

# JUMBO

Rapport thématique

octobre 2007

24

Qu'est-ce qu'une dette soutenable ?  
Les enjeux de la reprise des prêts aux pays post-  
PPTE

Hélène Djoufelkit-Cottenet (économiste RCH)  
Cécile Valadier (doctorante PSE)

## Département de la Recherche



Agence Française de Développement  
Direction de la Stratégie  
Département de la Recherche

5, rue Roland Barthes  
75012 Paris - France  
[www.afd.fr](http://www.afd.fr)

## Remerciements

Nous tenons à remercier ici Daniel Cohen ainsi que nos collègues de l'AFD et en particulier Anne Paugam, Eric Bordes et Eric Beugnot qui ont participé à la réflexion sur le prêt contracyclique présenté ici.

### Avertissement

Les analyses et conclusions de ce document de travail sont formulées sous la responsabilité de ses auteurs. Elles ne reflètent pas nécessairement le point de vue officiel de l'Agence Française de Développement ou des institutions partenaires.

**Directeur de la publication** : Jean-Michel SEVERINO

**Directeur de la rédaction** : Robert PECCOUD

ISSN 1954-3123 - Dépôt légal: décembre 2007

© AFD 2007

**Maquette/mise en page** : Anne-Elizabeth COLOMBIER

## Sommaire

	<b>Introduction</b>	<b>5</b>
<b>1.</b>	<b>Enjeux théoriques</b>	<b>7</b>
<b>2.</b>	<b>Perspectives sur le cadre de viabilité de la dette et ses fondements empiriques</b>	<b>9</b>
<b>3.</b>	<b>Proposition d'un nouvel instrument de dette : le prêt contracyclique</b>	<b>13</b>
<b>4.</b>	<b>Evolution de la dette externe dans la zone franc depuis l'ippte</b>	<b>17</b>
	<b>Conclusion</b>	<b>21</b>
	<b>Bibliographie</b>	<b>23</b>

## Introduction

Une étude de Standard & Poor's parue en 2002 [14] a attiré l'attention sur l'augmentation récente du nombre de défauts souverains : six défauts en 2002 contre un en 2001. Les auteurs de cette étude anticipent une poursuite de la croissance de ce taux de défaut dans le secteur des prêts souverains pendant le reste de la décennie.

L'incertitude quant à la probabilité d'occurrence des défauts souverains sur la dette externe et à leurs conséquences est une source d'aléa moral. Cette raison est souvent invoquée comme explication au fait que de nombreux pays n'ont pas accès aux marchés financiers internationaux et que leurs besoins en termes de développement ne sont dès lors financés que par des sources officielles (dons et prêts des bailleurs bi et multilatéraux). Dans la mesure où les prêts des bailleurs officiels à destination de ces pays comportent des taux concessionnels, le taux d'intérêt qui y est attaché ne reflète pas cette probabilité de défaut comme le ferait un spread (prime de risque) pour un prêt contracté sur le marché. Pour autant, les bailleurs officiels ne peuvent pas faire abstraction de ce risque, à moins qu'ils ne possèdent une capacité de recouvrement de leurs créances supérieure à celle du marché, ce qui est peu probable au vu de la récen-

te Initiative d'Annulation de la Dette Multilatérale (IADM).

La reprise des prêts aux pays ayant bénéficié des initiatives d'annulation de la dette (Initiative pour les Pays Pauvres Très Endettés, IPSTE en 1996 et IADM en 2005) requiert à la fois d'accorder une attention particulière au concept de viabilité de la dette et d'en tirer les conséquences en termes de modes de financement de ces pays.

Plusieurs approches théoriques sont envisageables pour définir ce qu'est une dette soutenable, et toutes posent des problèmes d'application pratiques. L'approche retenue par le FMI et la Banque mondiale dans leurs analyses de viabilité de la dette n'est pas une exception à cet égard. Nous nous proposons ici de mettre en perspective les apports de la littérature théorique ainsi que les modalités pratiques de mise en œuvre d'un véritable cadre de viabilité de la dette. Une fois ces problèmes posés, nous analysons dans quelle mesure des propositions de financement innovant (le prêt contracyclique, par exemple) s'inscrivent dans ce champ de réflexion et ce qu'elles apportent au débat sur la reprise des prêts aux pays post-IPSTE et IADM. Enfin, nous proposons une analyse des évolutions de la dette externe dans la zone Franc depuis l'IPSTE.

# 1. Enjeux théoriques

La littérature théorique distingue deux notions, la solvabilité et la liquidité, pour caractériser la capacité d'un pays à servir sa dette. Celles-ci recouvrent deux réalités différentes auxquelles un pays peut se trouver confronté.

La contrainte de solvabilité intertemporelle d'un pays se définit de la manière suivante : la dette d'un pays est solvable si la dette courante ajoutée à la valeur présente de toutes les dépenses futures n'est pas supérieure à la valeur présente de tous les revenus futurs. A cet égard, l'évolution de la dette externe est liée à celle de la balance du compte courant tandis que celle de la dette publique est liée au budget de l'Etat. La solvabilité ne requiert donc pas que, à chaque instant, la dette soit égale aux revenus nets du gouvernement. Il se peut très bien qu'une dette élevée aujourd'hui soit compensée par des revenus nets futurs plus importants. Pour autant, son applicabilité est assez limitée parce que juger aujourd'hui de la solvabilité d'un pays suppose de connaître l'ensemble de ses revenus et de ses dépenses futurs. De la même manière, le concept de solvabilité ainsi défini ne dit rien sur une valeur limite d'endettement que le pays ne pourrait dépasser sous peine d'être incapable de servir sa dette puisque tout dépend de la balance de son compte courant futur (un pays avec une dette élevée aujourd'hui peut être plus solvable qu'un pays avec un faible niveau de dette, s'il est capable de générer suffisamment d'excédents dans le futur). Wyplosz [15] met en évidence le fait qu'en réalité la dette externe de nombreux pays peut rester élevée pendant des décennies, comme ce fut le cas pour la dette publique anglaise. Pendant les 300 dernières années, son ratio dette publique/PIB était égal en moyenne à 117%, avec un pic à 270% sans que jamais l'Angleterre ne fasse défaut, quand bien même, on eut pensé que le pays était insolvable.

La liquidité d'un pays débiteur fait référence à un problème différent : un pays peut être temporairement dans l'impos-

sibilité de refinancer une dette arrivant à maturité, voire d'en émettre une nouvelle. L'occurrence d'un tel événement peut conduire le pays à faire défaut même si la condition de solvabilité, définie précédemment est respectée. La liquidité d'une dette requiert donc que les ressources immédiatement disponibles d'un pays soient assez importantes à chaque moment pour couvrir les échéances en cours. Une mesure communément admise de liquidité est le ratio des réserves de change rapportées à la dette de court terme. La capacité d'un pays à servir sa dette peut ainsi s'entendre comme la réunion de ces deux conditions : solvabilité et liquidité.

Le concept de viabilité de la dette n'est pas utilisé en tant que tel dans la littérature et il n'est pas évident d'en trouver une définition précise, en-dehors de celle que propose le FMI [5]. Une dette est jugée soutenable si « l'on anticipe que l'emprunteur sera capable de servir sa dette sans une correction trop importante de la balance de ses revenus et de ses dépenses, étant donné son coût de financement. La définition de la viabilité exclut donc les situations suivantes : une restructuration de la dette est nécessaire ou anticipée, l'emprunteur continue d'emprunter indéfiniment sans que sa capacité à rembourser n'augmente, l'emprunteur vit au-dessus de ses moyens en accumulant de la dette, sachant qu'une correction majeure sera nécessaire pour honorer ses échéances ». La viabilité au sens du FMI incorpore donc les contraintes de solvabilité et de liquidité sans réelle démarcation, même si l'on peut supposer que la variable déterminante dans le cas des pays post-PPTTE sera la solvabilité du fait de leur accès limité aux marchés financiers. La condition concernant l'absence de correction majeure capture les contraintes politiques du gouvernement, qui ne peut vraisemblablement procéder à des ajustements que dans la limite de ce qui est socialement acceptable. L'accent est également mis sur le coût de financement auquel un pays a

accès, comme variable d'influence sur la viabilité de la dette. Pour les pays n'ayant pas accès aux marchés financiers, le taux d'intérêt attaché aux prêts contractés est une mesure pertinente de ce coût. Les interrogations soulevées par l'émergence de bailleurs non coopératifs prennent tout leur sens dans cette perspective : si les prêts concédés par ces bailleurs sont moins concessionnels, la viabilité au sens du FMI peut s'en trouver affectée.

A ces concepts, s'ajoute celui de vulnérabilité, à savoir le risque que les conditions de solvabilité et de liquidité soient violées et que l'emprunteur ne fasse défaut. Par exemple, l'équilibre entre recettes et dépenses peut se détériorer du fait d'une crise sur les exportations, rendant la dynamique de la dette insoutenable. La proposition de prêt contracyclique (voir III) s'inscrit dans cette perspective même : juger de la viabilité d'une dette n'est possible que dans un cadre probabiliste, en prenant en compte l'occurrence de chocs affectant l'évolution de la dynamique de la dette.

D'autres définitions de la viabilité ont été proposées, avec pour objectif de rendre le concept plus opérationnel. Par exemple, Roubini [13] remarque qu'une dynamique du compte courant telle que le ratio de la dette externe rapportée au PIB augmente de manière continue, peut être considérée comme insoutenable en pratique : les marchés financiers ou les bailleurs anticiperont que la capacité à payer du pays ou sa volonté politique d'ajustement s'amoindrent et limiteront leurs engagements dans ce pays, ce qui pourrait conduire à une situation de crise de la dette. Une condition pratique de viabilité de la dette peut consister en l'assurance que le ratio dette/PIB n'augmente pas. L'écart entre la balance courante et le surplus commercial nécessaire pour stabiliser ce ratio est la variable pertinente : ce surplus commercial doit être d'autant plus important que le ratio dette/PIB et le différentiel entre le taux d'intérêt réel de l'économie et son taux de croissance sont élevés. Cette règle de stabilisation est normative mais elle ne dit rien sur la viabilité d'un certain stock de dette au temps  $t$  : si le ratio dette/PIB est stabilisé à moyen terme, la dette est considérée comme soutenable, indépendamment de son niveau initial. Or, il se peut très bien que le ratio dette/PIB initial soit trop élevé pour envisager de manière réaliste l'ajustement nécessaire de la balance courante. Dans ce cas, l'annulation d'une partie de la dette fait sens pour préserver la viabilité.

Analyser la viabilité de la dette telle que définie précédemment suppose de mettre à jour les liens entre endettement et croissance. En effet, pour juger de la soutenabilité d'une certaine dynamique de la dette, on ne peut faire l'économie d'une réflexion sur l'évolution de la capacité à payer d'un pays, au moins à moyen terme, et la manière dont l'endettement peut jouer sur celle-ci. Selon la théorie standard, les rendements de l'investissement devraient être élevés dans les pays à faibles niveaux de capital initial. Si l'endettement externe finance des investissements productifs, alors les rendements retirés devraient couvrir à eux seuls le coût de cet endettement. La croissance induite en augmentant les revenus futurs du gouvernement permettrait de rembourser les emprunts ayant financé ces investissements. Néanmoins, pour des niveaux élevés de dette, la contribution marginale de l'endettement peut nuire à la croissance : si la dette augmente au-delà de la capacité à rembourser du pays, l'investissement peut être découragé puisque la majeure partie des bénéfices tirés des investissements productifs servirait à rembourser la dette. Ce mécanisme trouve sa source dans la littérature sur le « debt overhang », qui met en évidence une « courbe de Laffer » de la dette : pour des niveaux de dette élevés, les incitations à rembourser diminuent. De la même manière, Patillo, Poirson et Ricci [11] montrent que la dette et la croissance ont également une relation en U inversé. Leur étude quantifie la contribution relative de l'endettement à la croissance : sur leur échantillon de 93 pays en développement pendant la période 1969-1998, elle devient négative pour des valeurs du ratio dette/PIB de l'ordre de 35 à 40% et du ratio dette/exports autour de 160 à 170%<sup>1</sup>.

La section suivante détaille les modalités de mise en application du concept de viabilité de la dette telles que l'on peut les trouver dans le Cadre de Viabilité de la Dette (CVD) et en propose une analyse critique, au vu de ces enseignements théoriques.

<sup>1</sup> La dette est exprimée en valeur actuelle nette de manière à prendre en compte la nature concessionnelle de nombreux prêts.

## 2. Perspectives sur le cadre de viabilité de la dette et ses fondements empiriques

Comme nous l'avons souligné dans la section précédente, la notion de viabilité n'est pas opérationnelle en soi. Tout d'abord elle suppose de connaître les évolutions futures du compte courant, des taux d'intérêt et du PIB. Le scénario central d'une analyse de viabilité menée par la Banque mondiale et le FMI correspond donc à une projection de la dynamique de la dette<sup>2</sup>. Plusieurs tests de sensibilité aux chocs (« stress tests ») sont ensuite menés pour simuler son évolution : le taux d'intérêt, la croissance du PIB réel et la balance du compte courant sont modifiés à tour de rôle d'un demi écart-type pendant les cinq ans de la période de projection, ces trois variables sont modifiées simultanément d'un quart d'écart-type sur la même période, enfin une dépréciation de 30% du taux de change est simulée pour la première année de la projection. Une critique formulée par Wyplosz [15] tient à la standardisation de ces tests de sensibilité et à l'absence de prise en compte des possibles corrélations entre les chocs affectant une économie. Ces scénarii ont pour objectif de déterminer si les dynamiques simulées sont soutenables. Il est évident que si le

ratio dette/PIB ne montre aucun signe de stabilisation, la probabilité d'occurrence d'une crise de la dette augmente, toute la question est de savoir à quel horizon le pays ne pourra plus honorer ses échéances.

Les analyses de la dette du FMI et de la Banque mondiale utilisent donc une approche en termes de seuils pour rendre opérationnelle cette notion même de viabilité. Le CVD fixe un plafond d'endettement au-delà duquel le risque de non remboursement est jugé trop important. Le rythme d'un réendettement jugé viable est différencié en fonction de la qualité des politiques économique et institutionnelle des pays concernés. Les pays sont classés en trois groupes, en fonction de la qualité de ces politiques (estimées à partir des CPIA)<sup>3</sup> : faibles, moyennes et fortes. Chaque groupe de pays a des seuils d'endettement maximum qui lui sont propres. Les seuils d'endettement sont donc déterminés, dans le CVD, par la capacité à gérer la dette telle qu'elle est appréciée par le CPIA. Le tableau ci-dessous récapitule l'ensemble de ces seuils.

**Tableau 1. Ratios d'endettement maximal différenciés par catégorie de CPIA**

	VAN du stock dette en % de			Service de la dette en % de	
	Exportations	PIB	Recettes fiscales	Exportations	Recettes fiscales
<b>Faible qualité</b>					
CPIA < 3,25	100	30	200	15	25
<b>Qualité moyenne</b>					
3,25 < CPIA < 3,75	150	40	250	20	30
<b>Forte qualité</b>					
CPIA > 3,75	200	50	300	25	35

Source : CVD, FMI/Banque mondiale.

<sup>2</sup> Suivant l'identité comptable suivante:  $D_t = C_t - NFDI_t + (1+r_{t-1})D_{t-1} + Z_t$  où D est la dette externe nominale en dollars, C est le compte courant hors remboursement d'intérêts, NFDI sont les investissements directs étrangers nets, r est le taux d'intérêt nominal et Z représente les flux de capitaux n'augmentant pas le niveau de dette (financements exceptionnels, changements dans le niveau de réserves de change, par exemple).

<sup>3</sup> Le Country Policy and Institutional Assessment (CPIA) est un indice de notation de la qualité des politiques et des institutions d'un pays. Il est mesuré à travers une grille d'analyse comportant 16 critères, regroupés en quatre volets ayant une égale pondération : (i) la gestion économique, (ii) les politiques structurelles, (iii) les politiques pour la cohésion sociale et l'équité, (iv) la gestion publique et les institutions. Pour plus de détails, se référer au lien suivant : <http://siteresources.worldbank.org/IDA/Resources/ANNEX1CPIA.pdf>

L'approche du FMI dans ses analyses de viabilité de la dette est fondée en grande partie sur les résultats empiriques de Kraay et Nehru [9]. Cet article s'inscrit dans la littérature sur les déterminants des crises de la dette, qui modélise la probabilité d'occurrence de tels événements en fonction de variables pertinentes aux plans macroéconomique, financier et institutionnel<sup>4</sup>. L'approche par les ratios est destinée à déterminer s'il existe une discontinuité dans la relation entre les indicateurs du poids de la dette et la probabilité de défaut. Les seuils généralement identifiés sont de l'ordre de 200 à 250% pour le ratio dette sur exportations : au-delà, la probabilité de crise augmente très rapidement<sup>5</sup>. C'est exactement sur ce genre d'estimations que s'est appuyée l'initiative PPTE (le seuil d'endettement jugé insoutenable a été ensuite diminué lors de l'IPPTE renforcée en 1999 pour permettre d'inclure plus de pays).

Dans l'article de Kraay et Nehru, une situation de crise de la dette est définie par l'occurrence d'au moins un des trois événements suivants : le pays bénéficie d'un allègement de sa dette sous la forme d'une annulation ou d'un rééchelonnement, le montant des remboursements en capital et en intérêts en arriérés est supérieur à 5% du stock de dette du pays, le pays bénéficie d'un programme FMI destiné à permettre l'ajustement de la balance des paiements de type « Standby Arrangement » (SBA) ou « Extended Fund Facility » (EFF), dont le financement est supérieur à 50% du quota du FMI pour ce pays. Les variables explicatives choisies sont de trois types : des mesures de solvabilité telles que le ratio de la valeur actuelle nette (VAN) de la dette sur le PIB ou sur les exportations, le service de la dette sur les exportations, des mesures de qualité institutionnelle telles que le CPIA ou l'indicateur de gouvernance de Kaufmann, Kraay et Mastruzzi [8], et des indicateurs de chocs auxquels les pays ont été soumis tels que le taux de croissance réel du PIB en monnaie locale. Leurs résultats pointent dans le sens de la significativité de cet ensemble de variables pour expliquer la probabilité d'occurrence des crises de la dette. L'amplitude des effets partiels estimée pour les mesures de solvabilité et de qualité institutionnelle est importante. Par exemple, si les variables de gouvernance et de croissance du PIB sont maintenues à leur moyenne, la probabilité de défaut des pays dont le ratio service de la dette sur exportations se situe dans le quart inférieur de l'échantillon est seulement de 7% contre 27% pour les

valeurs de ce ratio dans le quart supérieur. Si l'on s'intéresse à l'effet du CPIA sur la probabilité de défaut, les ordres de grandeur sont très similaires, ce qui conduit les auteurs à conclure à l'importance concomitante des bonnes politiques et de la maîtrise des niveaux d'endettement. La logique du CVD se comprend au regard de ces résultats : pour un même niveau d'endettement, un pays avec une mauvaise gouvernance aura une probabilité plus grande de connaître une situation de crise de la dette qu'un pays mieux géré. Dès lors, les seuils maximaux d'endettement doivent être différenciés selon les capacités institutionnelles des pays concernés.

Néanmoins, la stratégie empirique sur laquelle le CVD s'appuie n'est pas exempte de biais potentiels. Le choix du CPIA comme indicateur de la qualité des institutions est hautement critiquable et ce pour plusieurs raisons : d'un point de vue technique, la définition de cette variable a connu plusieurs changements méthodologiques dont le passage en 1998 à une échelle à 6 niveaux (contre 5 jusque là). Cette variable n'est par ailleurs disponible qu'à partir de 1977 et la correction proposée par KN pour les années manquantes (1970 à 1976) est pour le moins frustre puisque le CPIA est extrapolé à partir des coefficients d'une régression sur le taux d'inflation du pays. Enfin, les variables explicatives sont retardées d'une année par rapport au début de la crise, dans un souci de correction du biais de simultanéité inhérent à ce type d'estimations (sans cela, il se peut très bien que la dégradation des ratios de dette ne soit que le résultat de la crise et non sa cause par exemple). Néanmoins, on peut regretter que le retard choisi ne soit que d'une année et pas de deux ou trois afin de corriger de l'endogénéité possible de ces variables avec plus de robustesse. Cela est particulièrement important dans l'interprétation du coefficient du CPIA puisqu'il s'agit avant tout d'une variable de gouvernance, influencée par les politiques menées par un pays et non pas d'un indicateur d'une situation institutionnelle pérenne. En tant que telle, cette variable tombe sous la critique faite par Glaeser,

<sup>4</sup> L'estimation d'une telle probabilité se fait sur le modèle suivant :  $P(y_{ct}=1) = \Phi(\beta'X_{ct})$ , où  $y_{ct}$  est une variable indicatrice égale à 1 lorsque le pays  $c$  est confronté à un épisode de crise de la dette à la date  $t$ , et 0 quand le pays n'est pas en crise de la dette.  $X_{ct}$  représente le vecteur des variables explicatives,  $\beta$  sont les paramètres à estimer et  $\Phi$  est la fonction de répartition de la loi normale.

<sup>5</sup> Voir Cohen (1996) [1], par exemple.

La Porta, Lopez-de-Silanes et Shleifer [4] sur les indicateurs de gouvernance utilisés comme « proxy » pour les institutions d'un pays. Il se peut très bien que la notation CPIA soit largement influencée par les difficultés liées à la dette qu'un pays traverse et non pas une de leurs causes. Il faut bien noter ici que le critère de soutenabilité tel qu'il est mis en œuvre dans le CVD (dépassement d'un seuil pertinent selon la capacité institutionnelle du pays) provient d'un type d'analyse différent de celui proposé dans la section 1, et plus en lien avec la recherche d'indicateurs précoces permettant l'anticipation des crises de la dette. Si le seuil fixé est relativement conservateur, une telle démarche est plus contraignante pour le pays que ne l'implique la définition théorique de la soutenabilité et si le seuil est trop élevé, elle vide la contrainte de son contenu. Déterminer le seuil pertinent pour un pays suppose une analyse plus fine que la classification en trois groupes mise en œuvre par le CVD dans un souci de simplicité (si l'on poussait les enseignements empiriques de la littérature sur le sujet jusqu'au bout, avec les caveat mentionnés, il faudrait assigner à chaque pays un seuil au-delà duquel son risque de défaut est jugé trop élevé). Bien entendu, cela suppose une forte hystérèse des mécanismes à l'œuvre et il est difficile d'être certain que les mêmes causes produiront les mêmes effets dans les pays. C'est tout l'enjeu de l'étude des relations entre dette et croissance, qui est laissée entièrement de côté par le CVD alors qu'elle est un déterminant majeur de la viabilité d'une certaine dynamique de la dette. On comprend bien ici l'impasse dans laquelle toute analyse de la dette effectuée dans ce cadre se trouve : l'élasticité de la croissance à l'endettement n'est pas incorporée dans les simulations alors qu'elle détermine les ressources du pays disponibles pour le service de la dette, donc sa capacité de remboursement. Par ailleurs, cette capacité de remboursement est jaugée à partir d'un critère institutionnel seul, qui détermine les ratios d'endettement limites. Dès lors, un pays qui s'endette rapidement sans changer de catégorie CPIA pourrait être jugé insolvable au sens du CVD (dépassement des seuils) sans violer la condition théorique de soutenabilité définie précédemment si ses perspectives de croissance à moyen terme sont bonnes. Le CVD met bien l'accent pour des raisons compréhensibles sur le risque de surendettement mais ce faisant, il contraint fortement une possible dynamique vertueuse de l'endettement. C'est

d'autant plus le cas que les analyses de viabilité de la dette déterminent les modalités de financement et notamment le partage prêts/dons de l'AID. En effet, lorsque l'analyse de viabilité de la dette est effectuée, les pays sont classés en quatre catégories :

Pays en crise de dette : les seuils d'endettement limites définis dans le CVD sont dépassés, le pays est en arriérés ;  
Pays en forte probabilité de crise de dette (feu rouge) : les seuils sont dépassés dans le scénario central de dynamique de la dette. L'AID et le FAD n'interviennent qu'en dons. L'AID applique une décote de 20% par rapport aux volumes de financement accordés au titre des critères usuels d'allocation aux pays de l'AID, afin de réduire l'aléa moral ;

Pays en probabilité moyenne de crise de dette (feu orange) : les seuils ne sont pas dépassés dans le scénario central mais ne résistent pas à certaines simulations de chocs. L'AID et le FAD octroient 50% de leurs financements sous forme de prêts, 50% sous forme de dons. L'AID applique une décote de 10% sur les montants versés, moins élevée que dans le cas précédent pour inciter les pays à changer de catégorie ;

Pays en faible probabilité de crise de dette (feu vert) : les ratios ne sont jamais dépassés. L'AID et le FAD n'interviennent qu'en prêts.

Le tableau 2 ci-dessous illustre cette classification pour l'ensemble des pays ayant bénéficié de l'IPTE et de l'IADM, sur la base des dernières analyses de viabilité de la dette disponibles.

Sur les 21 pays concernés par les réductions de dette, seuls 7 sont classés en risque faible de crise pour l'année fiscale 2007, alors même que la majeure partie des annulations a été comptabilisée. Pour l'année fiscale 2006, ce chiffre était de 13. Ceci pose la question de la capacité du CVD à anticiper de manière satisfaisante les évolutions de la dette. L'ambition « forward-looking » de cet instrument devrait prévenir les changements de catégorie d'une année sur l'autre à moins de supposer un endettement massif des pays (non anticipé dans les simulations de la dynamique de la dette (voir Paugam [12]) ou un changement de catégorie CPIA<sup>6</sup>.

<sup>6</sup> Voir à ce sujet les réflexions du FMI [7] sur la volatilité induite par le classement CPIA et les possibilités de lissage de cet indicateur.

Tableau 2. Impact de l'IADM sur les ratios de viabilité de la dette extérieure publique dans les différents pays.

Classification effectuée sur la base des dernières AVD disponibles

Pays/Date de la dernière AVD	Qualité des politiques, base CPIA 2005	Seuils CVD (%)	Ratio 2006 après IADM (%)	Classement « risque »	Pays/Date de la dernière AVD	Qualité des politiques, base CPIA	Seuils CVD (%)	Ratio 2006 après IADM (%)	Classement « risque »
Benin Janvier 2007	Moyenne	VAN stock/Exp. = 150	86,3	Risque modéré- Feu orange	Mali Mars 2006	Moyenne	150	95,6	Risque modéré-Feu orange
		VAN stock/PIB = 40	10,6				40	27,5	
		Service/Exp. = 20	5,5				20	6,8	
Bolivie Juillet 2006	Moyenne	150	64,5	Risque faible- Feu vert	Mauritanie Février 2007	Faible	100	42,5	Risque modéré-Feu orange
		40	23,7				30	24,2	
		20	8,1				15	5,9	
Burkina Faso Avril 2007	Forte	200	85,8	Risque modéré- Feu orange	Mozambique Juillet 2006	Moyenne	150	32,3	Risque faible- Feu vert
		50	10,6				40	12,1	
		25	5,5				20	1,6	
Cameroun Mai 2006	Moyenne	150	11,0	Risque faible- Feu vert	Nicaragua Mai 2006	Forte	200	106,3	Risque modéré- Feu orange
		40	3,0				50	42,1	
		20	4,0				25	6	
Ethiopie Mai 2006	Moyenne	150	51,9	Risque modéré- Feu orange	Niger Janvier 2007	Moyenne	150	45,6	Risque modéré- Feu orange
		40	9,0				40	7,4	
		20	5,2				20	2,3	
Ghana Octobre 2006	Forte	200	50,5	Risque modéré- Feu orange	Rwanda Juillet 2006	Moyenne	150	65,6	Risque fort- Feu rouge
		50	19,8				40	6,9	
		25	11,7				20	2,5	
Guyane Janvier 2006	Moyenne	150	87,6	Risque modéré- Feu orange	Sénégal Mars 2007	Forte	200	55,0	Risque faible- Feu vert
		40	80,2				50	13,0	
		20	3,9				25	6,2	
Honduras Décembre 2006	Forte	200	51,7	Risque modéré- Feu orange	Sierra Leone Janvier 2007	Faible	100	35,9	Risque modéré- Feu orange
		50	21,3				30	8,1	
		25	3,3				15	5,5	
Madagascar Août 2006	Moyenne	150	59	Risque faible- Feu vert	Tanzanie Novembre 2006	Forte	200	59,6	Risque faible- Feu vert
		40	14,5				50	15,6	
		20	5,3				25	5,1	
Malawi Décembre 2006	Moyenne	150	39	Risque modéré- Feu orange	Ouganda Janvier 2007	Forte	200	33,3	Risque faible- Feu vert
		40	10,9				50	4,8	
		20	16,2				25	9,9	
					Zambie Février 2006	Moyenne	150	63	Risque faible- Feu vert
							40	19,8	
							20	3,8	

Sources : FMI, AID.

D'un point de vue opérationnel, la viabilité de la dette est un concept encore mal applicable en l'état. La motivation principale des tentatives destinées à encadrer le réendettement des pays post-PPTE, telles que le CVD est avant tout d'éviter les épisodes de crise de la dette et les défauts, et cela avant tout parce que ce sont des processus longs et coûteux pour les pays concernés. Les difficultés à trouver un cadre de réflexion satisfaisant ne doivent pas nuire à la pertinence de cette intention. Néanmoins, vis-à-vis de ce souci de préservation de la viabilité de l'endettement, on ne peut faire l'économie d'une réflexion sur les modalités mêmes du réendettement. Dans le sillage de l'IADM, il est possible de tirer des

enseignements de l'échec de la stratégie des prêts concessionnels traditionnels. La vulnérabilité aux chocs est un des déterminants importants de la soutenabilité de la dette et elle n'est intégrée dans le CVD que sous la forme des tests de sensibilité, visant à simuler les évolutions d'une dynamique de la dette par ailleurs déterministe au regard des prévisions faites sur le scénario central. Une approche nécessaire, tout en étant complémentaire, de ce problème nous semble être de réfléchir à des politiques d'endettement innovantes. Nous proposons dans la partie suivante un exemple d'instrument de prêt qui permettrait ex ante de préserver la soutenabilité de l'endettement des pays post-PPTE.

### 3. Proposition d'un nouvel instrument de dette : le prêt contracyclique

Les pays à faible revenu sont relativement plus touchés par des chocs exogènes sur leurs économies que les autres<sup>7</sup>. La volatilité de ces économies provient de plusieurs sources, telles que les variations de prix des matières premières qu'ils exportent ou importent, les chocs climatiques, ou les conflits politiques. L'effet de cette volatilité sur les politiques d'endettement des pays à faible revenu est une question de première importance puisque le service de la dette (dépense en devises) est un des postes de la dépense publique le plus susceptible d'être affecté par un choc sur les exportations (ressources en devises). L'adaptation du service de la dette aux chocs dans une perspective contracyclique (i.e. réduction du service de la dette en cas de choc négatif et augmentation en cas de choc favorable) semble être un bon moyen de passer à une gestion ex ante du risque induit par la volatilité et pesant sur la viabilité de l'endettement. Il s'agit ici de tirer les leçons des crises de la dette passées en intégrant aux prêts une clause suspensive destinée à leur permettre d'amortir le choc et d'éviter l'enchaînement crise de liquidité/crise de solvabilité<sup>8</sup>.

L'idée sous-jacente au prêt contracyclique est de transformer la période de grâce d'un prêt concessionnel traditionnel en une période de grâce fixe et une période de grâce "flottante", que le pays peut appeler en cas de mauvais choc sur son économie. Les périodes de grâce de ces prêts traditionnels sont longues (10 ans pour les prêts de l'AID, par exemple) et permettent de dégager des marges de manœuvre conséquentes. Par ailleurs, une longue période de grâce contient des incitations perverses puisqu'un gouvernement peut être tenté de ne pas internaliser la contrainte d'un remboursement différé au moment où il contracte ce type de prêt. Une telle modification permet de lier étroitement la capacité à payer d'un pays et le calendrier de ses remboursements. En cela, elle remplit une fonction de lissage qui, par nature, augmente le bien-être du pays.

Nous définissons un choc comme la baisse des revenus d'exportation d'un pays une année donnée en-dessous de 95% de leur moyenne des cinq dernières années. Une telle mesure permet de distinguer un choc négatif sur les revenus d'exportation d'une potentielle tendance décroissante de ces revenus (l'objet de l'instrument est de corriger les effets de la volatilité du revenu sur la capacité à rembourser la dette et non pas sa baisse permanente). Le but d'un tel instrument n'est pas d'éliminer ou de réduire l'exposition des pays à faibles revenus aux chocs d'exportations, ce qui nécessite des réformes plus structurelles. Il n'a pas vocation non plus à compenser les pertes subies par un pays comme dans un schéma assurantiel mais simplement d'empêcher l'ajout de difficultés liées au service de la dette à celles liées à la crise sur les exportations. Ce faisant, il est possible de désamorcer l'accumulation d'arriérés de paiement qui pèseraient ensuite sur la viabilité de l'endettement du pays.

Le prêt que nous avons calibré a une maturité de trente ans, et comporte une période de grâce fixe de cinq ans et une période de grâce « flottante » de cinq ans minimum. Cette grâce flottante peut être appelée à n'importe quel moment du prêt entre la sixième et la trentième année sous la forme d'échéances semestrielles en cas de choc sur les exportations. Si le pays ne subit aucun choc pendant la durée du prêt, cette période de grâce « flottante » lui est rendue sous la forme d'une prise en charge des dernières annuités dues.

<sup>7</sup> Varangis P., Varma S., DePlaa A., Nehru V. Exogenous shocks in LICs: economic policy issues and the role of the international community, The World Bank, mimeo, 2004.

<sup>8</sup> Voir Cohen, Djoufelkit, Jacquet, Valadier [2] pour plus de précisions sur les modalités du prêt contracyclique et ses fondements.

Nous avons calibré deux options concernant le taux d'intérêt attaché au prêt. Avec un taux d'intérêt à 1%, dans le pire des cas (si le pays subit des chocs d'exportation au sens défini précédemment pendant cinq ans d'affilée tout de suite après la période de grâce initiale fixe), le prêt est identique ex post à un prêt avec une période de grâce initiale de dix ans. Si ce n'est pas le cas, le remboursement anticipé par rapport à cette situation de référence (dès la sixième année) constitue un effort financier de la part du pays et le nombre de suspensions possibles de remboursement en capital augmente à hauteur du taux de rémunération des marchés financiers. Avec une hypothèse sur le taux de rémunération des marchés financiers à 3,5% (conditions de marché actuelles) et, dans le cas extrême où le pays ne fait jamais jouer sa grâce flottante, le prêt sera soldé à la fin de la vingt-troisième année (soit sept ans de grâce flottante utilisés à la fin du prêt). Un taux d'intérêt de 1,5% permet d'accroître la flexibilité du mécanisme en augmentant le nombre de suspensions possibles. Par exemple, si des chocs sur les exportations se produisent tout de suite après la période de grâce initiale fixe, le pays peut suspendre ses remboursements pendant six ans d'affilée (contre cinq avec un taux d'intérêt de 1%). Dans l'autre cas limite, où le pays ne fait pas usage de sa grâce flottante, le prêt peut être soldé dès la vingt-et-unième année (soit neuf ans de suspension en fin de prêt). Le tableau 3 récapitule les marges de manœuvre induites par un tel mécanisme.

Il est donc possible de garantir ex ante au pays la prise en charge a minima de cinq années de chocs quel que soit le moment où ceux-ci ont lieu. Selon les conditions prévalant sur les marchés financiers et le moment où la grâce est appelée, le pays bénéficiera de plus de suspensions ou bien de la prise en charge de ses dernières échéances. Un pays à la conjoncture très volatile peut choisir de payer un taux d'intérêt plus élevé (1,5%) pour « acheter » plus de suspensions : six annuités au lieu de cinq si le tirage a lieu tout de suite après le différé initial ; neuf annuités au lieu de sept si aucun choc n'a lieu au cours du prêt.

Dans un souci de traitement égalitaire des pays et pour répondre au problème de l'aléa moral, toute mutualisation entre les pays est exclue de ce mécanisme. Par rapport à un pays qui exercerait tout de suite sa faculté de suspension dans les cinq années après le différé, le pays qui commence à rembourser plus tôt se constitue un droit à différé supplémentaire, sur lequel il peut puiser en cas de choc au-delà des cinq années minimales. Par ailleurs le taux de concessionnalité d'un tel prêt varie peu quel que soit le moment où la grâce est appelée.

D'un point de vue opérationnel, la question du déclencheur du mécanisme de suspension est cruciale. Le critère choisi ici est celui des revenus d'exportation et cela pour plusieurs raisons. Les revenus d'exportations (prix en euros × volume) sont la source principale de revenus en devises d'un pays, ils constituent de ce fait un indicateur pertinent

**Tableau 3. calculs réalisés sous l'hypothèse d'une rémunération des placements financiers à 3,5%**

	Nombre d'années de suspension accordées en début de prêt	Durée effective du prêt si aucun choc	Exemple de nombre d'années de suspensions en cas de chocs aléatoires <sup>9</sup>
Durée: 30, Différé: 5, Taux: 1%	5	23	6
Durée: 30, Différé: 5, Taux: 1,5%	6	21	8,5

<sup>9</sup> Le nombre d'années de suspension est illustratif d'un scénario intermédiaire où les chocs se produisent de façon aléatoire entre les années 6 à 30.

de sa capacité à payer une dette en devises. Le ratio dette/exportations fait ainsi foi dans les analyses de viabilité de la dette menées par le FMI et la Banque Mondiale aux côtés du ratio dette/PIB. Par rapport à un indicateur de volatilité du cours des matières premières (disponible instantanément et non manipulable par le pays), un tel indicateur présente l'avantage de refléter aussi bien les chocs sur les prix que sur les quantités. En effet, il a été montré que la volatilité des cours n'explique qu'une partie de la volatilité des revenus d'exportations<sup>10</sup>. L'absence de choc sur les prix ne garantit pas que la capacité à payer du pays (mesurée par ses revenus d'exportations) soit intacte : elle peut avoir baissé suite à une baisse de la production (à la suite d'une sécheresse par exemple). Par ailleurs, le choix d'un tel indicateur ne préjuge pas de l'évolution de la structure des exportations du pays considéré. Un indicateur basé sur le prix des matières premières diminue les incitations du pays à diversifier ses exportations vers des biens manufacturés par exemple.

L'obtention des données de revenus d'exportations est soumise à deux contraintes majeures : la disponibilité et la fiabilité. Le problème de la fiabilité concerne la possibilité qu'un pays de manipuler ses données commerciales pour bénéficier des suspensions (aléa moral). Ce problème reste circonscrit dans la mesure où d'autres préoccupations incitent un pays à comptabiliser et reporter rigoureusement ses revenus d'exportations. On peut penser par exemple à l'importance des taxes douanières dans le revenu des Etats. De plus, un bon moyen de contourner cet obstacle est d'utiliser des statistiques miroirs (valeur des importations des partenaires commerciaux). Le problème de la disponibilité des données est plus contraignant puisqu'un instrument contracyclique doit pouvoir être déclenché rapidement. L'obtention avec des délais réduits des statistiques d'exportation des pays concernés est cruciale du point de vue de l'efficacité du mécanisme.

La base de données Global Trade Atlas (GTIS, Inc.) fournit les statistiques douanières d'importation de marchandises de 68 pays dans le monde sur une base mensuelle. Elle couvre les principaux partenaires commerciaux des pays exportateurs concernés par le prêt contracyclique (OCDE, Asie, Amérique Latine). Le délai d'obtention des données mensuelles varie de deux à six mois et les mises à jour sont faites sur une base régulière. Les exportations de marchan-

dises constituent la quasi-totalité des exportations totales des pays ciblés (pays post-PPTE).

La vulnérabilité particulière des pays à faibles revenus aux chocs exogènes est responsable en partie de leur faible croissance mais elle menace aussi leur capacité à servir leur dette sans interruption. Les chocs sur les exportations sont un des déterminants des crises de la dette et il est vraisemblable qu'ils joueront à nouveau un rôle dans le futur. La prise en compte de cette vulnérabilité spécifique nous conduit à proposer ce type d'instrument innovant pour ne pas refaire les erreurs du passé. Comme nous l'avons montré plus haut, les réflexions sur la viabilité de la dette se concentrent essentiellement sur le niveau d'endettement d'un pays. Nous pensons qu'il est également important de réfléchir à des politiques d'endettement permettant de faire face à des détériorations soudaines des ratios de soutenabilité et de désamorcer leurs effets néfastes sur la capacité d'un pays à rembourser sa dette. Une stratégie de prêt qui internalise la volatilité des revenus d'exportations si elle préserve les incitations a plus de chances d'empêcher un bon nombre de crises de la dette que les prêts traditionnels, au moins pour la bonne raison qu'elle introduit sans coût de la flexibilité dans la structure des remboursements, permettant au pays de lisser ses remboursements en fonction de sa conjoncture. Néanmoins, une telle rénovation des prêts souverains ne peut être efficace que si la plupart des bailleurs sont prêts à adopter des stratégies de prêt équivalentes et à coordonner leurs efforts pour préserver la viabilité de la dette des pays.

<sup>10</sup> Gilbert, C. et A. Tabova, *Commodity Prices and Debt Sustainability*, Group of Research and Analysis on Development, Discussion Paper N° 4, 2004.

## 4. Evolution de la dette externe dans la zone franc depuis l'ippte

Nous nous proposons dans cette section d'étudier les évolutions de la dette externe dans la Zone Franc depuis 1996 (IPPTE) en regard des débats actuels sur la soutenabilité de la dette. Six pays de la Zone Franc ont d'ores et déjà bénéficié des initiatives d'annulation de la dette : le Bénin, le Burkina Faso, le Cameroun, le Mali, le Niger et le Sénégal. Le Tchad, la Guinée-Bissau et la République du Congo sont en phase intérimaire de l'IPPTE renforcée (entre le point de décision et le point d'achèvement). Enfin, la République Centrafricaine, les Comores, la Côte d'Ivoire et le Togo n'ont pas encore atteint le point de décision<sup>11</sup>.

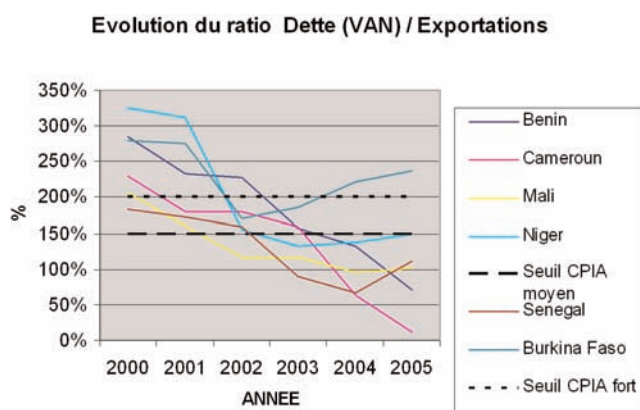
La comparaison des pays de la zone franc ayant bénéficié des réductions de dette avec les autres pays de la zone permet-elle de tirer des enseignements quant aux implications de ces initiatives en termes de viabilité ? Il faut tout d'abord remarquer que pour l'année fiscale 2007, seuls deux pays sur six sont classés en « risque faible de crise de la dette » par les analyses de viabilité de la Banque

mondiale et du FMI : le Sénégal et le Cameroun, tandis que les autres sont classés dans la catégorie « risque modéré ». Ceci laisserait à penser que soit les réductions de dette n'ont pas été suffisantes pour corriger le surendettement de ces pays, soit elles ont laissé des marges de réendettement rapidement exploitées par les pays en question et ayant conduit à une augmentation rapide des niveaux de dette, soit les perspectives de croissance du PIB et des exportations ne sont pas assez élevées en comparaison de la dynamique de la dette. Pourtant, depuis 1996, les indicateurs des niveaux d'endettement montrent d'importantes améliorations pour l'échantillon des pays ayant bénéficié de l'IPPTE et de l'IADM. Les graphiques 1 à 3 se basent sur les données disponibles dans le Global Development Finance 2007 et retracent l'évolution des ratios pertinents dans le CVD pour l'ensemble de ces pays. A titre indicatif, sont également indiqués les seuils correspondants aux catégories de CPIA<sup>12</sup>.

<sup>11</sup> La communauté internationale s'est engagée dans un processus global de désendettement des pays pauvres dès 1996 en lançant l'Initiative des pays pauvres et très endettés (IPPTE). Pour être éligible, un pays doit satisfaire les critères suivants : i) être un pays emprunteur de l'AID ii) avoir accumulé une dette insoutenable, au-delà des mécanismes d'allègement traditionnels iii) avoir mis en œuvre de bonnes politiques macro-économiques au sein de programmes FMI ou AID iv) avoir développé un document stratégique de réduction de la pauvreté (DSRP). Lorsque ces critères sont atteints, le FMI et l'AID décident de l'éligibilité du pays aux allègements de dette : c'est le point de décision. Le pays commence alors à bénéficier d'une réduction de sa dette intérimaire, affectant le service de la dette courant. Pour bénéficier de l'allègement total et irrévocable, le pays doit continuer à mener de bonnes politiques économiques et mettre en œuvre son DSRP pendant au moins un an : c'est le point d'achèvement.

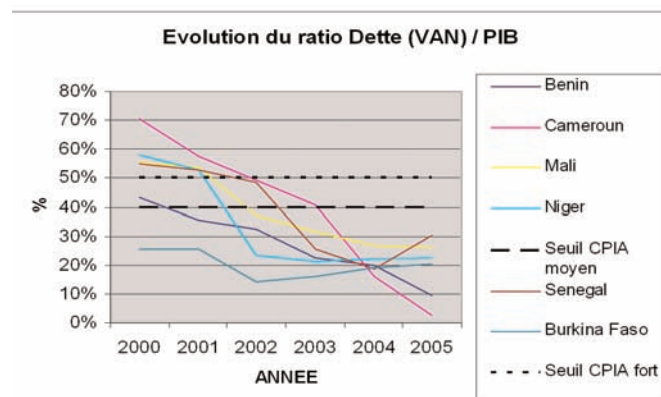
<sup>12</sup> Le Burkina Faso et le Sénégal sont classés dans la plus haute catégorie du CPIA (« forte capacité de gestion »), tandis que les autres sont dans la catégorie intermédiaire (« capacité de gestion moyenne »)

Graphique 1.



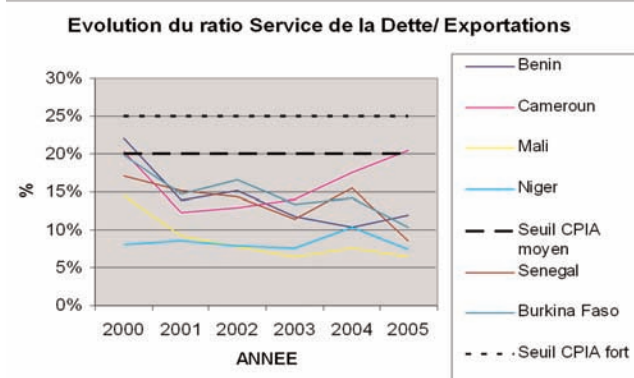
Source : GDF et WDI 2007.

Graphique 2.



Source : GDF et WDI 2007.

Graphique 3.

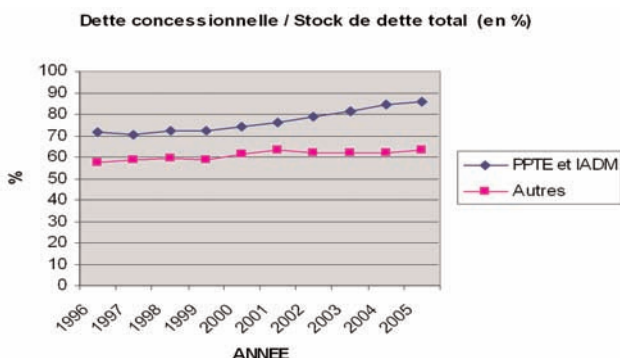


Source : GDF et WDI 2007.

On constate dans tous les cas, une diminution importante de ces indicateurs du fardeau de la dette pour les six pays, qui restent pour la plupart sous les seuils pertinents (ces données ne sont disponibles que jusqu'en 2005, il faut donc plus interpréter les évolutions dynamiques que les considérer comme un état des lieux à l'heure actuelle. Les effets de l'IADM ne sont sans doute pas pleinement comptabilisés, et les données pour les années 2006 et 2007 pourraient changer la vision d'ensemble).

Les créanciers du Club de Paris ont exprimé leurs inquiétudes concernant l'émergence de nouveaux bailleurs, dits non coopératifs (voir FMI, 2006 sur le problème du free-riding) dans les pays ayant bénéficié des réductions de dette. Si les pays mettent à profit les marges de manœuvre dégagées par l'IADM pour se réendetter à des conditions non concessionnelles, ces pratiques sont susceptibles d'affecter la viabilité de la dette. Néanmoins, il faut souligner ici le manque d'informations quant aux pratiques des bailleurs émergents et s'abstenir de généralisations hâtives. Une façon simple d'étudier cette question est de mettre à jour des évolutions potentielles dans la composition du stock de dette externe des pays post-PPTE. Le graphique 4 décompose la part de la dette concessionnelle dans le stock total de dette pour le groupe de pays de la zone franc ayant bénéficié des réductions de dette et pour les autres. On constate tout d'abord que la majeure partie de la dette des pays de la Zone est concessionnelle mais elle l'est relativement plus pour les pays IPSTE et IADM (entre 71 et 86 %). De plus, on observe une augmentation relative de la part de la dette concessionnelle dans le stock de dette total pour ces pays-là, alors que cette part reste relativement constante sur la décennie pour les autres (entre 58 et 63%).

Graphique 4.

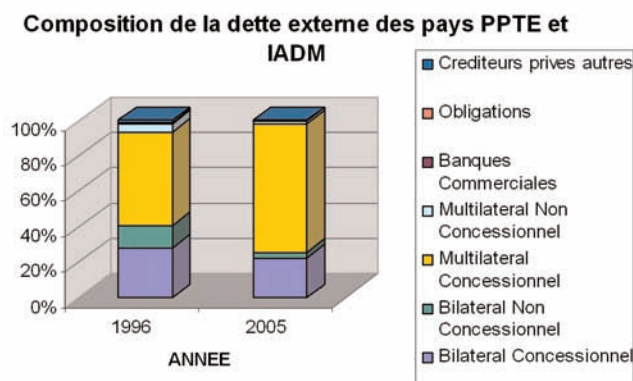


Source : GDF et WDI 2007.

Un indicateur plus fin des évolutions à l'œuvre dans la composition de la dette externe des pays de la zone est proposé dans les graphiques 5 et 6. Ils décomposent le stock de dette externe publique du pays en fonction de la nature des créanciers et des termes de leurs prêts pour chacun des deux groupes de pays. A chaque fois, les chiffres présentés correspondent aux années 1996 et 2005, de manière à mettre l'accent sur les changements depuis l'IPPTE.

Pour les pays de la zone franc IPSTE et IADM, on observe une augmentation de la part de la dette concessionnelle dans le stock de dette total, ce qui corrobore le graphique précédent. A l'intérieur de cette catégorie, c'est la dette multilatérale qui a le plus augmenté, tandis que la dette bilatérale concessionnelle a connu un recul. L'importance relative des dettes bilatérales et multilatérales non concessionnelles a par ailleurs fortement diminué. On constate également ici que la part des obligations, des prêts commerciaux et des autres créanciers privés reste marginale et ne montre aucun signe d'accroissement entre 1996 et 2005.

Graphique 5.

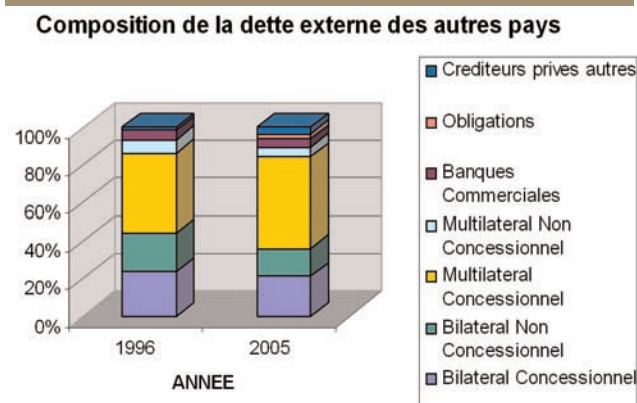


Source : GDF et WDI 2007.

Pour les pays n'ayant pas encore bénéficié des réductions de dette (graphique 6), on observe une légère augmentation de la part de la dette multilatérale concessionnelle aux dépens de la dette bilatérale concessionnelle ou non. Néanmoins, la part des créanciers privés est plus importante que pour l'autre catégorie de pays, avec une augmentation de la part des obligations et des autres créanciers privés déjà perceptible en 2005.

Au total, cette décomposition par type de créanciers ne permet pas de conclure à une augmentation des « pratiques d'emprunt à risque » parce que réalisées à des termes moins concessionnels, au moins jusqu'à 2005, pour les six pays de la zone franc PPTE et IADM. Les autres pays de la zone connaissent des évolutions dans le sens d'une augmentation de la part des créanciers privés, mais la part de dette concessionnelle dans leur stock total de dette reste assez stable sur la période.

Graphique 6.



Source : GDF et WDI 2007.

## Conclusion

Si la notion de viabilité de la dette recouvre plusieurs définitions théoriques précises (solvabilité et liquidité, vulnérabilité etc.), son application opérationnelle n'est pas sans problème. Les critères de viabilité de la dette tel qu'ils sont mis en œuvre dans le CVD (dépassement d'un seuil pertinent selon la capacité institutionnelle du pays) proviennent de deux types d'analyses relativement différents : la détermination d'une dynamique de la dette sous certaines hypothèses et l'intégration d'indicateurs précoces permettant l'anticipation des crises de la dette sous la forme de seuils d'endettement jugés soutenables. Cette approche peut susciter des critiques, laissant à penser que le CVD doit

avant tout être un outil de coordination entre bailleurs et pouvoir s'adapter aux enjeux de la reprise des prêts dans les pays post-PPTE. A l'intérieur de ce champ de réflexion sur la viabilité de la dette, nous proposons un mécanisme de prêt contracyclique destiné à préserver en amont la capacité à payer d'un pays et à éviter l'accumulation des tensions sur la dette en cas de choc exogène sur son économie. Enfin, nous étudions quelques évolutions de la dette externe dans les pays de la zone franc depuis l'IPTE, afin de déterminer l'impact de ces initiatives sur les niveaux d'endettement et de voir si leurs évolutions sont compatibles avec la définition de la viabilité du CVD.

## Bibliographie

- [1] COHEN, D. (1996), « The Sustainability of African Debt », World Bank Policy Research Department Working Paper N°1691
- [2] COHEN, D., DJOUFELKIT-COTTENET H., JACQUET P. et C. VALADIER (2007), « Lending to the poorest countries? A new counter-cyclical debt instrument », *Afrique Contemporaine* (à paraître)
- [3] DJOUFELKIT-COTTENET H. et M. RAFFINOT (2007), « Viabilité de la Dette et Perspectives de Réendettement dans les Pays Africains dans un Contexte Post-PPTE », *Afrique Contemporaine* (à paraître)
- [4] GLAESER, E., LA PORTA, R. LOPEZ-DE-SILANES, F. et A. SHLEIFER (2004), « Do Institutions Cause Growth ? » NBER Working Paper N° W10568
- [5] IMF (2002), *Assessing Sustainability*
- [6] IMF/World Bank (2004), *Debt Sustainability in Low-Income Countries: Further Considerations on an Operational Framework and Policy Implications*
- [7] IMF (2006), *Applying the Debt Sustainability Framework for Low-Income Countries Post Debt Relief*
- [8] KAUFMANN, D., KRAAY, A. et M. MASTRUZZI (2006), *Governance Matters V: Governance Indicators for 1996-2005*, The World Bank
- [9] KRAAY, A. et V. NEHRU (2006), « When is External Debt Sustainable? » *The World Bank Economic Review* 20 (3), pp. 341-365
- [10] MANASSE, P., ROUBINI, N. et A. SCHIMMELPFENNIG (2003), « Predicting Sovereign Debt Crisis », *IMF Working Paper* 03/221
- [11] PATILLO, C., POIRSON, H. et L. RICCI (2002), « External Debt and Growth », *IMF Working Paper* 02/69
- [12] PAUGAM A. (2007), *Comments on the Debt Sustainability Framework* (contribution au séminaire des bailleurs), AFD, Paris, 15 mars
- [13] ROUBINI, N. (2001), « Debt Sustainability: How to Assess Whether a Country is Insolvent », Stern School of Business, New York University, *mimeo*.
- [14] STANDARD AND POOR'S (2002), *Sovereign Defaults: Moving Higher in 2003?*
- [15] WYPLOSZ, C. (2005), « Debt Sustainability Assessment: The IMF Approach and Alternatives », HEI Working Paper N°03/2007, Graduate Institute of International Studies.