Proj.	2019 Proj.
Recettes publiques (inc. dons) (milliards MGA)	4 292,2	5 007,0	5 205,7	5 982,4
Dépenses publiques (milliards MGA)	5 318,8	6 585,0	6 962,0	7 925,0
Déficit en % du PIB	4,5%	5,1%	4,9%	4,6%
Taux de croissance réel	4,1%	4,5%	4,8%	5,0%
PIB nominal (milliards MGA)	31 773,3	35 507,1	39 608,8	44 103,2
Taux de change entre USD et MGA (Fin de période)	3 229,1	3 510,0	3 805,6	3 935,1
Réserves internationales (millions DTS)	703,7	794,0	863,1	949,0

Sources : LFR 2016, cadrages macroéconomiques de FMI (FEC/Rapport No. 16/273, Août 2016 et mission de Septembre 2016), Banque Centrale de Madagascar.

Croissance économique : il est prévu un taux de croissance réel entre 4,1% et 5,0% pendant la période 2016-2019

Déficit budgétaire : il est prévu un déficit budgétaire base caisse variant entre 4,5% et 5,1% pendant la période 2016-2019

Taux de change : La monnaie nationale aura tendance à se déprécier par rapport à l'USD dans les trois années à venir (6,8% en moyenne par année). Le portefeuille de la dette sera affecté puisque la dette en devises représente 73,4% de la dette totale.

Taux d'intérêt domestique : A partir de 2016, il est supposé qu'il y ait une tendance à la hausse du taux d'intérêt de la dette domestique par rapport aux années précédentes malgré une baisse du taux directeur de la BCM21 pour deux raisons : poursuite du lancement des titres domestiques à moyen-terme à taux d'intérêt plus élevé et choix des agents économiques sur la base du taux d'intérêt réel (donc de l'inflation).

Une meilleure performance économique est ainsi attendue pour la période 2016-2018. Néanmoins, les risques ne sont pas à écarter. D'où la nécessité de les étudier.

o Annexe 7b : Principaux risques sur les projections macroéconomiques de base

Les risques qui pourraient compromettre les projections macroéconomiques de base sont notamment relatifs (i) aux risques politiques, (ii) aux perturbations climatiques, (iii) à l'inflation, (iv) à la crise financière internationale et (v) à la baisse des prix des matières premières.

Risques politiques : les crises politiques récurrentes dans le pays ont toujours entraîné des crises économiques. En effet, l'instabilité politique et l'absence d'un Etat de droit ne constituent pas un environnement favorable aux investissements privés, aux IDE en particulier. En outre, cette situation pourrait nuire à la coopération avec les Partenaires Techniques et Financiers. Par conséquent, les objectifs macro-budgétaires ne pourraient pas être atteints, notamment en matière de croissance économique

et recettes fiscales de l'Etat. La baisse des ressources intérieures sera ainsi aggravée par la baisse des flux de financement extérieur en cas de crise politique.

Perturbations climatiques : Comme Madagascar est un pays cyclonique, la production agricole est régulièrement menacée alors que le secteur primaire constitue 25% du PIB. Par ailleurs, les catastrophes naturelles pourraient également avoir de l'impact sur les autres secteurs tels que l'infrastructure routière ou le tourisme. Par conséquent, la croissance économique envisagée ne pourrait pas être atteinte.

Inflation :

- Celle-ci pourrait consister premièrement en une « inflation par les coûts » :
 - Suite à l'abandon progressif de la politique d'administration des prix des produits pétroliers et du retour graduel à la vérité des prix. Lesquels supposent une hausse des prix du carburant pouvant se traduire par une hausse généralisée des prix des autres biens et services.
 - Suite à la hausse des tarifs de l'électricité de la JIRAMA, dans le cadre des réformes de ladite société relatives au Programme avec le FMI.
- Deuxièmement, il pourrait s'agir d'une « inflation par la monnaie » induite par la poursuite de la politique monétaire expansionniste préconisée par la BCM, avec l'obtention de la FEC du FMI de 304,7 millions USD, si les banques primaires et les investisseurs ne répondent pas favorablement à la baisse du taux directeur, en investissant massivement dans l'économie.

Conséquences directes de l'inflation :

- le pouvoir d'achat des ménages pourrait diminuer, entraînant ainsi une baisse de la consommation et donc une baisse du montant des prélèvements obligatoires de l'Etat notamment des Taxes sur la Valeur Ajoutée (TVA), signifiant au final une baisse de la pression fiscale
- une réclamation de revoir à la hausse les taux d'intérêt des placements financiers dont les bons du trésor, d'où l'anticipation d'une hausse de prix des BTM pour être attractifs et d'une hausse des taux d'intérêts demandés par les adjudicataires de BTA.

Crise financière internationale : Du fait de celle-ci, il est probable qu'il y aurait une baisse du flux de financement extérieur entraînant ainsi une diminution des réserves en devises de Madagascar.

Baisse des prix des matières premières : L'effet combiné (i) de la diminution probable des recettes d'exportations due notamment à la baisse du cours des matières premières, notamment celui du nickel, sur le marché international et (ii) de l'accroissement des demandes en devises sur le Marché Interbancaire de Devises (MID), dues au volume élevé d'importations, pourrait entraîner une plus forte dépréciation de l'Ariary. En fait, 75% des recettes de devises du pays proviennent des différents produits d'exportations..

Annexe 8 : Description des 4 stratégies alternatives

Stratégie S1 : Maximisation du recours aux emprunts extérieurs concessionnels : poursuivre la maximisation du recours aux prêts concessionnels qu'en 2016 : la part de la dette extérieure concessionnelle sera maintenue à une valeur supérieure à 70,0% de la dette totale, soit 78,2% à fin 2019. La part des emprunts semi-concessionnels seront limités à 2,1% du portefeuille de la dette extérieure à fin 2019. Cela va résulter en une hausse de la part de la dette extérieure à 81,2% de la dette totale à fin 2019.

La part attribuée à la dette intérieure est ainsi évaluée à 18,8% du portefeuille à fin 2019. Particulièrement, une augmentation de la part des BTMT est prévue : de 1,6% en 2016 à 2,8% en 2019. S1 constituera le scénario de référence.

Stratégie S2 : Développement du marché de la dette intérieure : rallonger la maturité de la dette domestique en augmentant la part des Bons du trésor autre que les BTA :

- Pour les Bons du trésor à moyen terme (BTMT): 4,8% du portefeuille de la dette totale en 2019 contre 1,6% en 2016 ;
- Pour les Bons du trésor à long terme (BTLT) : 1,3% en 2019

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 80,5% du portefeuille à fin 2019.

Stratégie S3 : Recours plus important aux emprunts semi-concessionnels : augmenter la part de la dette semi-concessionnelle de 0,4% à fin 2016 à 14,2% à fin 2019 et réduire la part de la dette concessionnelle à 66,0% à fin 2019. Cela va résulter en une hausse de la part de la dette extérieure à 81,2% de la dette totale à fin 2019 comme dans S1.

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 6,6% à fin 2019 contre 1,7% en 2016
- Recourir à l'Eurobond pour doter à cet instrument une part de 5,7% dans le portefeuille à fin 2019.

En contrepartie, la part de la dette concessionnelle va baisser de 71,3% à fin 2016 à 66,0% à fin 2019 comme dans S3. Il va en résulter en une hausse de la part de la dette extérieure à 81,2% de la dette totale à fin 2018 comme dans S1 et S3.

Ainsi, 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 2019

En % du total	2016	Projection à fin 2019			
	Courant	S1	S2	S3	S4
haut concess	60,0	62,5	62,0	51,9	51,9
concess_Fixe	10,3	15,0	14,9	13,5	13,5
concess_Var	1,0	0,7	0,7	0,7	0,7
semi concess_Fixe	0,4	1,8	1,8	7,5	2,5
semi concess_Var	0,0	0,3	0,3	6,7	0,3
Commercial	1,7	0,9	0,9	0,9	6,6
Eurobonds	0,0	0,0	0,0	0,0	5,7
Avances statutaires	2,3	0,0	0,0	0,0	0,0
BTA	9,5	10,0	7,3	10,0	10,0
BTCT	1,7	0,8	0,7	0,8	0,8
BTMT	1,6	2,8	4,8	2,8	2,8
BTLT	0,0	0,0	1,3	0,0	0,0
Autres dettes	11,5	5,3	5,3	5,3	5,3
External	73,4	81,2	80,5	81,2	81,2
Domestic	26,6	18,8	19,5	18,8	18,8
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

En % du total	Projection à fin 2019				
	2016				
haut concess	2 342	3 477,7	3 452,0	2 887,6	2 887,6
concess_Fixe	402	837,5	828,0	753,3	753,3
concess_Var	37	36,7	36,7	36,7	36,7
semi concess_Fixe	16	99,5	98,6	418,1	141,7
semi concess_Var	0	18,0	17,7	373,7	18,9
Commercial	65	52,0	52,0	52,0	367,6
Eurobonds	-	0,0	0,0	0,0	315,6
Avances statutaires	92	0,0	0,0	0,0	0,0
BTA	338	556,5	406,2	556,5	556,5
BTCT	67	42,7	40,8	42,7	42,7
BTMT	64	154,3	268,3	154,3	154,3
BTLT	-	0,0	74,6	0,0	0,0
Autres dettes	447	293,5	293,5	293,5	293,5
External	2 862,7	4 521,4	4 485,0	4 521,4	4 521,4
Domestic	1 038,9	1 047,0	1 083,4	1 047,0	1 047,0
Total	3 901,6	5 568,4	5 568,4	5 568,4	5 568,4

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

Financement par instrument	Stratégie S3			Stratégie S4		
	2017	2018	2019	2017	2018	2019
Dettes extérieures	34,3%	49,1%	55,1%	34,3%	49,1%	55,1%
Hautement concessionnel	65,6%	33,8%	17,5%	65,6%	33,8%	17,5%
Concessionnel à taux d'intérêt fixe	25,8%	31,3%	17,5%	25,8%	31,3%	17,5%
Concessionnel à taux d'intérêt variable	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Semi concessionnel à taux d'intérêt fixe	7,9%	17,5%	32,5%	7,9%	6,7%	6,4%
Semi concessionnel à taux d'intérêt variable	0,7%	17,5%	32,5%	0,7%	1,2%	1,0%
Commercial	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	13,5%	28,8%
Eurobonds	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	13,5%	28,8%
Dettes intérieures	65,7%	50,9%	44,9%	65,7%	50,9%	44,9%
Avances statutaires	4,7%	0,0%	0,0%	4,7%	0,0%	0,0%
BTA	84,8%	85,5%	85,0%	84,8%	85,5%	85,0%
BT CT	4,9%	5,8%	6,5%	4,9%	5,8%	6,5%
BT MT	5,5%	8,7%	8,5%	5,5%	8,7%	8,5%
BT LT	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	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 : Analyse des résultats des 4 stratégies

o Annexe 11a : Indicateurs de coûts et de risque par stratégie à fin 2019

Indicateurs		2016	Projection à fin 2019			
		Actuel	S1	S2	S3	S4
Dettes nominale en % du PIB		39,7	49,7	49,7	49,7	49,7
Valeur actualisée nette (% du PIB)		26,3	31,2	32,1	32,9	36,3
Taux d'intérêt implicite (%)		2,0	2,6	2,6	2,6	3,1
Risque de refinancement	Durée moyenne d'échéance (ATM) portefeuille de la dette extérieure (ans)	15,4	17,3	17,2	15,6	14,8
	Durée moyenne d'échéance (ATM) portefeuille de la dette intérieure (ans)	3,7	2,8	3,6	2,8	2,8
	Durée moyenne d'échéance (ATM) portefeuille de la dette totale (ans)	12,4	14,4	14,5	13,1	12,5
Risque de taux de change	Dettes en devises (en % du total)	73,4	81,2	80,5	81,2	81,2
	Dettes extérieures en % des réserves	8,1	6,7	6,7	6,7	6,7

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

(i) Coût de la dette

Les résultats indiquent que, à fin 2019, le poids de la dette va augmenter quelle que soit la stratégie. En effet, l'endettement va connaître une croissance légèrement plus élevée que celle du PIB, pendant la période 2017-2019. Le ratio Dette nominale/PIB va s'élever à 49,7% contre 39,7% à fin 2016 pour toutes les stratégies. Concernant le ratio VAN dette/PIB, la stratégie S1 va présenter le ratio le plus faible (31,2%), suivie de S2 (32,1%). La part relativement plus importante des prêts extérieurs concessionnels à très longue maturité et à taux d'intérêt faible dans le portefeuille de la dette extérieure pour S1 et S2 justifie ces résultats. S4 est la plus coûteuse (36,3%). En effet, les prêts commerciaux sont à taux d'intérêt élevé et à moyenne maturité, entraînant des flux de paiements relativement importants et donc une VAN plus élevée. S3 se trouve dans une situation intermédiaire (32,9%).

Le niveau du taux d'intérêt moyen du portefeuille va enregistrer une hausse par rapport à la situation de 2016 puisque la part des prêts non-concessionnels, dont les taux d'intérêt sont plus élevés que ceux des prêts concessionnels, a augmenté dans le portefeuille. S4 présente le taux d'intérêt le plus élevé (3,1%) par rapport aux autres stratégies.

Le risque de taux de change augmente également quelle que soit la stratégie puisque la part de la dette extérieure augmente à fin 2019 (81,2% pour S1, S3 et S4 ; 80,5% pour S2) par rapport à fin 2016 (73,4%). Logiquement, S2 est la meilleure stratégie en ce qui concerne l'objectif de réduction de ce type de risque. Néanmoins, dans la réalité, le marché domestique est faiblement mobilisé.

(ii) Risque de refinancement

Le risque de refinancement à Fin Décembre 2019 va s'améliorer par rapport à la situation à Fin Déc. 2016. La stratégie S2 donne le risque de refinancement le plus faible (ATM = 14,5 ans), suivie de S1 (ATM = 14,4 ans) et S3 (ATM = 13,1 ans).

Ces résultats sont justifiés par la prédominance des prêts concessionnels à longue maturité dans le portefeuille de la dette extérieure dans S1 et S2 ; et l'augmentation de la part des Bons du trésor à moyen et long terme pour la dette intérieure dans S2 en particulier. Avec S1 et S2, la cible est atteinte ($ATM > 13,4$ ans). La S2 est la stratégie la plus efficace dans la réduction du risque de refinancement en raison du rallongement de maturité des titres de la dette intérieure. Cependant, à Madagascar, le marché domestique n'est pas encore assez mobilisé pour satisfaire les besoins de financement de l'Etat. En effet, il est difficile de compter sur les BTF à moyen-terme pour se substituer aux BTA à court-terme car les banques préfèrent toujours les spéculations en BTA tandis que les agents non bancaires ne sont pas encore incités à placer leur épargne dans les BTF.

La S2 est la stratégie la plus efficace dans la réduction du risque de refinancement en raison du rallongement de maturité des titres de la dette intérieure. Cependant, à Madagascar, le marché domestique n'est pas encore assez mobilisé pour satisfaire les besoins de financement de l'Etat. En effet, il est difficile de compter sur les BTF à moyen-terme pour se substituer aux BTA à court-terme car les banques préfèrent toujours les spéculations en BTA tandis que les agents non bancaires ne sont pas encore incités à placer leur épargne dans les BTF.

La stratégie S4 présente le risque le plus élevé ($ATM = 12,5$ ans), car les prêts commerciaux sont à maturité plus courte que les autres types de prêts extérieurs. Les objectifs de réduction de risque ne sont pas atteints sous S4.

(iii) *Risque de taux d'intérêt*

Comme le cas du risque de refinancement, le risque de taux d'intérêt va baisser à fin 2019 sauf pour S3 et S4. L'indicateur ATR de S2 (14,4 ans) est le plus élevé, suivi de près par celui de S1 (14,3 ans). Avec S1 et S2, la cible est atteinte ($ATR > 13,4$ ans). S1 et S2 sont les meilleures stratégies, grâce à l'importance des prêts concessionnels à longue maturité et à taux d'intérêt fixe dans le portefeuille de la dette extérieure. Particulièrement, pour S2, la part des instruments à maturité moyen et long-terme ont augmenté. Ce qui a pour conséquence une baisse plus importante de la part des dettes à refixer en 2020 (14,9% pour S1 et 12,2% pour S2 contre 17,7% en 2016).

La stratégie S3 et S4 présente des niveaux de risques les plus élevés car les prêts semi-concessionnels et commerciaux sont à maturité plus courte que les autres types de prêts extérieurs et ont des taux d'intérêt plus élevés. Les objectifs de réduction de risque ne sont pas atteints sous ces deux stratégies.

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 :

Scenario	S1	S2	S3	S4
Base	49,684	49,684	49,684	49,684
Choc de taux de change (30%)	57,716	57,716	57,716	57,716
Choc de taux d'intérêt extérieur	49,684	49,684	49,684	49,684
Choc de taux d'intérêt domestique	49,684	49,684	49,684	49,684
Choc combiné (15% de dépréciation et Choc de taux d'intérêt domestique)	53,700	53,700	53,700	53,700
Risque maximum	8,03148	8,03148	8,03148	8,03148

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

Les 4 stratégies ont le même niveau de risque (écart par rapport au scénario de base de 8,03148). Le choc de taux de change (dépréciation de 30%) a le plus grand impact sur le ratio Dette nominale/PIB (le ratio devient 57,716%), suivi du choc combiné (53,700%). Les chocs de taux d'intérêt seuls n'ont pas entraîné de variation de la valeur du ratio par rapport à la situation de base.

Scenario	S1	S2	S3	S4
Base	31,232	32,058	32,867	36,272
Choc de taux de change (30%)	36,745	37,572	41,049	35,902
Choc de taux d'intérêt extérieur	32,080	32,889	37,492	31,254
Choc de taux d'intérêt domestique	32,410	32,970	36,375	31,335
Choc combiné (15% de dépréciation et Choc de taux d'intérêt domestique)	34,427	35,244	39,897	33,592
Risque maximum	4,6706	4,6873	4,7051	4,7772

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. S4 est le plus risquée (écart de 4,7772) et S1 est la moins risquée (écart de 4,6706).

(vi) *Ratio Intérêts/PIB :*

Scenario	S1	S2	S3	S4
Base	1,084	1,098	1,111	1,285
Choc de taux de change (30%)	1,182	1,196	1,373	1,168
Choc de taux d'intérêt extérieur	1,127	1,140	1,389	1,113
Choc de taux d'intérêt domestique	1,140	1,136	1,309	1,109
Choc combiné (15% de dépréciation et Choc de taux d'intérêt domestique)	1,173	1,187	1,438	1,159
Risque maximum	0,0843	0,0845	0,0848	0,1530

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 pour S1, S2 et S3.
- Le choc combiné a le plus grand impact sur ce ratio pour S4.
- S4 est la plus risquée : écart de 0,1530 dû au choc combiné
- S1 et S2 sont les moins risquées (0,0843) suivies de S3 (0,0845)

o Annexe 11c : Arbitrage entre coûts et risque

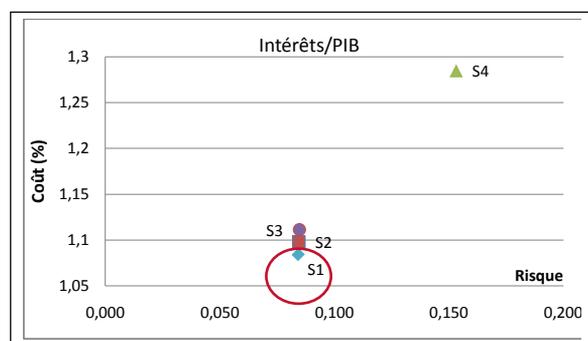
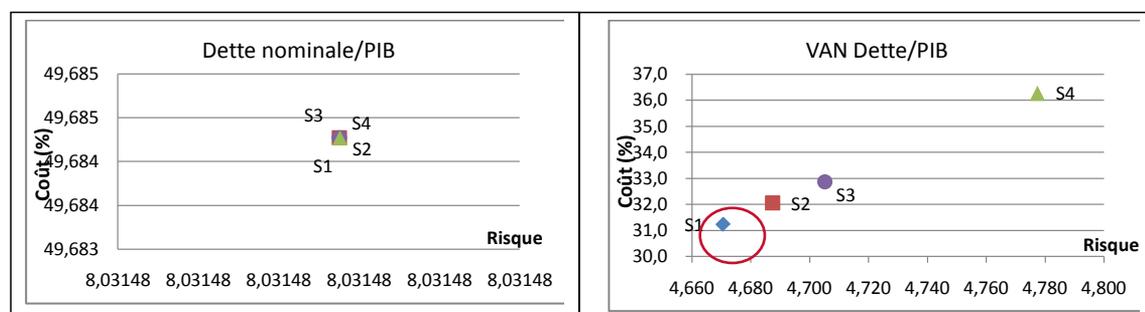
L'application des scénarii de chocs ci-dessus va aider à faire l'arbitrage entre coût et risque.

La figure 7 ci-dessous montre pour:

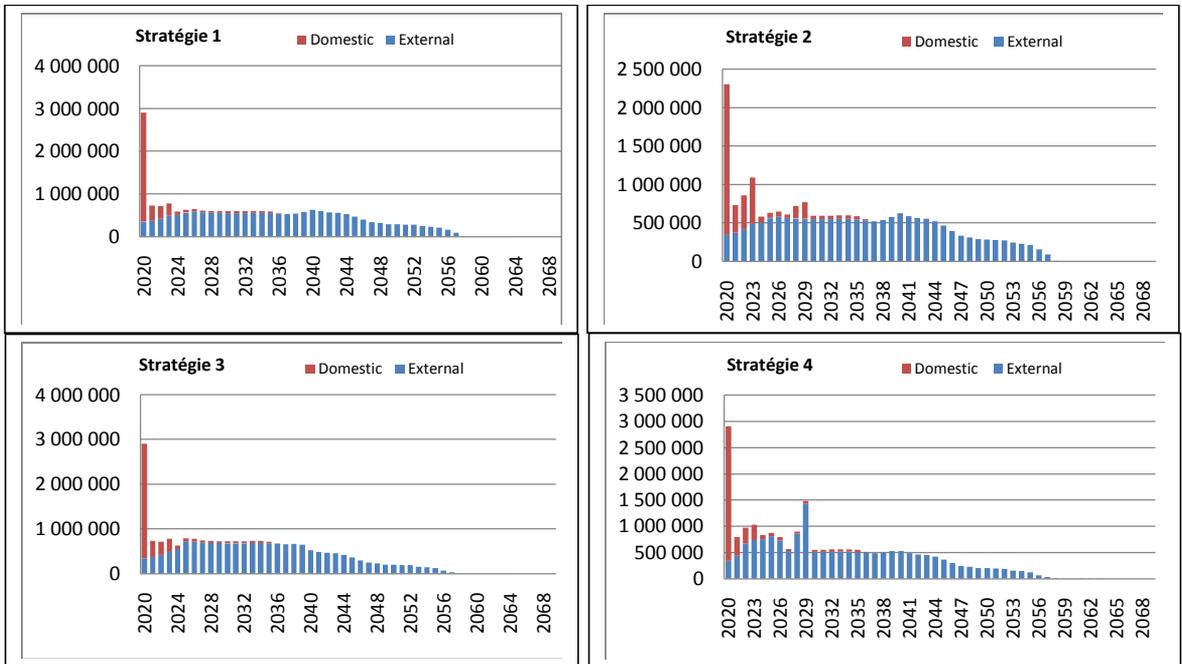
- **le Ratio Dette nominale/PIB** : un même niveau de coût pour les 4 stratégies. Puisqu'il s'agit du stock de la dette, seul le choc de taux de change a un impact significatif. A moyen terme, cet impact est le même quelle que soit la stratégie car les parts des dettes en devises sont plus ou moins égales.
- **le Ratio VAN dette/PIB** : un risque particulièrement élevé pour S4 car le portefeuille est beaucoup plus exposé à la fois au risque de change et au risque de taux d'intérêt des prêts commerciaux. S1 est à la fois la moins coûteuse et la moins risquée, suivie de S2, grâce à l'importance des prêts concessionnels. S3 se situe au niveau intermédiaire.

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 VAN, sont significatifs et différents selon la stratégie considérée.

- **le Ratio Intérêts/PIB** :
 - S1 a le plus faible coût et risque, suivie de S2. En effet, pour S1, les taux d'intérêt des prêts concessionnels qui dominent le portefeuille de la dette extérieure sont faibles. Dans S2, la part des bons du trésor à moyen et long terme est plus élevée. Or, les taux d'intérêt de ces derniers sont plus élevés. Ce qui rend cette stratégie plus chère que S1.
 - S3 se trouve en situation intermédiaire.
 - S4 a un coût et un risque les plus élevés car le taux d'intérêt des prêts commerciaux, avec des maturités plus courtes, est relativement élevé.



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



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

La figure ci-dessus montre que :

- Par rapport à la situation initiale, le pic de la première année de remboursement (2020) a augmenté quelle que soit la stratégie.
- Par rapport aux autres stratégies, S2 présente la meilleure condition car le pic en 2020 est plus faible (2 306,2 milliards MGA à rembourser à la première année). En effet, ladite stratégie consiste en un rallongement de la maturité des titres domestiques. Ce qui a permis de réduire le pic.
- Pour les autres stratégies, le pic est évalué à 2 905,5 milliards MGA.
- Pour S4 en particulier, il y a des pics de 900,6 milliards MGA en 2028 et 1 480,7 milliards MGA en 2029. Ceux-ci sont expliqués par le remboursement in fine des Eurobonds à 10 ans émis en 2018 et 2019.

En conclusion, S2 est la meilleure stratégie pour réduire le risque de refinancement, suivie de S1. Leur écart n'est pas cependant important. En effet, pour qu'il y ait une réduction considérable de ce type de risque, il faudrait une mobilisation importante du marché domestique, notamment concernant l'émission des titres à plus long terme (5 ans de maturité au minimum). Compte tenu des différentes contraintes, S1 demeure l'option la plus réaliste.



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