

# Une boussole stratégique pour traverser la crise de la dette du Sénégal

Comment citer ce papier : Ndiaye, A. & Kessler, M.: "Une boussole stratégique pour traverser la crise de la dette du Sénégal", Finance for Development Lab. Note d'analyse. [Lien](#)

Mots Clés : Dette publique et finance internationale, Sénégal

Codes JEL : F34, O55, H63

Abdoulaye Ndiaye (NYU Stern School of Business)

Martin Kessler (FDL)

**Document de travail 31**

Janvier 2026

## About Finance for Development Lab

Le Finance for Development Lab est un groupe de réflexion économique indépendant et non partisan qui se consacre à la mise en place d'un système financier international plus équitable et plus efficace. Agissant comme une plateforme de discussion politique, le Lab collabore avec des groupes de réflexion, des chercheurs et d'autres acteurs clés du Sud afin de formuler des propositions politiques constructives et innovantes.

Le Lab est hébergé par le CEPREMAP, un institut de recherche français de premier plan situé au sein de l'École d'économie de Paris. Ses travaux sont dirigés par le comité de pilotage, un groupe d'une quinzaine d'experts et d'institutions d'Afrique, d'Amérique latine et d'Asie. Ses membres fondateurs sont les institutions suivantes, auxquelles s'ajoute un groupe d'experts individuels.

Si les membres du comité de pilotage discutent et orientent nos recherches, les rapports du FDL ne reflètent que les opinions de leurs auteurs.

### Le membres du comité de pilotage :



Les lecteurs sont encouragés à utiliser et à diffuser le contenu de cette publication, mais pas à des fins commerciales. FDL demande que toute citation soit accompagnée d'une mention appropriée et d'un lien vers la ressource originale sur le site web de FDL lorsqu'elle est citée en ligne. Les points de vue, réflexions et opinions exprimés dans ce document sont ceux de l'auteur (ou des auteurs) et ne reflètent pas nécessairement ceux de FDL ou de ses partenaires.

Remerciements : Nous remercions Lili Vessereau et Thomas Morgan pour leurs contributions à cet article. Les commentaires de Adil Ababou, François Bourguignon, Ishac Diwan, Sean Hagan, Daouda Sembene et Babacar Sène ont aidé à améliorer ce rapport.

# Sommaire

---

<b>Introduction</b>	<b>4</b>
1. Une crise de la dette inattendue	6
1.1. Comment la crise est-elle survenue ?	6
1.2. Quel est le coût et la composition de la dette sénégalaise ?	8
2. Mécanismes d'une crise de la dette	12
2.1. Éléments classiques d'une crise de la dette : dégradations, déclarations, défaut de paiement	12
2.2. Documentation sur le surendettement : généralement reconnu trop tard, trop peu, peut être très coûteux pour le développement	12
3. Quelles sont les différentes options ?	15
3.1. Option 1 : Rembourser, avec ou sans le FMI ?	15
3.2. Option 2 : Restructuration	21
4. Leçons à tirer des fragilités budgétaires dans le contexte des unions monétaires	25
<b>Conclusion</b>	<b>27</b>
<b>Annexe</b>	<b>29</b>
<b>Références</b>	<b>31</b>

---

---

## Résumé

---

**Avec une dette publique avoisinant les 130 % du PIB, les options du Sénégal sont limitées : il n'existe pas de solution idéale.** Ce rapport passe en revue les contraintes et les choix difficiles auxquels le gouvernement est confronté dans la gestion de la crise de la dette. Nous explorons deux voies possibles.

**Dans la première approche, le gouvernement chercherait à éviter à tout prix une restructuration.**

Pour que la dette reste viable, il devrait maintenir une politique budgétaire extrêmement rigoureuse pendant une longue période et refinancer la dette existante à des taux d'intérêt très bas. Nous quantifions ces deux efforts et montrons qu'une telle stratégie pourrait fonctionner, mais dans le cadre d'hypothèses très restrictives et, dans une certaine mesure, peu probables : le niveau de consolidation attendu risquerait de nuire à la croissance économique et serait contre-productif, voire politiquement insoutenable. De plus, le niveau de soutien bilatéral ou multilatéral devrait être substantiel : ce n'est qu'en s'assurant le soutien de partenaires prêts à prendre des risques à des taux d'intérêt bas que le Sénégal pourrait refinancer sa dette arrivant à échéance en 2026 et 2027. Cela nécessiterait également un financement net important de la part des banques régionales, transférant ainsi les risques à l'union monétaire.

**Dans la deuxième approche, le gouvernement chercherait à négocier avec ses créanciers extérieurs bilatéraux et privés afin de restructurer sa dette dans le cadre d'un programme du FMI.**

Nous estimons que cela pourrait être réalisé grâce à un ajustement budgétaire moins radical que dans le scénario précédent, où la restructuration est évitée. Il chercherait à éviter d'impliquer les prêteurs régionaux, arguant que cela aggraverait les perspectives du pays et même celles de ses créanciers extérieurs.

Une telle stratégie impliquerait également de mobiliser la communauté internationale par le biais de nouveaux prêts multilatéraux concessionnels, ainsi que des engagements politiques de haut niveau de la part de ses principaux créanciers bilatéraux, la France et la Chine, afin d'obtenir un allègement rapide et complet de la dette, comparable à celui obtenu par les créanciers privés. Elle nécessiterait également un renforcement de la surveillance budgétaire et prudentielle au sein de la zone.

**Nous estimons que, même si les pressions en faveur du remboursement sont considérables, la littérature économique nous enseigne que les coûts liés au report d'une restructuration sont plus élevés.**

## Introduction

**La situation au Sénégal constituera certainement le prochain test majeur pour le système financier international.** Avec une dette publique avoisinant 130 % du PIB, éviter une crise dramatique nécessitera un soutien international considérable. La situation est-elle différente cette fois-ci ? Le gouvernement peut-il se permettre d'éviter une restructuration de la dette, soutenue par une austérité sans précédent, un soutien concessionnel substantiel et une monnaie indexée au sein d'une union monétaire ? Et qu'il le puisse ou non, devrait-il le faire, compte tenu des coûts que cela implique ?

**L'alternative, qui consiste à négocier avec les créanciers un allègement de la dette, est tout aussi peu attrayante.** Le système de restructuration de la dette s'est révélé inefficace et complexe, entraînant des processus longs qui excluent largement les pays du crédit international. Des récentes réformes du « Cadre Commun » (le cadre de négociation du G20 pour traiter les dettes des pays surendettés) pourraient accélérer le processus, mais elles n'ont pas encore été testées.

**Ce rapport vise à évaluer les options disponibles et à clarifier les conséquences de chacune d'elles.** Il s'appuie sur la littérature économique liée aux crises de la dette. Un message central de l'analyse de situations similaires est que les gouvernements sont souvent tentés d'espérer éviter une renégociation, mais que repousser un défaut inéluctable peut s'avérer extrêmement coûteux pour eux, pour le système financier du pays et, en fin de compte et de manière encore plus importante, pour le développement humain et le bien-être de ses citoyens.

**Nous émettons également des recommandations à l'intention la communauté internationale.** Aider un pays à refinancer une dette insoutenable par de nouveaux emprunts peut s'avérer contre-productif. Si le Sénégal choisissait de restructurer, un soutien considérable est nécessaire de la part du FMI et des partenaires internationaux. Les créanciers bilatéraux devraient s'engager diplomatiquement à haut niveau pour accélérer le traitement de leurs créances. De son côté, le FMI devrait proposer un programme limitant la consolidation nécessaire dans le court terme. Le système devrait fournir de nouveaux financements importants après la restructuration. Quant à la zone UEMOA, elle devrait renforcer ses institutions afin de faire face aux conséquences à court terme, de prévenir la contagion et d'éviter que de telles crises ne se reproduisent.

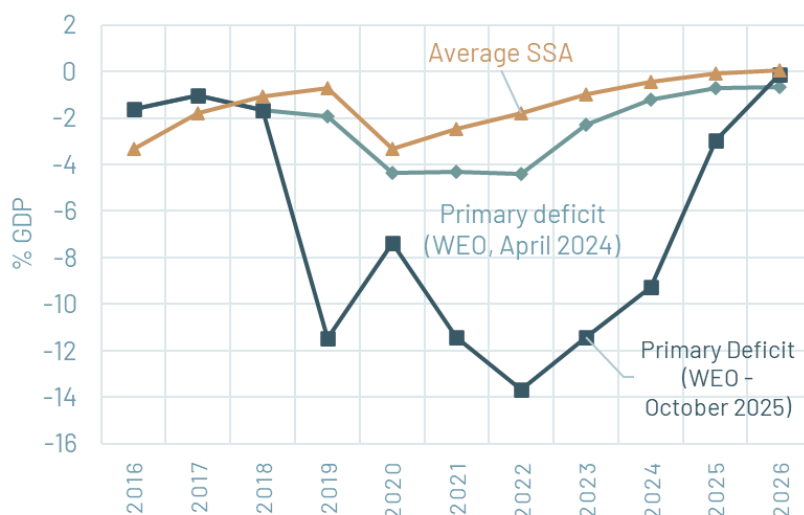
**Ce rapport comporte quatre sections. La première section décrit la situation du Sénégal en matière de dette publique et de financement à la fin de l'année 2025.** Elle montre que le niveau d'endettement est sans précédent, mais que la structure particulière de la dette du Sénégal – principalement extérieure et multilatérale – réduit le coût immédiat de celle-ci. **La deuxième section s'appuie ensuite sur l'expérience internationale et la littérature économique pour cerner le problème.** Les pays fortement endettés ont tendance à tout faire pour rembourser, mais cette stratégie est coûteuse à moyen terme : elle transfère les coûts au système financier national (et, dans ce cas, régional). Ce cadre est ensuite appliqué au Sénégal : bien que la viabilité ne soit jamais gravée dans le marbre, les critères acceptés seront difficiles à respecter dans ce contexte, ce qui rendra l'accès au financement du FMI plus difficile. **La troisième section présente différents scénarios et options disponibles.** Elle évalue la probabilité et les conséquences de deux possibilités : le refinancement aux niveaux d'endettement actuels et la restructuration de la dette extérieure. **Enfin, la dernière section formule des recommandations à l'intention du gouvernement et de ses partenaires internationaux.**

# 1. Une crise de la dette inattendue

## 1.1. Comment la crise est-elle survenue ?

**Au milieu de l'année 2024, Dakar a été secouée par une annonce du nouveau gouvernement : les déficits budgétaires et la dette publique avaient été largement sous-estimés pendant plusieurs années.** En février 2025, un rapport de la Cour des Comptes<sup>1</sup> estimait que les déficits « cachés » représentaient en moyenne environ 5,5 % du PIB entre 2019 et 2023, impliquant des déficits globaux moyens d'environ 11 % du PIB, et que la dette publique en 2023 était supérieure d'environ 25 points de pourcentage du PIB à ce qui avait été précédemment annoncé, soit environ 100 % du PIB. Au cours de l'année 2025, ce chiffre a été de nouveau révisé : l'estimation officielle actuelle de la dette publique à la fin de 2024 était de 23 667 milliards de francs CFA, soit 119 % du PIB<sup>2</sup>. Les estimations du FMI, qui consolident des engagements supplémentaires du secteur public, y compris certaines dettes des entreprises publiques et les arriérés de dépenses intérieures, situent la dette totale du secteur public à environ 132 % du PIB à la fin de 2024.

**Graphique 1 : Déficit primaire au Sénégal, avant et après la « découverte de la dette »**



Source : Perspectives économiques mondiales du FMI, avril 2024 et octobre 2025

**La dette du Sénégal, précédemment évaluée comme présentant un risque « modéré » d'endettement excessif selon le cadre de viabilité de la dette du FMI et de la Banque mondiale, est rapidement passée à un niveau de risque plus élevé, même s'il a fallu plusieurs mois avant que les marchés et les observateurs en général ne commencent à craindre un défaut de paiement.** À la suite de cette annonce, le FMI a suspendu les décaissements de son programme pendant qu'il enquêtait sur les fausses déclarations et évaluait les implications pour la viabilité de la dette et pour les conditions du programme. Cela a eu des répercussions directes sur les autres prêteurs multilatéraux, les prêts de la Banque mondiale et de la Banque africaine de Développement ayant diminué (graphique 2a) et les transferts nets devenant négatifs pour la première fois depuis des années. Du côté du secteur privé, les prix des eurobonds ont fortement chuté, mais n'ont pas signalé d'inquiétudes majeures avant

<sup>1</sup> Cour des Comptes, « Audit Du Rapport Sur La Situation Des Finances Publiques Gestions De 2019 Au 31 Mars 2024 », février 2025. Disponible ici : <https://www.courdescomptes.sn/wp-content/uploads/2025/02/Rapport-de-%CC%81finitif-sur-la-situation-des-finances-exercice-2019-au-31-mars-2024.pdf>

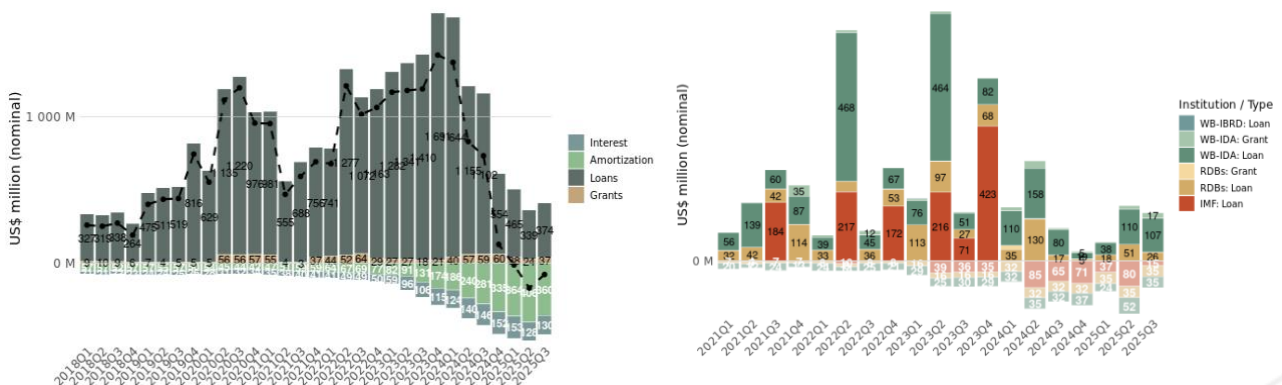
<sup>2</sup> Stratégie de Gestion de la Dette à Moyen Terme, octobre 2025 : <https://www.finances.gouv.sn/app/uploads/RAPPORT-DE-SDMT-2026-2028.pdf>

octobre 2025. Cependant, le Sénégal a effectivement perdu l'accès aux marchés internationaux de capitaux et est devenu de plus en plus dépendant du financement des marchés nationaux et régionaux de l'UEMOA pour couvrir ses importants besoins de financement bruts. Si certaines banques internationales ont continué à financer le gouvernement, les conditions étaient plutôt opaques et comprenaient des créances collatéralisées.

## Graphique 2 : Décaissements multilatéraux en faveur du Sénégal

Déboursements cumulés globaux et transferts nets

Versements par institution et par trimestre



Source : Finance for Development Lab, Multilateral Development Finance Tracker : [https://findevlab.shinyapps.io/Multilateral\\_development\\_finance\\_tracker/](https://findevlab.shinyapps.io/Multilateral_development_finance_tracker/)

Remarque : comprend le FMI, la Banque mondiale et la BAD. Cumulé = somme des quatre derniers trimestres. Dernières données : 2025T3

**À certains égards, cet épisode rappelle la crise grecque de 2010.** Les deux pays sont membres d'une union monétaire et ont une dette cachée importante, faisant craindre une crise souveraine. Il existe toutefois des différences majeures : le Sénégal représente 15 % du PIB de l'UEMOA, tandis que la Grèce n'en représentait que 3 %. La Grèce est entrée dans la crise en étant fortement dépendante du financement du marché, ce qui a créé un risque aigu de refinancement, tandis que la dette extérieure du Sénégal reste largement concessionnelle, avec des échéances longues et des taux d'intérêt relativement bas. À l'approche de la crise, la Grèce a également accumulé d'importants déséquilibres extérieurs et connu un boom du crédit qui a fragilisé les secteurs privé et bancaire ; les banques sénégalaises sont jusqu'à présent restées globalement stables, même si leur exposition au marché interbancaire souverain et régional justifie une surveillance étroite.

**Malgré ces différences, il est utile d'explorer les similitudes entre ces deux cas.** Au début de la crise grecque, les autorités ont fermement déclaré qu'un défaut de paiement était hors de question ; telle est également la position des autorités sénégalaises. De manière plus générale, les unions monétaires présentent souvent une structure « centre-périphérie » : la mise en commun des réserves et la politique monétaire commune peuvent réduire les pressions immédiates sur la balance des paiements d'un membre en difficulté, mais l'union peut néanmoins être déstabilisée par la fuite des capitaux si le risque souverain se concentre et si les liens entre les banques et les États se resserrent (par exemple, De Grauwe, 2011 ; De Grauwe et Ji, 2013).

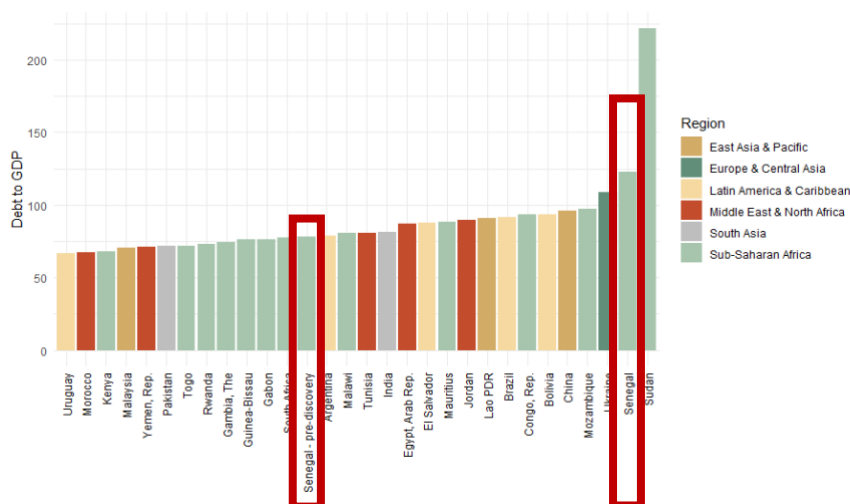
## 1.2. Quel est le coût et la composition de la dette sénégalaise ?

### a. Endettement élevé, mais faible charge d'intérêts (apparente)

**Le ratio dette/PIB du Sénégal est aujourd'hui très élevé, même si son niveau exact dépend du périmètre et de la date de l'estimation.** En novembre 2025, le FMI a publié une déclaration estimant la dette à 132% du PIB, contre 129 % selon les Perspectives économiques mondiales publiées début octobre, qui ne tenaient pas compte de certains arriérés. Cela représente 42 milliards de dollars de dette publique, soit 26 000 milliards de francs CFA. Les estimations du gouvernement figurant dans le document sur la gestion de la dette à moyen terme indiquent un niveau inférieur, soit 119 % de la dette publique. La différence provient probablement de l'inclusion, par le FMI, de la dette des entreprises publiques (environ 10 points de pourcentage) et des arriérés<sup>3</sup>. Pour cette analyse, nous prenons comme référence l'estimation du secteur public du FMI, en nous référant également au concept plus restrictif du gouvernement lorsque cela est pertinent.

**À l'échelle internationale, de tels niveaux d'endettement sont rares dans les pays en développement.** Si les économies à revenu élevé disposant de marchés intérieurs importants et, dans certains cas, d'un statut d'actif de réserve parviennent à soutenir des niveaux d'endettement très élevés, les pays en développement sont rarement en mesure de le faire. Que ce soit en raison « d'intolérance à la dette » (Reinhart, Rogoff et Savastano, 2003), ou des inégalités inhérentes à l'architecture financière mondiale (Gallagher et Koczul-Wright, 2022), ou des deux, il existe une limite aux niveaux d'endettement que les pays en développement peuvent gérer. Actuellement, le Sénégal occupe la deuxième place en termes de niveau d'endettement. À l'exception de la Chine et du Brésil, tous les pays à revenu faible ou intermédiaire, dont le ratio dette/PIB est supérieur à 90 %, sont en situation de crise de la dette ou font actuellement l'objet d'une restructuration.

**Graphique 3 : Dette publique / PIB dans les pays à revenu faible et intermédiaire, 2025**



Source : FMI, Perspectives de l'économie mondiale, octobre 2025. Nous excluons les pays à revenu élevé et les pays dont la population est inférieure à un million d'habitants en 2025.

<sup>3</sup> Par défaut, les entreprises publiques sont incluses si i) elles exercent des activités quasi budgétaires non rémunérées ou ii) elles enregistrent des pertes d'exploitation.

**Nous avons recensé 36 cas où des pays en développement ont affiché un ratio d'endettement supérieur à 100 % du PIB pendant plusieurs années.** Tous, sauf un, ont été résolus par une restructuration de la dette et/ou un défaut de paiement : seul Antigua-et-Barbuda, entre 2001 et 2004, a réduit son ratio grâce à une croissance économique rapide<sup>4</sup> (graphique A en annexe).

**À la fin de 2024, la composition de la dette du Sénégal était davantage externe (61%) qu'interne (39%).** Environ 40 % de la dette externe est due à des banques multilatérales de développement, principalement à la Banque mondiale. La dette privée est à peu près équivalente, avec environ 10 milliards de dollars, répartis à parts égales entre la dette obligataire et la dette non obligataire. La dette bilatérale s'élève à environ 5 milliards de dollars, la Chine et la France figurant parmi les principaux créanciers bilatéraux officiels, aux côtés d'une longue liste de créanciers plus modestes.

**Tableau 1 : Dette publique et dette publique extérieure à la fin de 2024**

	USD Bns	FCFA 1000' Bns	En % du total	En % du PIB
<b>Dette publique</b> LFI 2026	<b>37,769</b>	<b>23,672</b>	<b>100%</b>	<b>119%</b>
<b>Dette publique</b> IMF WEO, Oct 2025	<b>40,849</b>	<b>25,549</b>	<b>100%</b>	<b>128%</b>
<b>Dette externe de long-terme</b> <b>(PPG)</b>	<b>25,094</b>	<b>15,728</b>	<b>61%</b>	<b>76%</b>
Officielle	14,538	9,112	36%	44%
Multilatérale, dont:	9,505	5,957	23%	29%
World Bank - IDA	4,422	2,771	11%	13%
African Dev. Bank	1,812	1,135	4%	6%
Islamic Dev. Bank	1,308	820	3%	4%
Autres	1,964	1,231	5%	6%
Bilatérale, dont:	5,033	3,154	12%	15%
Chine	2,198	1,378	5%	7%
France	1,411	884	3%	4%
Autres	1,424	892	3%	4%
Privée, dont:	10,556	6,616	26%	32%
Bancaire	4,807	3,013	12%	15%
Obligataire	4,954	3,105	12%	15%
Autres	795	498	2%	2%
<b>Dette domestique</b>	<b>15,755</b>	<b>9,821</b>	<b>39%</b>	<b>52%</b>

Sources : Statistiques de la dette internationale (IDS) de la Banque mondiale, publiées fin 2025 ; Loi de finances initiale 2026 (dette publique 2024) et Perspectives économiques mondiales du FMI, publiées en octobre 2025

Remarques : Ces sources ne sont pas nécessairement cohérentes entre elles. Le gouvernement a publié ses estimations de la dette publique en octobre 2025, en même temps que la loi de finances initiale pour 2026. Les statistiques sur la dette extérieure proviennent toutes des statistiques internationales sur la dette (IDS) de la Banque mondiale, publiées début décembre 2025. Elles sont collectées par le gouvernement et devraient être cohérentes avec les statistiques sur la dette publique. Les Perspectives économiques mondiales du FMI incluent les garanties et la dette des entreprises publiques. D'autres différences peuvent également résulter des hypothèses d'évaluation et de taux de change (par exemple, taux de change de fin 2024 par rapport à la moyenne de 2024).

**La dette du Sénégal est actuellement relativement bon marché, du moins pour l'instant.** Les coûts d'intérêt ont été estimés à 1 057 milliards de francs CFA en 2025 et à 1 190 milliards de francs CFA en 2026, soit 4,8 % du PIB et moins de 23 % des recettes<sup>5</sup>. En revanche, certains pays, comme l'Égypte, le Pakistan et le Kenya, ont dû consacrer près de 30 à 90 % de leurs recettes publiques au paiement des intérêts. Le chiffre du Sénégal est inférieur grâce à un taux d'intérêt effectif bas de 4,5 % et à des recettes publiques élevées. Cela signifie que la pression budgétaire à court terme liée aux intérêts est

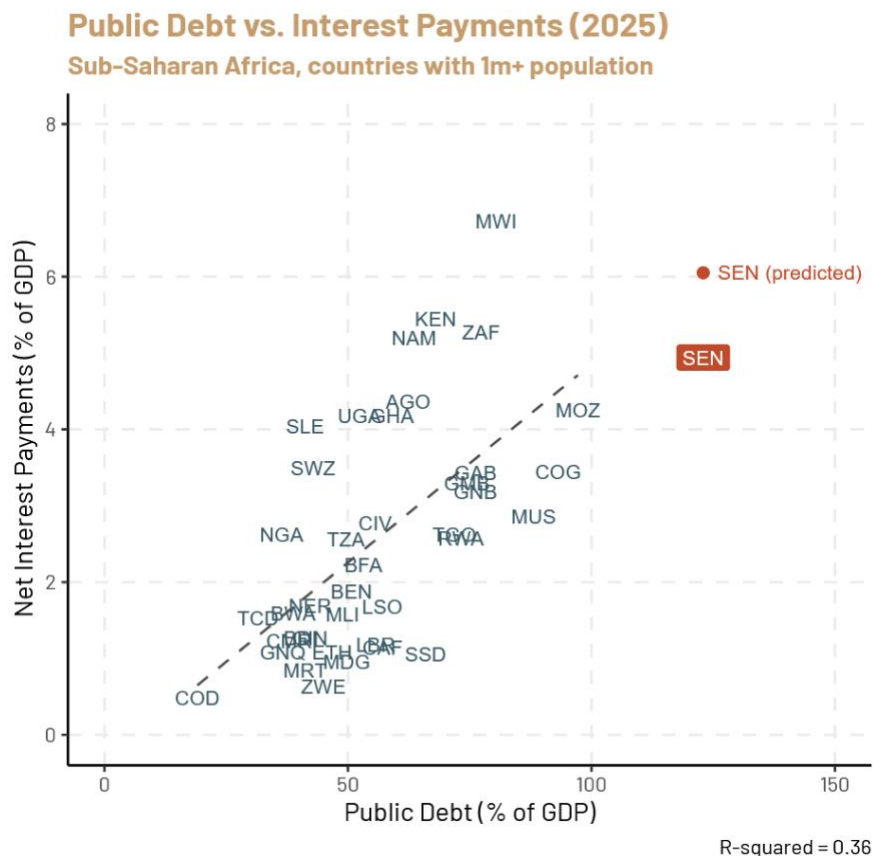
<sup>4</sup> Robinson 2024 for the case of Antigua, which finally did restructure after the 2008 Global Financial Crisis.

<sup>5</sup> Ministère des Finances et Du Budget (octobre 2025), « Document de Programmation budgétaire et économique pluriannuelle, (DPBEP) 2026-2028 »

limitée. Dans le scénario de référence du gouvernement, le ratio des intérêts au PIB devrait baisser à environ 3,2 % d'ici 2028 ; selon les projections du FMI, il se stabilise à près de 4,5 %.

**Il peut y avoir quelques doutes quant au niveau futur des intérêts à payer, qui semblent faibles par rapport à ce que nous savons du stock.** Parmi les pays d'Afrique subsaharienne en 2025, les taux d'intérêt effectifs varient considérablement, mais compte tenu des niveaux d'endettement élevés, un taux d'intérêt de 4,5 % n'est pas conforme à l'expérience des autres pays (et à l'expérience historique) (graphique 4). Ces données indiquent que la charge d'intérêt pourrait passer à 5,5-6 % à court et moyen terme. La corrélation est similaire si l'on considère l'ensemble des pays à faible revenu et à revenu intermédiaire inférieur. Si l'UEMOA contribue à maintenir les coûts bas en offrant un vaste marché régional et en réduisant les risques d'inflation, il est probable que la dette cachée récemment découverte soit classée comme arriérée et ne donne donc pas lieu au paiement d'intérêts. À un moment donné, ces dettes devront être refinancées et les coûts d'intérêt dépasseront les prévisions actuelles du FMI et du gouvernement.

**Graphique 4 : Dette publique et paiements d'intérêts par rapport au PIB**



Source : Perspectives économiques mondiales, octobre 2025

**Bien que technique, la projection des coûts d'intérêt futurs est essentielle.** Des calculs simples peuvent illustrer le fait qu'un ratio dette/PIB de 120 % et un taux d'intérêt moyen de 4,5 % signifient que le gouvernement paie 5,4 % (= 4,5 % \* 120 %) de son PIB en intérêts par an. Si le taux d'intérêt moyen passait à 6 %, la facture d'intérêts du gouvernement augmenterait de 7,2 %. Le gouvernement vise un retour à un déficit budgétaire de 3 % du PIB d'ici 2027 ; par conséquent, une charge d'intérêts plus élevée implique un excédent primaire plus élevé (puisque le déficit global = déficit primaire + charge d'intérêts). Le solde primaire pour la première option doit être de +2,5 %, et pour la deuxième option, de +4,2 %. Cet effort budgétaire supplémentaire s'ajouterait à un effort déjà considérable.

## b. La stratégie de financement en 2025 était principalement nationale.

**Pour l'instant, les coûts d'intérêt restent gérables ; la difficulté a été de refinancer la dette arrivant à échéance en 2025 dans un environnement très contraignant.** Avec un déficit budgétaire proche de 8 % du PIB, des amortissements représentant environ 15 % du PIB arrivant à échéance et 3 % du PIB en arriérés de refinancement, le Sénégal devait lever 26 % du PIB, soit 5 715 milliards de francs CFA, en 2025. Le soutien budgétaire attendu du FMI et des banques multilatérales ou bilatérales de développement, d'un montant total d'environ 600 milliards de francs CFA, ne s'est pas concrétisé cette année, le programme restant suspendu, et les autres prêts budgétaires multilatéraux sont également restés gelés<sup>6</sup>.

**Le Sénégal s'est donc tourné vers le marché intérieur : il a émis près de 2 225 milliards de francs CFA sur les marchés des titres publics avec un rendement d'environ 6,3 % et environ 1 800 milliards dans le cadre de syndications.** Il a également eu recours à des opérations financières nommées « Total Return Swap », une transaction complexe dans laquelle un prêt d'une banque étrangère est garanti par des obligations nationales. Tous les montants et coûts ne sont pas connus des financements récents ne sont pas connus. Dans l'ensemble, la part de la dette intérieure augmente, puisqu'elle représente près de 75 % du mix en 2025. Cette tendance devrait se poursuivre en 2026, même si le gouvernement espère que le programme du FMI reprendra en avril et mobilisera d'autres aides budgétaires, tant multilatérales que bilatérales, pour un montant total de 1 milliard de dollars pour 2026<sup>7</sup>.

## c. Calendrier de remboursement de la dette qui en résulte – regroupement des échéances en 2026-2028

**En raison de cette stratégie, les échéances se concentrent désormais entre 2026 et 2028.** En moyenne, les émissions récentes ont une maturité de 3 ans, dont 17 % avec des bons à un an. Cela entraînera d'importantes hausses du service de la dette qui devront être refinancées. Ces émissions sont surtout en Franc CFA et ne seront donc pas pris en compte dans le calcul de la dette publique extérieure, qui est l'indicateur utilisé par le FMI dans le cadre de son évaluation de la viabilité de la dette des pays à faible revenu (LIC-DSF). Néanmoins, ils peuvent augmenter considérablement le risque de refinancement et la pression sur le service de la dette, et mettre à rude épreuve la capacité du marché régional de l'UEMOA à financer l'État sans évincer le crédit du secteur privé.

**La décision est urgente : la poursuite de la stratégie de refinancement des obligations extérieures par le biais des marchés nationaux pourrait accroître les risques pour les marchés régionaux.** Mars 2026 est une date cruciale : la première tranche de 333 millions d'euros de l'eurobond d'un milliard d'euros (dont l'échéance finale est 2028), sera alors due. Avec d'autres échéances, ce sont plus de 510 milliards de francs CFA de dette extérieure qui devront être remboursés ce mois-là<sup>8</sup>.

---

<sup>6</sup> Rapport Economique et Financier 2026, p. 39 : <https://www.finances.gouv.sn/app/uploads/REF-LFI-2026.pdf>

<sup>7</sup> LFI 2026, p. 91

<sup>8</sup> Loi de Finances Initiale 2026, p.90

---

## 2. Mécanismes d'une crise de la dette

---

**Cette section passe en revue la littérature économique afin de déterminer l'expérience acquise dans de telles situations.** Elle décrit tout d'abord les dynamiques courantes : éviter le défaut de paiement en diluant les créanciers existants, réduire les échéances ou offrir un meilleur rang de priorité aux nouveaux créanciers grâce à des garanties ou à des dettes assimilables à des garanties. La littérature constate que ces stratégies peuvent aggraver les résultats : en fin de compte, les restructurations de dettes plus conflictuelles, en particulier après un défaut de paiement, sont plus coûteuses.

### 2.1. Éléments classiques d'une crise de la dette : dégradations, déclarations, défaut de paiement

**Depuis 2025, l'enchaînement des événements ne surprend pas les observateurs chevronnés des crises d'endettement.** Ces dernières années, la Zambie, le Ghana et le Sri Lanka se sont retrouvés en défaut de paiement de leur dette, tant bilatérale que privée, après avoir affirmé pendant plusieurs mois, voire plusieurs années, qu'ils parviendraient à rester à jour dans le remboursement de celle-ci.

**Les chronologies diffèrent, mais les ingrédients sont similaires : tous ont subi une succession rapide de dégradations de leur note par les agences de notation, ce qui a rendu leur accès au marché plus difficile.** Si les gouvernements protestent contre ces dégradations, celles-ci témoignent néanmoins d'une détérioration de leur solvabilité. Exclue des marchés privés et confrontés à des négociations difficiles avec les institutions financières internationales (IFI), les pays sont contraints de se tourner vers d'autres sources de liquidités.

**Les pays menacés de défaut de paiement cherchent souvent à réduire le coût de leur dette existante en diluant leurs créanciers : ils émettent plus de dette que ce qui serait optimal (Hatchondo et al. 2013).** En conséquence, les créanciers cherchent à se protéger en obtenant une priorité de facto : obtenir des garanties ou réduire la durée de la dette (Aguilar, Amador, Hopenhayn et Werning 2020). Par exemple, le Sri Lanka a utilisé des lignes de crédit accordées par l'Inde pour gérer ses importations de biens essentiels. Dans le cas du Sénégal, le pays a eu recours à des lignes de crédit structurées, les « Total Return Swaps », qui sont garanties par l'émission de dette intérieure. Les investisseurs anticipent que la dette en monnaie locale sera protégée d'une restructuration. En cas de restructuration éventuelle, les négociations seront plus complexes et plus longues.

### 2.2. Les résolutions de crises de la dette interviennent trop tard, ne sont pas assez décisives, avec un coût élevé pour le développement

**La tentation de rechercher une restructuration « insuffisante et tardive » est connue depuis longtemps : tous les acteurs du système ont intérêt à éviter un défaut de paiement.** Le FMI (2013) cite plusieurs exemples de pays souverains qui ont tenté d'éviter un défaut de paiement<sup>9</sup>, notamment dans le contexte des unions monétaires, dont la Grèce est le cas le plus célèbre. Lorsqu'ils le font, l'allègement de la dette tend à être insuffisant et conduit à un traitement supplémentaire. La pression exercée sur toutes les parties pour éviter à tout prix un défaut de paiement est considérable : les

---

<sup>9</sup> FMI (2013) : « (...) Les restructurations de la dette ont souvent été insuffisantes et tardives, ne permettant pas ainsi de rétablir durablement la viabilité de la dette et l'accès aux marchés. » (p. 1)

gouvernements veulent éviter les perturbations qui accompagnent tout défaut de paiement, les créanciers préfèrent être remboursés à temps et en totalité, et le FMI (et son conseil d'administration) souhaite éviter toute contagion potentielle (Hagan 2024). Cela se traduit par un certain optimisme excessif quant à la viabilité de la dette, notamment dans le contexte des programmes du FMI (IEO 2024).

**Une restructuration tardive coûte cher, et il y a des avantages à restructurer tôt.** Asonuma et Trebesch (2016) montrent que négocier avec les créanciers avant un défaut (« restructuration préventive ») permet de réduire les décotes et de limiter considérablement les pertes de PIB. Les exclusions du marché sont également plus courtes : dans un défaut typique, l'exclusion des marchés financiers dure de quelques mois à 5,5 ans, avec une hausse des coûts d'emprunt d'environ 400 points de base. Des théories récentes ajoutent un canal supplémentaire à la dynamique « trop peu, trop tard » après un choc de crédibilité. Coulibaly et Ndiaye (2025) analysent le défaut optimal après la révélation de dettes cachées et soulignent qu'une fois que les investisseurs ont révisé leurs convictions et que les conditions de refinancement se sont durcies, la valeur de continuation du remboursement intégral peut se détériorer avec le temps, ce qui renforce l'argument en faveur d'un traitement précoce et ordonné de la dette lorsque l'encours de la dette est révisé à la hausse de manière brutale. Des modèles quantitatifs connexes montrent de manière similaire que la dette cachée et la faiblesse de la divulgation peuvent réduire la capacité d'endettement et augmenter le risque de défaut en raison de conditions de refinancement moins favorables (Horn et al. 2024 ; Guler, Önder et Taskin 2025).

**Dans tous les cas, les crises de la dette sont coûteuses, même lorsqu'elles n'entraînent pas de défaut de paiement.** Farah-Yacoub et al. (2023) estiment que les pays en défaut de paiement perdent 8,5 % de leur PIB par rapport aux pays qui évitent une crise, et que cet écart se creuse avec le temps. Cela a également un coût élevé en termes de développement humain, car il accroît la mortalité infantile, réduit l'espérance de vie et nuit à l'éducation. Mais il est peu probable que ces effets soient directement liés aux défauts de paiement. Ils montrent également qu'une période de défaut plus longue se traduit par des résultats moins bons. Cela justifie d'accélérer la résolution, une fois que la décision de restructuration a été prise. De manière plus générale, Gamboa Arbelaez et al. (2025) montrent que les crises budgétaires – qui incluent la perte de confiance des marchés – telles que celle à laquelle le Sénégal est actuellement confronté, ont un coût humain élevé. Il ne semble pas y avoir d'avantages substantiels à rembourser la dette à tout prix, comme l'illustre l'expérience de la Colombie dans les années 1980 (Caselli et al. 2025) : à long terme, le pays ne semble pas bénéficier d'une meilleure « réputation » que ses homologues.

**Les gouvernements ont tendance à retarder la décision de restructuration, pour des raisons économiques et politiques.** Cassimon, Essers et Presbitero (2025) proposent un cadre d'« options réelles » pour expliquer pourquoi les pays retardent la restructuration. La décision de demander un allègement de la dette entraîne des coûts immédiats – perturbation des relations avec les créanciers, risques d'arrêt brutal, etc. –, tandis que la poursuite du remboursement évite un règlement de comptes et laisse ouverte la possibilité d'une restructuration ultérieure. Au fil du temps, les pressions budgétaires s'intensifient et la décision n'est prise que lorsque ces pressions deviennent insupportables. Ils formulent des propositions qui pourraient et devraient être appliquées au Sénégal s'il venait à demander une restructuration : gel de la dette pendant les négociations, accent mis sur la croissance post-traitement et sur la protection des nouveaux financements. Il convient de noter que tous ces éléments deviennent de plus en plus difficiles à mettre en œuvre si la restructuration est

retardée. La dimension politique de la restructuration ne doit pas non plus être ignorée : une telle décision peut s'avérer coûteuse pour les gouvernements. Comme l'expliquent Mosley et Rosendorff (2022), « [nous devons tenir compte de la politique intérieure](#) ». En particulier, le fait que les détenteurs nationaux de la dette puissent être affectés ou non peut être important pour les calculs du gouvernement.

**Les cadres d'analyse de viabilité de la dette, dont celui applicable aux pays à faible revenu (« LIC-DSF) aident à déterminer si les pays peuvent obtenir ou non un programme.** Le FMI ne peut pas recommander directement une restructuration à un pays, mais son cadre devrait indiquer plus clairement quand il sera autorisé à accorder un prêt. Cela aiderait l'emprunteur potentiel (ainsi que ses autres créanciers potentiels et existants) à évaluer la faisabilité d'un prêt du FMI et à accélérer la décision de l'emprunteur quant à une restructuration, si nécessaire. Actuellement, la définition de la viabilité dans le cadre du LIC-DSF n'est pas suffisamment précise et a généré de l'incertitude tout au long de l'année 2025. Même après la divulgation de l'ampleur de la dette cachée, la possibilité d'un programme du FMI est restée sur la table pendant une grande partie de l'année 2025. Renforcer la définition de la viabilité de la dette permettrait de fournir des indications plus claires aux emprunteurs et aux créanciers quant à la possibilité d'un programme, plutôt que de spéculer sur un soutien du FMI<sup>10</sup>. Dans le cadre de la réforme du cadre de viabilité de la dette, la définition opérationnelle de la « viabilité de la dette » devrait être clarifiée et rendue plus transparente dans la pratique. Les conclusions de l'IEO<sup>11</sup> suggèrent qu'une plus grande clarté des règles de décision peut réduire les incitations à l'optimisme excessif de la part du Fonds, de ses membres et des créanciers, et améliorer les chances d'un règlement rapide et ordonné (IEO 2024).

**Toutes les crises récentes ont été marquées par une forme de pari sur le remboursement.** Au Ghana, le niveau d'endettement est passé de 57 % du PIB en 2017 à 92 % en 2020. Le Ghana a perdu son accès aux marchés internationaux en 2021 et a commencé à puiser dans ses réserves internationales pour financer son déficit public par l'émission monétaire. À la fin de 2022, lorsqu'il s'est retrouvé en défaut de paiement de sa dette extérieure, ses réserves internationales brutes couvraient moins d'un mois d'importations et le financement du déficit monétaire s'élevait à 7,9 % du PIB, avec un ratio service de la dette/recettes estimé à 117,6 % (Banque mondiale, 2024). De même, la dette du Sri Lanka est passée d'environ 72 à 80 % du PIB à la fin des années 2010 à 114,2 % du PIB en 2022. Il a fallu 18 mois entre la perte d'accès au marché et le premier défaut de paiement d'un coupon (FMI 2022). Ses réserves officielles sont passées de 7,6 milliards de dollars américains en 2019 à moins de 40 millions de dollars américains avant son défaut de paiement en 2022. La Jamaïque est l'une des rares exceptions où l'austérité engagée s'est avérée fructueuse. Les gouvernements de différents partis ont réalisé des excédents primaires supérieurs à 7 % du PIB pendant six années consécutives, ce qui a permis au ratio dette/PIB de passer sous la barre des 100 % en 2019, pour la première fois depuis le début des années 2000.

**En conclusion, la situation difficile dans laquelle se trouvent les autorités sénégalaises n'est pas nouvelle.** Le schéma des tensions liées à la dette et des tentatives de redressement par l'austérité et la croissance est bien connu, mais il s'agit d'un pari dangereux. La principale différence avec les exemples de crises récentes est que le Sénégal n'a pas sa propre monnaie : il fait partie d'une union

---

<sup>10</sup> The IMF itself is not authorized to publish the DSA when not part of a program or an Article IV. This point is thus not about the particular DSA, but the Framework itself, which should give more guidance to debtors and creditors alike on what to expect on sustainability even when the DSA is not published.

<sup>11</sup> Le bureau indépendant d'évaluation du FMI

monétaire, l'Union économique et monétaire ouest-africaine (UEMOA), avec une banque centrale unique et un ancrage à l'euro.

**Une telle configuration est une bénédiction, mais aussi potentiellement une malédiction.** Il présente des avantages évidents : l'appartenance à une union monétaire évite le type de crise monétaire qu'ont connu le Ghana, la Zambie ou le Sri Lanka. Le fait que l'union soit étroitement intégrée, avec des réserves gérées de manière centralisée, une banque centrale unique et un marché primaire d'émission organisé de manière centralisée<sup>12</sup>, offre également un marché plus profond en francs CFA. L'accès du Sénégal à l'épargne internationale est devenu quasi inexistant, mais il a continué à exploiter le marché régional, avec un impact très faible sur les rendements. Cependant, cette adhésion est également une malédiction : grâce à l'accès aux marchés régionaux et aux réserves communes, le Sénégal peut obtenir des financements, ce qui pourrait déplacer son stock de dette vers la région plutôt que vers les non-résidents. Le risque de retarder un ajustement est donc encore plus grand : on pourrait imaginer un scénario où les marchés régionaux refinancent les obligations extérieures en 2026 (et même plus tard), mais finissent par faire défaut. La section suivante explore ces différentes options.

---

### 3. Quelles sont les différentes options ?

---

#### 3.1.Option 1 : Rembourser, avec ou sans le FMI ?

##### a. Pourquoi il est peu probable que le FMI renfloue le Sénégal

**Pour qu'un programme du FMI soit adopté, la dette doit être jugée soutenable.** Cela découle de l'objectif fondamental du FMI : fournir un soutien à court terme qui, associé à une politique d'ajustement, rétablit la soutenabilité extérieure à moyen terme. Si la combinaison du financement et de l'ajustement des politiques n'est pas suffisante, le FMI exigera que le pays prenne des mesures supplémentaires, à savoir trouver des sources de financement concessionnel et/ou mener à bien la restructuration de la dette.

**Que signifie « dette soutenable<sup>13</sup> » ? La définition n'est pas simple, car elle dépend des conditions et des décisions futures.** Certaines sont contrôlées par le gouvernement (politique budgétaire et, dans une mesure limitée, croissance économique), d'autres ne le sont pas (taux d'intérêt offerts par les créanciers privés). La dette est considérée comme soutenable s'il existe une trajectoire budgétaire réalisable dans les conditions prévues qui génère des recettes suffisantes pour rembourser la dette publique. Toutefois, pour traduire ces concepts abstraits en un diagnostic concret, le FMI utilise un outil analytique appelé « analyse de la viabilité de la dette », qui examine le poids de la dette en termes de stocks et de flux. Il y a deux aspects principaux : (1) Les politiques futures prévues sont-elles réalisables ? Et (2) Si oui, entraînent-elles un fardeau de dette publique pouvant être géré ?

**Il existe des précédents où le FMI a approuvé des programmes fondés sur des hypothèses optimistes, qui ont finalement aggravé la situation du pays et sa réputation.** En théorie, les cadres du

---

<sup>12</sup> Through UMOA-Titres

<sup>13</sup> Nous utilisons « viable » et « soutenable » de manière interchangeable

Fonds exigent une couverture complète de la dette, des hypothèses macroéconomiques réalistes et des garanties de financement crédibles ; ils influencent également la résolution rapide ou le prolongement des problèmes d'endettement par des hypothèses trop optimistes. L'évaluation par l'IEO de la politique d'accès exceptionnel du FMI souligne les défis récurrents dans les cas « gris » où la dette n'est pas « viable avec une probabilité élevée », notamment les risques de biais d'optimisme et de résolution tardive (IEO 2024). Pour le Sénégal, une évaluation artificiellement améliorée de la viabilité ne serait d'aucune aide : elle transférerait les créances restructurables (du secteur privé et des créanciers bilatéraux) vers des créanciers « privilégiés » et des investisseurs nationaux ou régionaux, ce qui rendrait la résolution finale beaucoup plus difficile.

**Un premier élément de viabilité est le réalisme du cadre macro-budgétaire. Cela signifie que les projections économiques et les politiques proposées sont réalistes.** Il est toujours possible de faire apparaître la dette comme viable en s'appuyant sur des hypothèses très « généreuses » en matière de croissance et de déficit budgétaire. Le FMI exige donc que les politiques adoptées soient « économiquement et politiquement réalisables ». Si l'austérité pouvait conduire à une récession importante, ce qui serait contre-productif, ou si les réformes ne sont pas politiquement réalistes (par exemple, des réformes impopulaires à un stade avancé du programme), cela représenterait un risque pour le FMI et le pays emprunteur.

**C'est le premier point de discordance entre le FMI et le gouvernement.** La partie d'ajustement proposée, telle que publiée dans la loi de finances 2026 et la programmation budgétaire pluriannuelle, repose presque exclusivement sur des hausses d'impôts<sup>14</sup>, qui passeraient de 20 % du PIB en 2024 à environ 25 % du PIB en 2028<sup>15</sup> (Graphique 4). Cela rapprocherait le Sénégal des ratios de recettes du Maroc, de l'Afrique du Sud et d'autres pays africains à revenu intermédiaire supérieur. Dans ses Perspectives économiques mondiales, qui ne sont pas un document normatif mais reflètent les prévisions du FMI, le scénario envisagé passe par un assainissement fondé sur les dépenses.

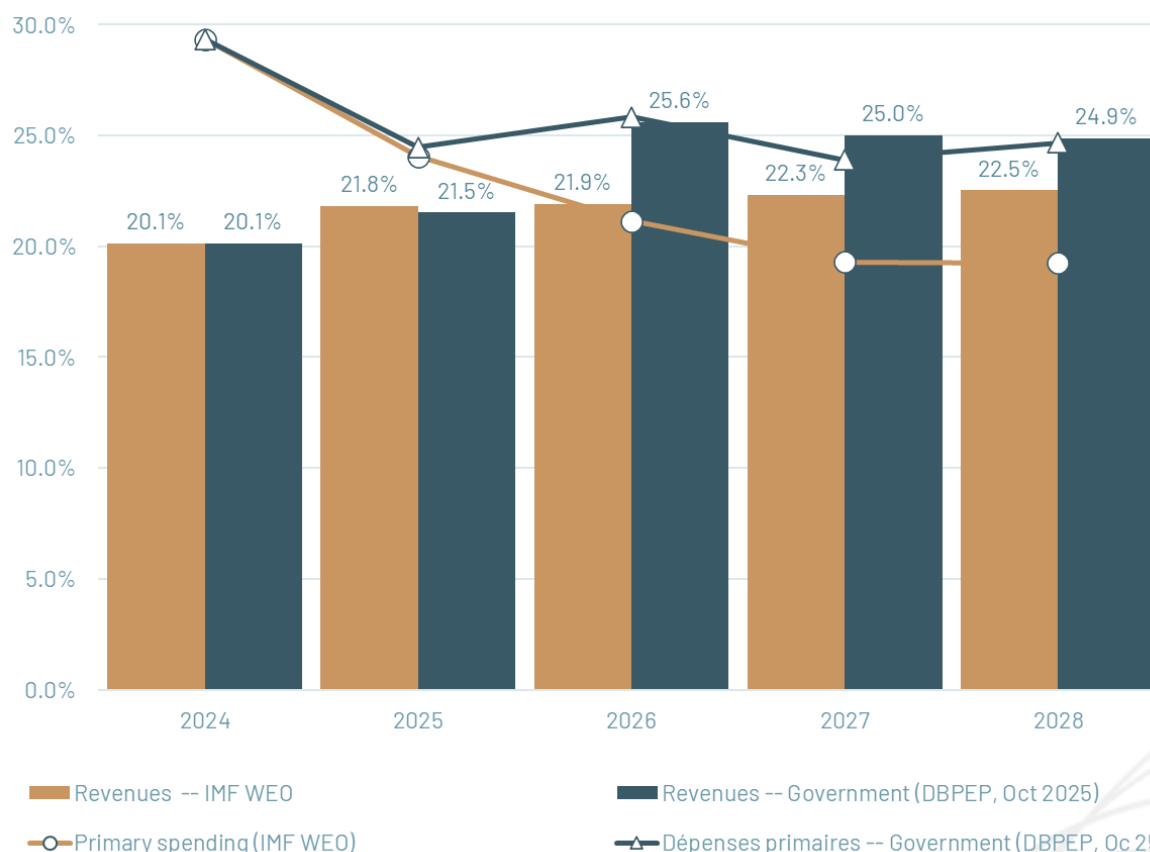
**Les deux approches impliquent un ajustement brutal, mais une trajectoire fondée sur les recettes d'une telle ampleur est particulièrement exposée au risque de mise en œuvre.** La littérature sur la fiscalité et les capacités de l'État souligne que l'efficacité des systèmes fiscaux, administratifs, d'application, de conformité et d'information s'accumule généralement de manière progressive et est étroitement liée au développement institutionnel, ce qui rend historiquement difficile toute augmentation importante à court terme du ratio impôts/PIB sans gains administratifs exceptionnels (Besley et Persson 2014 ; Dincecco et Katz 2016). De même, des travaux récents sur la « productivité fiscale » considèrent l'efficacité de la collecte comme une composante évolutive du développement plutôt que comme un levier politique pouvant être mis en œuvre du jour au lendemain (Goyal, Jensen, Lagakos et Ndiaye 2025) ; Les données du FMI montrent également que des gains durables en matière de recettes nécessitent généralement des réformes pluriannuelles de l'administration fiscale et de la conformité (FMI 2025 ; Atsebi, Gueorguiev et Nose 2025). Lorsque l'économie informelle est importante, les hausses d'impôts peuvent réduire l'assiette fiscale et générer des recettes bien inférieures aux prévisions (Pappada et Zylberberg 2025).

---

<sup>14</sup> Le budget 2026 du gouvernement prévoit une consolidation des dépenses : les dépenses courantes diminuent légèrement en termes nominaux, puis se stabilisent, ce qui signifie qu'elles diminuent considérablement en pourcentage du PIB. Toutefois, cette baisse est largement compensée par une augmentation des investissements publics prévus.

<sup>15</sup> Le PIB a été révisé en novembre 2025, et ces estimations utilisent l'« ancien » PIB. Néanmoins, la révision était d'environ 13 %, ce qui est important, mais ne changera pas qualitativement les conclusions : les revenus par rapport au PIB seraient de 22,2 % en 2028 avec le nouveau PIB, ce qui reste bien supérieur à la moyenne pour cette tranche de revenus.

**Graphique 4 : Deux voies de consolidation : recettes contre dépenses**



Sources : FMI WEO (octobre 2025), DPBEP actualisé (octobre 2025)

**Ce niveau et cette rapidité contredisent l'expérience acquise.** Des études récentes menées par Balasundharam et al. (2023) au FMI et par Di Lorenzo et Lacey (2024) à la Banque mondiale ont examiné les grands efforts d'assainissement budgétaire. Elles concluent que ceux-ci reposent plus souvent sur les dépenses que sur les recettes et ont tendance à « être moins efficaces lorsqu'ils sont mis en œuvre en période de crise, car des chocs violents peuvent entraîner un ajustement procyclique brutal qui épuise les réserves budgétaires ».

**Seuls 14 pays ont procédé à une réduction de leur déficit aussi importante que celle envisagée par le Sénégal, mais la plupart d'entre eux ont bénéficié d'une manne exceptionnelle liée aux matières premières.** Nous avons examiné les épisodes majeurs de redressement budgétaire dans les pays émergents et en développement, où le solde primaire par rapport au PIB s'améliore d'au moins 2 points de pourcentage sur 4 ans, avec une amélioration annuelle. Nous avons recensé 104 épisodes de ce type depuis 1990 (annexe 2). Il y a eu 14 consolidations plus importantes que ce que prévoit le Sénégal, mais toutes ont eu lieu : soit dans un contexte post-conflit (Libye 2019, Soudan du Sud), soit, plus généralement, dans des pays fortement dépendants des matières premières qui ont bénéficié d'une forte hausse des prix : Botswana (2012 et 2006), Congo (1992-1996 et 2002-2006), Azerbaïdjan (2019-2023), etc. D'autres s'inscrivent dans le cadre d'une restructuration de la dette (Ghana 2022, Zambie 2023, Congo 2018). En d'autres termes, avec des vents favorables, une telle consolidation est possible, mais elle reste rare. De plus, comme nous prévoyons que la charge d'intérêt se stabilisera autour de 5

% du PIB en 2031-2035, **le Sénégal devrait maintenir un excédent primaire de 2 % du PIB pendant près d'une décennie.** Depuis 2000, cela ne s'est produit que 7 fois dans l'ensemble des pays de la zone CFA.

**Les ressources pétrolières et gazières du Sénégal pourraient-elles suffire à réduire la dette à court terme ?** La production pétrolière a démarré en 2024 et a atteint sa capacité de 100 000 barils par jour en 2025. La production de gaz a démarré en 2025. Ensemble, elles ont entraîné une accélération de la croissance du PIB à environ 8 % en 2025. Le potentiel de recettes fiscales est estimé à 1 % du PIB par la Banque mondiale (Perrin 2025). Les phases suivantes de la production présentent un potentiel économique, mais leur concrétisation prendra du temps. Même avec ce potentiel, les recettes pétrolières et gazières du Sénégal ne seraient pas comparables à la dépendance d'autres pays figurant sur la liste (annexe 2). En d'autres termes, si les projections du FMI laissent entrevoir une légère amélioration des recettes, celle-ci restera limitée à moyen terme.

**Le deuxième critère de soutenabilité est qu'une fois qu'un ensemble de politiques réalisables a été convenu, les indicateurs du fardeau de la dette ne s'écartent pas sensiblement des seuils fixés.** La détermination de la soutenabilité repose sur quatre variables, toutes liées à la dette extérieure, ainsi que sur le ratio de la dette publique par rapport au PIB. Mais sa définition exacte est vague. En général, le FMI s'appuie sur cinq critères pour déterminer si un dépassement peut indiquer un manque de soutenabilité : (i) les dépassements soutenus, (ii) les dépassements concentrés en début de période de projection, (iii) la magnitude du dépassement, (iv) une augmentation initiale suivie d'une baisse, et (v) le fait que les indicateurs de liquidité et de solvabilité soient tous deux dépassés.

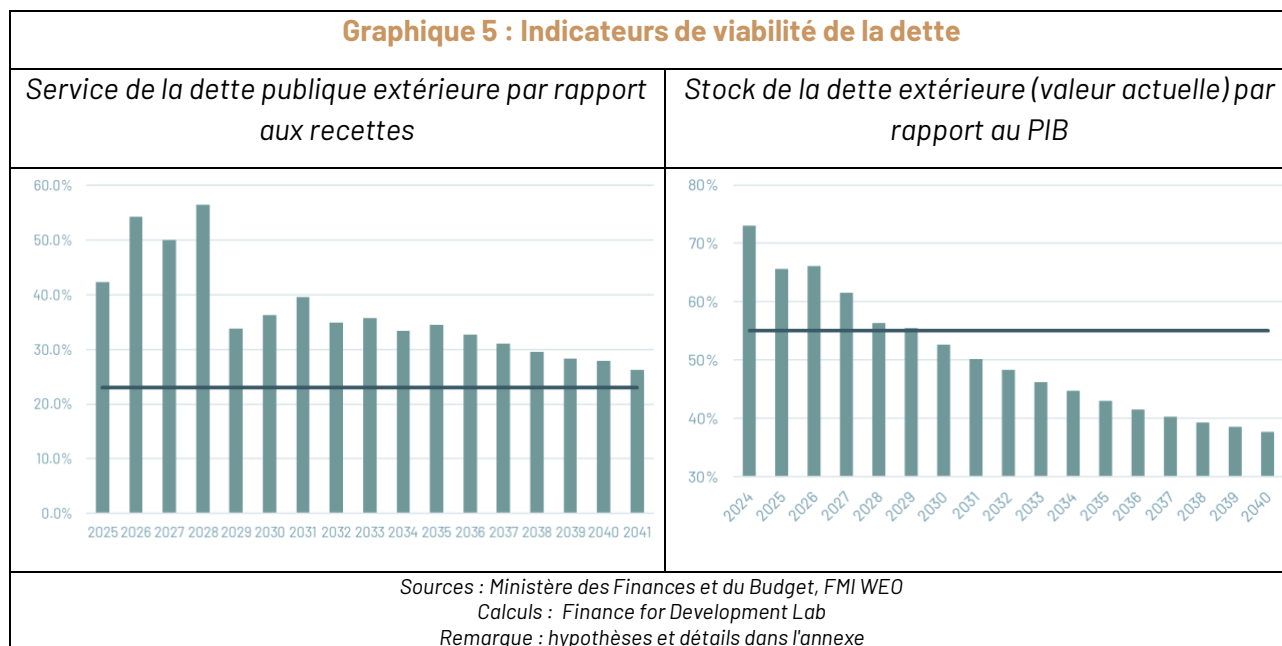
**Le Sénégal répond à tous ces critères : les violations sont particulièrement importantes, précoces dans les projections, soutenues sur plus de 10 ans, tant pour les variables de flux que pour celles de stock, mais plus graves pour les flux.** Nous avons élaboré une analyse de viabilité de la dette (DSA) simple, fondée sur un ensemble d'hypothèses aussi proches que possible de celles du WEO du FMI. Nous supposons qu'en 2025, le financement proviendra de sources nationales. Par la suite, nous prévoyons l'accès à un programme du FMI, avec un financement substantiel provenant de sources officielles à des taux relativement bas, totalisant 3,7 milliards de dollars en 2026, puis environ 2,5 milliards de dollars par la suite. Ces chiffres sont élevés par rapport au passé, où le financement officiel se situait entre 1 et 2,5 milliards de dollars. Même avec un financement public aussi généreux, nous prévoyons que le ratio du service de la dette extérieure par rapport au PIB restera supérieur à son seuil jusqu'en 2035 environ. La valeur actuelle de la dette extérieure par rapport au PIB était de 73 % en 2024, contre un seuil de 55 % dans le cadre du DSF des pays à faible revenu<sup>16</sup>. Elle repasse sous le seuil en 2030<sup>17</sup>.

---

<sup>16</sup> Nous décrivons nos hypothèses en détail dans l'annexe. Nous nous appuyons sur des données publiées, parfois difficiles à interpréter, mais nous pensons que, dans l'ensemble, même des modifications de nos hypothèses conduiraient à des résultats globalement similaires.

<sup>17</sup> Il convient toutefois de noter qu'avec le rebasement du PIB, cet indicateur pourrait passer sous le seuil d'ici 2028.

**Graphique 5 : Indicateurs de viabilité de la dette**



**Sur ces deux critères, il semble qu'une trajectoire considérée comme soutenable soit difficile à atteindre.** Même si le gouvernement parvenait à s'entendre avec le FMI sur une trajectoire d'assainissement, les scénarios de la DSA resteront pessimistes. Il y a des précédents de choix inverse par le FMI, où des programmes ont été signés malgré des alarmes sur le risque de dette. Mais s'appuyer sur ces précédents peut être contreproductif : un prêt du FMI créerait des risques considérables, notamment un prêt à un niveau d'endettement élevé, une situation de service de la dette élevée, une augmentation du niveau de la dette non restructurable et le remboursement des créanciers privés.

#### **Encadré 1. Qu'en est-il de l'approche à trois piliers ?**

**Le FMI et la Banque mondiale ont formalisé une approche adaptée aux pays dont la dette est viable, mais confrontés à des problèmes de liquidité.** Les trois piliers reposent sur (i) une stratégie de réformes structurelles et de mobilisation des ressources domestiques, (ii) sur un soutien financier extérieur de la part de partenaires bilatéraux et multilatéraux, et (iii) sur une réduction du poids du service de la dette grâce à des opérations de gestion du passif, notamment en réduisant le coût du refinancement par le biais d'un rehaussement de crédit.

**De telles opérations seraient-elles possibles dans ce contexte ?** Les opérations de gestion de la dette réduisent généralement le service de la dette à court terme, mais nécessitent de trouver de nouvelles sources de financement à des taux abordables. Au taux actuel des marchés, cela ne serait pas faisable. Le rehaussement de crédit serait-il utile ? Les opérations d'échange de dette, telles que celles menées par l'Équateur et le Salvador, ont été des précurseurs (voir Raih 2025 pour plus de détails), mais elles ont généralement eu lieu dans des cas évidents de crise de liquidité ou dans le cadre d'une restructuration.

**Mais même avec la gestion du passif, les niveaux de service de la dette seraient réduits d'environ 10% (passant d'environ 50 % des recettes publiques à environ 45 %), tandis que les coûts d'intérêt à long terme augmenteraient considérablement.** Si elles étaient soutenues par une institution multilatérale, les coûts seraient maîtrisés, mais cela accroîtrait la part de la dette non restructurable.

**En d'autres termes, une telle approche ne fonctionnerait qu'à condition de trouver un prêteur bilatéral généreux, prêt à prendre un niveau élevé de risque souverain, avec le risque que la viabilité au sens du FMI ne soit pas rétablie.**

## b. Le soutien peut-il se concrétiser sans le FMI ? Leçons tirées du Kenya et de l'Égypte

**Est-ce que des financements à taux d'intérêts bas pourraient se concrétiser ? C'est possible, mais il ne faut pas y voir une solution miracle, car cela nécessiterait des concessions.** Des exemples récents au Kenya, au Pakistan et en Égypte ont montré que de nouveaux soutiens bilatéraux peuvent émerger et fournir des financements même dans des situations incertaines. Cependant, il est important d'examiner les conditions : tous les prêts ne se valent pas. Si le Sénégal obtenait des fonds extérieurs pour couvrir ses besoins pour 2026 à des taux élevés, cela aurait des conséquences à l'avenir : les intérêts à payer augmenteraient et rendraient l'ajustement encore plus difficile. L'exemple du Kenya est intéressant, car ce pays a obtenu 1,5 milliard de dollars américains des Émirats arabes unis. Cependant, le coût de cet emprunt était élevé (8,5 %) et le Kenya s'est finalement tourné vers le financement par euro-obligations. Pour le Sénégal, lever des fonds à un taux d'intérêt de 8,5 % ne serait pas soutenable. Le Kenya a également remanié une partie de sa dette détenue par la Chine, convertissant les prêts en yuan. Malgré ses opérations, cela n'a permis la conclusion d'un nouveau programme avec le FMI.

**Certains créanciers bilatéraux exigent un programme du FMI pour prêter dans des situations à haut risque de surendettement. C'est le cas de la plupart des prêteurs de l'OCDE, mais les pays du Golfe et la Chine ont parfois apporté un soutien financier important.** Récemment, l'Égypte, par exemple, a mieux réussi à tirer parti du financement extérieur grâce au soutien important des pays du Golfe. Grâce à cette stratégie, l'Égypte a levé les financements extérieurs nécessaires pour répondre à ses besoins, soit environ 45 milliards de dollars en 2024-2025. Cela a été rendu possible principalement grâce à des investissements directs étrangers des Émirats arabes unis d'un montant de 35 milliards de dollars, qui ont permis à l'Égypte de consolider ses réserves. Mais le cas de l'Égypte relève davantage d'un problème de financement extérieur que d'un problème purement budgétaire, comme c'est le cas au Sénégal. Les investissements directs étrangers ne contribueraient guère à atténuer les tensions budgétaires, même s'ils favorisaient le secteur privé. Les privatisations pourraient toutefois constituer un autre moyen de lever de nouveaux fonds : si les prêts cachés étaient utilisés pour constituer des actifs vendables et générer des recettes pour le gouvernement, cela pourrait alléger les pressions budgétaires. Bien que difficile sur le plan politique, cela pourrait constituer un moyen d'atténuer une politique budgétaire très exigeante.

## c. Serait-il possible de s'appuyer sur les marchés régionaux, tout en menant une politique budgétaire rigoureuse ?

**Deux questions majeures se posent : est-ce faisable et est-ce souhaitable ?** En ce qui concerne la faisabilité, il faudrait voir si les marchés régionaux sont suffisants pour couvrir d'importants besoins de financement, en particulier dans un scénario où le système multilatéral fournit peu de financement net. Le système bancaire régional a été la principale bouée de sauvetage du Sénégal en 2025. Pourrait-il continuer à l'être en 2026 et au-delà ? Dans un tel scénario, les marchés régionaux absorberaient 75 % des émissions brutes, soit environ 11 300 milliards de francs CFA sur la période 2026-2028, en plus des 4 000 milliards émis en 2025 par le biais d'émissions obligataires et de syndications. Actuellement, le système bancaire de la zone détient environ 50 000 milliards de francs CFA d'actifs nationaux nets, dont la moitié sont des crédits accordés aux gouvernements de la zone<sup>18</sup>. Les pondérations de risque sur les obligations d'État n'augmentent pas les besoins en capitaux des banques, mais d'autres contraintes pourraient apparaître : des contraintes de liquidité ou des notations devenant

---

<sup>18</sup> FMI (2025), Article 4 de la zone UEMOA, mai, p. 40

contraignantes. Il subsiste encore beaucoup d'incertitudes quant à l'appétit des investisseurs régionaux, et la zone CFA présente une certaine profondeur, mais des contraintes pourraient apparaître rapidement.

**Cela commencerait également à peser sur les réserves de devises étrangères.** Bien que les performances remarquables des exportations en 2024-2025 aient permis aux réserves d'augmenter rapidement pour atteindre 33 milliards de dollars, le service de la dette du Sénégal s'élève à environ 4 à 5 milliards de dollars par an, en plus d'un déficit courant. Comme il serait largement exclu des emprunts étrangers, cela pourrait créer des tensions sur l'accès aux réserves dans la zone UEMOA, en raison des risques croissants pour le système bancaire régional.

**La deuxième question est de savoir si ce serait souhaitable.** Le transfert des risques vers la région pourrait finir par créer des cercles vicieux entre les banques souveraines, qui deviendraient importants et dépasseraient la capacité du système bancaire sénégalais à soutenir le gouvernement, tout en mettant à rude épreuve le système bancaire régional. En outre, compte tenu de l'offre de crédit relativement inélastique et des difficultés d'accès au financement pour les ménages et les entreprises au Sénégal et dans la région en général, cela pourrait évincer les emprunts privés (Oki et Obiara, 2023).

**Cela créerait également des tensions sur la liquidité pour d'autres États souverains.** Actuellement, une telle stratégie est rendue possible par un partage informel des risques : un membre de l'UEMOA peut emprunter auprès des banques nationales si d'autres ont toujours accès aux marchés internationaux. Ils fournissent une couverture tout en évitant un effet d'éviction de la liquidité régionale. Mais cela risquerait de s'effondrer si les risques sur les marchés régionaux devenaient trop concentrés. En conséquence, sans le soutien du FMI, les forces qui ont permis au Sénégal d'obtenir un appui régional pourraient rapidement s'effondrer.

## 3.2. Option 2 : Restructuration

**Si le FMI estime que la dette n'est pas viable, cela n'implique en aucun cas un défaut.** Il appartient à l'État souverain d'entamer des négociations avec ses créanciers : ni le FMI ni aucun autre acteur extérieur ne sont habilités à demander une restructuration ou un défaut de paiement. Le seul pouvoir du FMI dans ce cas est de décider de ne pas prêter. Le Sénégal devrait alors trouver des sources de financement relativement peu coûteuses, mais en leur absence, le gouvernement devrait entamer des négociations pour restructurer.

### a. Une restructuration pourrait-elle apporter un peu de répit ?

**Par rapport aux coûts de remboursement, quels seraient ceux de l'autre option, qui consiste à négocier avec les créanciers pour restructurer la dette ?** Le Sénégal devra réussir à obtenir une réduction significative à la fois de la valeur actuelle de sa dette et du service de sa dette extérieure. Il existe plusieurs moyens d'y parvenir. Le plus courant est le défaut de paiement : avec une dette à rembourser et l'absence de toute nouvelle source de financement, un gouvernement cessera tout simplement de rembourser ses créanciers. L'avantage est que le service de la dette non remboursée peut alors être mobilisé pour financer les services publics. L'inconvénient est que cela perturberait la capacité à obtenir de nouveaux crédits. Une restructuration précoce, par le biais de négociations avec

les créanciers avant un défaut de paiement, serait utile. Le « Le Cadre commun pour les traitements de dette au-delà de l'ISSD », ou « cadre commun », est le forum de négociation approprié pour un pays comme le Sénégal.

**La réduction du service de la dette serait importante pour les créanciers extérieurs, mais la perte de valeur actuelle serait modérée.** Selon nos calculs, le service de la dette par rapport aux recettes demeure supérieur au seuil de 23 % à moyen terme. Pour maintenir le niveau de référence en dessous de 23 % entre 2026 et 2030, il faudrait réduire le service de la dette d'environ 2 milliards de dollars par an. Étant donné que le service de la dette multilatérale, qui est préférable, représenterait environ 800 millions de dollars, les flux de trésorerie restants seraient inférieurs à 30-40 % des créances. La perte en termes de flux serait donc importante, mais la perte en valeur actuelle pourrait être limitée.

**En général, la restructuration de la dette s'accompagne d'un programme du FMI.** Dans le Cadre Commun, un programme contribue notamment à rassurer les créanciers quant à la surveillance des efforts d'ajustement, ce qui les rend plus enclins à négocier. Les programmes du FMI, dans le contexte d'une restructuration, exigent généralement des ajustements importants de la part d'un pays, notamment un assainissement budgétaire substantiel. Le FMI vise à « éviter les transferts induits des créanciers vers les débiteurs ». Néanmoins, un programme bien négocié pourrait limiter le montant de l'assainissement exigé par le gouvernement.

**Il y a de bonnes raisons pour lesquelles un accord de restructuration pourrait conduire à des coupes budgétaires moins drastiques que la poursuite de la voie actuelle.** Le Sénégal a déjà fait des efforts considérables pour réduire ses déficits en 2025, ce qui sera utile. Le gouvernement a gelé ou arrêté les projets jugés non prioritaires. Toute trajectoire budgétaire négociée avec le FMI doit être crédible et tenir compte des dépenses essentielles : les dépenses sociales, climatiques et de sécurité doivent être protégées. En tant que démocratie stable dans un environnement difficile, le maintien de la stabilité politique est essentiel pour le FMI et ses actionnaires. Cela signifie que les perturbations sociales doivent être minimisées. Il convient également d'éviter de compromettre la croissance actuelle et la résilience future. Avec un effort d'assainissement moindre en 2026-2028, les risques pour la croissance économique seraient réduits.

**Le gouvernement devrait faire valoir que l'inclusion des dettes en CFA dans la restructuration entraînerait des perturbations considérables, qui seraient finalement plus néfastes pour les créanciers extérieurs.** Trois arguments devraient être déterminants : (i) réduire l'indicateur de dette publique totale n'est pas obligatoire dans le cadre du LIC-DSF (par opposition à celui de la dette publique externe uniquement), (ii) traiter la dette publique en CFA n'est pas nécessaire pour rétablir la viabilité et (iii) ce serait inefficace.

- **Premièrement, les indicateurs qui importent pour fixer l'enveloppe d'un pays dans le cadre de la LIC-DSF concernent tous la dette extérieure.** En principe, celle-ci est définie en fonction de la résidence. Dans le cas de l'UEMOA, le principe établi de longue date consiste à adopter une définition différente, fondée sur la monnaie. Cela est logique : l'UEMOA est une zone intégrée dotée d'un marché pleinement intégré (non seulement pour les transactions secondaires, mais aussi pour les émissions primaires). Cela signifie que toutes les dettes en CFA sont traitées comme des dettes intérieures dans la DSA et n'auraient pas d'incidence directe sur les objectifs de restructuration. Le LIC-DSF comprend également un « critère de référence » sur la valeur actuelle de la dette publique par rapport au PIB, mais celui-ci n'est généralement pas utilisé comme seuil contraignant.

- **Deuxièmement, la restructuration de la dette intérieure n'est pas nécessaire pour garantir la soutenabilité budgétaire.** Les taux d'intérêt réels sur la dette en CFA restent raisonnables. La restructuration de la dette intérieure se justifie lorsque les marchés sont devenus « pathologiques », c'est-à-dire lorsque les coûts d'intérêt nominaux et réels sont si élevés que les soldes primaires nécessaires pour les rembourser sont irréalisables. En particulier, le programme ghanéen d'échange de dette intérieure (DDEP) était nécessaire en raison des taux d'intérêt intérieurs très élevés dans les années précédant le défaut de paiement. Le poids budgétaire du remboursement de la dette intérieure était si élevé qu'une restructuration s'imposait.
- **Troisièmement, impliquer la dette en CFA créerait des risques pour la stabilité financière.** Cela pourrait aggraver la situation non seulement pour les banques sénégalaises, mais aussi pour la zone dans son ensemble, créant ainsi des risques de contagion. Dans le cas particulier de l'UEMOA, la stabilité de la zone pourrait être menacée. En fin de compte, les coûts de la recapitalisation des banques pourraient être supérieurs aux gains, ce qui aggraverait la situation de tous, y compris celle des créanciers externes. Dans le cas du Sri Lanka, la restructuration de la dette intérieure a épargné le secteur bancaire, faisant peser l'ajustement sur les épaules de la banque centrale et des fonds de pension.

**Les créanciers extérieurs pourraient souhaiter que la dette en CFA soit également restructurée, mais cela devrait être évité pour préserver la stabilité financière générale de la région.** Cependant, à mesure que le temps passe et que la dette intérieure remplace la dette extérieure, les arguments contre la restructuration de la dette en CFA risquent de s'affaiblir, en particulier si la viabilité budgétaire ne peut être rétablie en traitant uniquement la dette en devises étrangères.

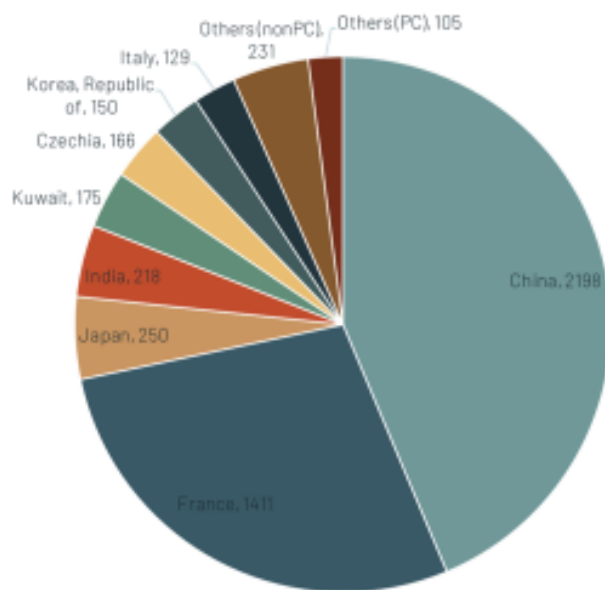
#### **b. La restructuration n'est jamais indolore, mais il devrait y avoir un consensus international pour agir rapidement et efficacement**

**Les expériences récentes en matière de restructuration de la dette ont été négatives, mais des améliorations ont également été constatées.** Les expériences récentes de restructuration peuvent expliquer le scepticisme des autorités sénégalaises à l'égard d'un tel processus. Sur les quatre cas de restructuration dans le cadre du cadre commun (Tchad, Zambie, Ghana, Éthiopie), ainsi que sur les deux cas récents de pays ne relevant pas du cadre commun, impliquant des créanciers privés (Sri Lanka et Suriname), les délais ont été longs (entre deux et quatre ans, FMI 2025), incertains et ont entraîné des coûts considérables pour les gouvernements et les populations. Toutefois, entre la Zambie en 2020 et le Ghana en 2022, les délais se sont raccourcis. La restructuration du Ghana a été la plus rapide : ses discussions avec les créanciers bilatéraux ont débuté en février 2023 et, en mai 2023, le comité des créanciers officiels a été créé et des assurances de financement suffisantes ont permis de conclure un accord avec le FMI. Cet accord a été officialisé par un accord de principe en janvier 2024. Bien que meilleurs qu'en Zambie, ces délais devraient encore être raccourcis pour le prochain cas.

**Les réformes récentes et les améliorations procédurales seront utiles si le Sénégal décide de présenter une demande.** La « Global Sovereign Debt Roundtable » a établi un « [guide](#) » comprenant des calendriers indicatifs du processus de restructuration. Compte tenu des négociations en cours entre le gouvernement et le FMI au sujet d'un programme, la conclusion d'un *Staff Level Agreement* pourrait être relativement rapide. À partir de là, il faudrait compter deux mois pour obtenir des

assurances de financement<sup>19</sup> (déblocage de l'approbation du programme et des décaissements du FMI et d'autres financements multilatéraux), et moins de six mois pour parvenir à un accord de principe. La composition des créanciers bilatéraux est relativement concentrée : la Chine détient 43 % du stock et la France 30 %. Un accord politique rapide et de haut niveau devrait signaler le soutien au processus dès le début. Si un tel accord n'est pas conclu, le paysage pourrait être plus complexe, avec un grand nombre de créanciers plus petits et plus fragmentés, membres ou non du Club de Paris (graphique 6). Quoique plus difficile à faire accepter par les créanciers, une autre réforme ambitieuse qui pourrait être inaugurée avec le Sénégal serait l'adoption d'un gel du service de la dette pendant les négociations.

**Graphique 6. Composition des créanciers bilatéraux (à la fin de 2024)**



Source : Banque mondiale, *Statistiques internationales de la dette*, 2025

**Les négociations avec les créanciers privés prendront du temps, mais elles pourraient être l'occasion d'accélérer le processus.** Hagan et Setser (2024) ont proposé de créer une voie parallèle, avec un partage structuré des informations, afin de permettre aux discussions avec les créanciers privés d'avancer plus rapidement. Le GSDR a également proposé une réunion convoquée par le débiteur, au début du processus, afin de partager des informations avec les créanciers bilatéraux et privés. Ces innovations devraient être mises en œuvre pour réduire les délais, tant pour les créanciers bilatéraux que pour les créanciers privés.

**Néanmoins, la restructuration entraînera des coûts.** Les pertes pour les créanciers privés risquent d'être importantes, avec une réduction du service de la dette au cours des dix prochaines années, et seront compliquées par le grand nombre de créanciers privés non garantis (prêts bancaires, créances garanties, etc.). Néanmoins, les politiques de prêt en cas d'arriérés permettent au FMI d'effectuer des décaissements pendant que ces négociations sont en cours. Le rétablissement d'un Club de Londres a été proposé (Lazard 2025, FDL 2025). À tout le moins, une communication plus précoce des

<sup>19</sup> En novembre 2024, le FMI a révisé ses procédures afin d'obtenir des garanties « crédibles et spécifiques » en matière d'allègement de la dette (FMI 2024). Cette mesure n'a pas été utilisée dans le cadre de la nouvelle restructuration de la dette, mais pourrait contribuer à accélérer les processus, en particulier en ce qui concerne les institutions officielles chinoises (Henning 2024, et également <https://x.com/TheoMaret/status/1858989219571790319>).

informations pourra être utile. Les créances des plurilatéraux africains ont également été source de controverse dans des cas récents (Ghana, Malawi, Zambie). Il s'agit là de questions importantes qui freinent une restructuration rapide et efficace, mais, en fin de compte, les montants en jeu sont généralement faibles.

**Une préoccupation souvent évoquée porte sur les conséquences de la restructuration sur la notation.** Le Sénégal a été déclassé à CCC+ par S&P et à Caa1 par Moody's, soit 4 crans au-dessus du seuil de défaut de paiement. La restructuration de la dette placerait le Sénégal en situation de défaut de paiement, du point de vue de la notation. Cependant, les agences de notation sont tournées vers l'avenir : une fois le défaut de paiement effacé et les obligations échangées, les notations rebondiront, surtout si la restructuration est suffisamment profonde, et permet à la dette d'être soutenable avec probabilité élevée. Par exemple, la notation de S&P pour le Ghana est désormais B-, soit supérieure à celle du Sénégal. Si le Sénégal ne procède pas à une restructuration et reste fragile, il pourrait conserver longtemps une notation proche du défaut de paiement.

---

## 4. Leçons à tirer des fragilités budgétaires dans le contexte des unions monétaires

---

**Les unions monétaires créent des externalités macro-budgétaires.** Lorsqu'un membre présente des déficits importants et dépend du financement régional, les coûts sont en partie socialisés par le biais du système financier commun et des réserves mises en commun. Il est donc essentiel de disposer de cadres budgétaires crédibles et applicables, ainsi que d'un partage rapide des données, car la politique monétaire et la position de réserve de l'union reflètent en fin de compte l'ensemble des politiques des membres.

**L'architecture CFA/UEMOA assure la stabilité, mais ne dispose toujours pas d'un cadre de résolution des crises pleinement articulé.** Les réformes récentes ont modifié d'importants aspects de la gouvernance (par exemple, le rôle de la France dans la gouvernance de la BCEAO en temps normal et la fermeture du compte d'opérations), tout en maintenant l'ancrage à l'euro et la garantie de convertibilité. L'épisode sénégalais montre que la modernisation institutionnelle ne peut se substituer à des outils opérationnels de gestion des crises ni à des accords clairs de partage des charges.

**L'épisode sénégalais n'est pas seulement une question nationale : il met à l'épreuve la résilience du système bancaire et souverain intégré de l'UEMOA, ainsi que celle du marché régional des titres d'État.** Même si tout traitement de la dette vise en fin de compte à épargner la plupart des obligations en monnaie nationale, le passage du Sénégal au financement régional, combiné à des structures collatéralisées, peut transmettre des tensions par le biais des expositions souveraines des banques et des conditions de liquidité, resserrant le financement dans toute l'Union et se répercutant sur le crédit privé<sup>20</sup>.

---

<sup>20</sup> Voir le FSAP de la UEMOA du FMI et la surveillance ultérieure du FMI sur les risques bancaires de la UEMOA, ainsi que Ndiaye (2025).

## Ceci conduit à préconiser trois mesures prophylactiques immédiates :

- i. **Diagnostics et tests de résistance à l'échelle du système.** En s'appuyant sur les stress tests financiers de l'UEMOA (dans le cadre des FSAPs), y compris les scénarios de crise souveraine via le lien souverain-bancaire, les autorités devraient quantifier l'impact sur les fonds propres et la liquidité : a) des prolongations de maturité/décotes sur les expositions du Sénégal dans différents périmètres ; b) des chocs de liquidité liés au financement collatéralisé (y compris les TRS) ; et c) des effets de second tour via des taux plus élevés, une croissance plus faible et des prêts non performants. La publication des résultats agrégés (sans nommer les banques) peut contribuer à renforcer la confiance.
- ii. **Un filet de sécurité régional à plusieurs niveaux.** D'autres régions intégrées complètent les ressources du FMI par des filets de sécurité régionaux formels, par exemple le Mécanisme européen de stabilité (MES) dans la zone euro et l'Initiative multilatérale de Chiang Mai (CMIM) en Asie. Les travaux du FMI sur la collaboration avec les accords de financement régionaux soulignent qu'un filet de sécurité crédible nécessite des conditions claires, de la transparence et un cadre de programme cohérent en cas de cofinancement avec le Fonds (FMI 2013 ; FMI 2017). L'Afrique explore actuellement la possibilité de créer un mécanisme africain de stabilité financière hébergé par la BAD. L'UEMOA devrait évaluer si un instrument de type AFSM ou un mécanisme spécifique à l'UEMOA pourrait fournir un soutien de liquidité conditionnel et fondé sur des règles aux membres confrontés à des fermetures de marchés, sous réserve d'une transparence stricte en matière d'endettement et d'un ajustement crédible.
- iii. **Protection des réserves et gestion de la confiance.** Dans un scénario de contagion du risque extrême, la préservation des réserves externes communes devient essentielle pour garantir le maintien du taux de change fixe et la stabilité financière. Cela nécessite un ajustement budgétaire crédible à l'échelle de l'union, une mobilisation rapide de financements extérieurs concessionnels et la mise en place de plans d'urgence en cas de demande désordonnée de devises étrangères. Selon le point de vue institutionnel du FMI, des mesures temporaires et ciblées de gestion des flux de capitaux peuvent faire partie de la panoplie d'outils dans des circonstances exceptionnelles, à condition qu'elles soient transparentes, temporaires et intégrées à un ensemble plus large de mesures de stabilisation macrofinancière (FMI 2022).

**Préserver les réserves pour éviter la contagion.** Dans le cadre de la boîte à outils mise au point pendant la crise de la zone euro, le FMI a développé une approche permettant de déterminer quand les conditions pourraient s'appliquer à l'union, en plus de celles qui s'appliquent à un pays spécifique<sup>21</sup>. Celle-ci devrait être utilisée pour la région de l'UEMOA dans le contexte de la crise actuelle. Elle pourrait être mise en œuvre en faisant des réserves internationales un objectif explicite de l'union et en considérant l'accumulation de réserves comme une contrainte pour la coordination des politiques macroéconomiques. Au niveau de l'union, il convient d'étudier les conditions dans lesquelles une transition ordonnée et fondée sur des règles, d'un régime de parité fixe à un régime plus flexible, pourrait être gérée comme une option d'urgence (plutôt que comme une option de base). Une flexibilité

---

<sup>21</sup> FMI (2018) : « Le seuil à partir duquel le Fonds subordonne l'utilisation de ses ressources à une mesure politique prise par une institution au niveau de l'Union est le même que pour les politiques relevant du contrôle du membre: la mesure doit être jugée essentielle à la réussite du programme. »

supplémentaire peut faciliter l'ajustement dans les cas extrêmes en allégeant une partie du fardeau de l'absorption intérieure. En cas de sorties désordonnées, envisager des mesures temporaires et ciblées de gestion des flux de capitaux afin de limiter les sorties. L'objectif ne serait pas de défendre le taux de change fixe à tout prix, mais de préserver la stabilité financière et de contenir la contagion sans épuiser les réserves.

**Incitations et mise en application.** La crise sénégalaise met également en évidence une externalité classique des unions monétaires : l'accès à des réserves communes et à un marché financier partagé peut affaiblir la discipline de marché et favoriser le « parasitisme » si les critères de convergence ne s'appliquent pas. La littérature sur les règles budgétaires montre que les règles numériques, sans institutions solides, sans surveillance indépendante, sans mécanismes de correction crédibles et sans application significative, ont tendance à être contournées (par exemple, Eyraud et al. 2018). Les travaux récents du FMI sur l'UEMOA mettent l'accent sur le renforcement du cadre budgétaire régional, y compris les mécanismes d'application et de transparence, afin de réduire le risque de dérapages futurs qui imposent des coûts à l'ensemble de l'union.

**Il y a également des enseignements spécifiques à tirer pour les prêteurs bilatéraux et le FMI : il est urgent d'améliorer la transparence de la dette publique.** Le nouvel élément est qu'au-delà de la divulgation légale des contrats (par exemple, l'initiative PublicDebtIsPublic), une attention particulière doit être accordée aux transactions effectuées dans le cadre de ces contrats. Les engagements ont été relativement bien enregistrés dans les statistiques internationales de la dette (à l'exception de 2023), mais les décaissements n'ont pas été déclarés. Cela devrait susciter des inquiétudes lorsque les pays ont accumulé un volume important de prêts engagés qui ne sont pas décaissés. Une réconciliation beaucoup plus systématique des prêts, tant au niveau des engagements que des transactions, devrait être la norme pour les créanciers extérieurs. Il existe encore de nombreuses inconnues concernant une grande partie de la « dette cachée », en particulier sa composante nationale, qui nécessite un examen plus approfondi.

## Conclusion

**Le Sénégal aborde l'année 2026 avec une dette publique galopante et une marge de manœuvre très limitée ; il ne reste plus aucune « bonne » option à l'ordre du jour.** La boussole que nous présentons dans cette note indique deux grandes voies possibles. La première consiste à éviter la restructuration et à tenter un refinancement à grande échelle tout en maintenant une politique budgétaire exceptionnellement restrictive pendant une période prolongée. La seconde consiste à poursuivre une restructuration, soutenue par le FMI, des créances extérieures bilatérales et privées afin de réduire le service de la dette à court terme et de rendre l'ajustement budgétaire nécessaire moins contre-productif, tout en cherchant à protéger les prêteurs régionaux et le système financier de l'UEMOA contre des pertes déstabilisantes.

**La voie « sans restructuration » doit être considérée comme un corridor étroit plutôt qu'une stratégie solide.** Même si elle peut fonctionner dans des conditions favorables, elle nécessite simultanément (i) une consolidation suffisamment importante pour rassurer les créanciers sans nuire à la croissance et aux recettes, et (ii) un refinancement considérable à des taux exceptionnellement

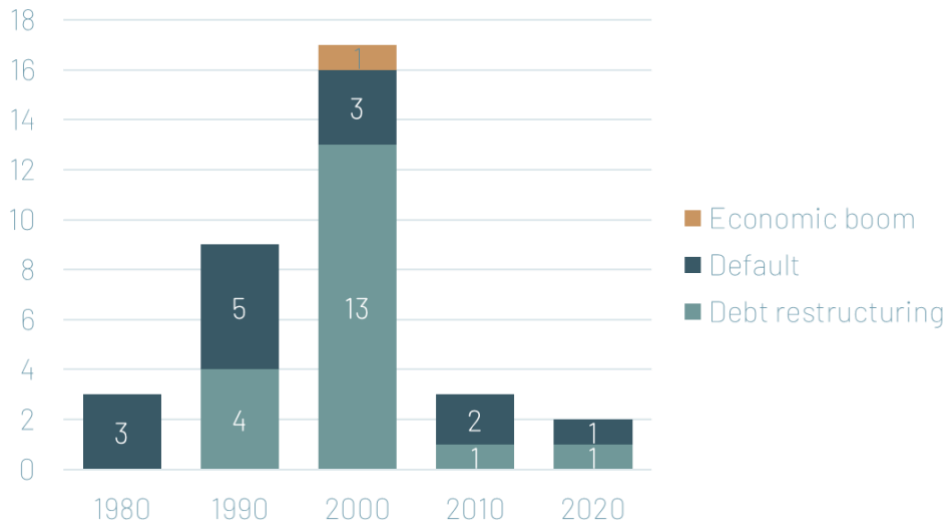
bas de la part de partenaires prêts à prendre des risques souverains à grande échelle, conditions qui peuvent s'avérer difficiles à maintenir sur le plan politique. Le calendrier de refinancement rend également les retards coûteux. Les paiements externes commencent à arriver à échéance de manière concentrée, à commencer par l'amortissement des euro-obligations en mars 2026 ; le recours continu à des échéances courtes et à des structures garanties risque de resserrer les relations entre l'État et les banques et de transférer le problème vers le bilan régional.

**Si le traitement de la dette est poursuivi, la principale leçon tirée des crises récentes est qu'il faut viser une résolution rapide et globale, plutôt que « trop peu, trop tard ».** Un choix stratégique clé dans cette voie est le périmètre de restructuration de la dette : préserver les passifs en monnaie nationale détenus au sein de l'UEMOA n'est pas seulement une préférence en matière de répartition ; il s'agit plutôt d'un impératif macro-financier visant à prévenir une contagion régionale et un resserrement plus général du crédit qui, en fin de compte, aggraverait la situation du Sénégal et de ses créanciers extérieurs.

**Enfin, le cas du Sénégal se situe à la croisée de la politique démocratique nationale et de la géopolitique mondiale.** La voie vers la restructuration sera négociée dans un environnement international où la coordination des créanciers est politiquement sensible et où les récents traitements de la dette ont souvent été lents et coûteux pour les citoyens. Cet épisode montrera si une démocratie stable au sein d'une union monétaire crédible peut surmonter un choc lié à un endettement élevé sans sacrifier la cohésion sociale et la stabilité financière régionale, et si le système international peut offrir une sortie plus rapide, plus équitable et plus prévisible de la crise de la dette souveraine.

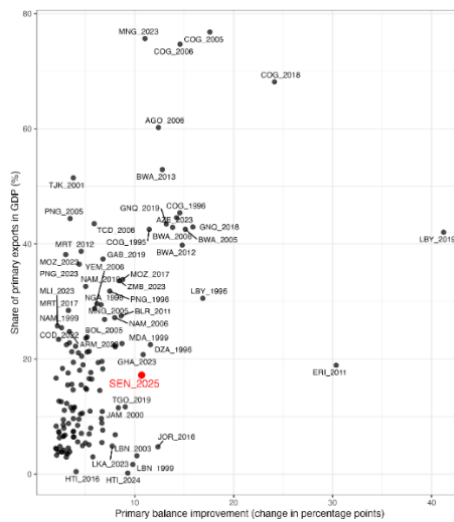
# Annexes

**Annexe Tableau A : Résolutions relatives à la dette pour les pays dont la dette dépasse 100 % du PIB**



Sources : WEO, octobre 2025, Asonuma Trebesch (mise à jour 2016 et 2023), divers documents du FMI

**Annexe Tableau B : Consolidations et matières premières**



Sources: IMF WEO, UNCTAD (for commodity exports)

Note: A sustained consolidation episode is defined as a reduction of the primary balance over 3 years of at least 2 percentage points of GDP, in a continuous manner (no reversal in a given year). Senegal stands out as it would be one of the largest consolidation without significant access to commodities, or post-conflict recovery, or debt reduction.

## Annexe 2. Hypothèses retenues pour notre analyse de la viabilité de la dette du Sénégal, 2026-2040

### Nous formulons ici un certain nombre d'hypothèses.

- Variables macroéconomiques et budgétaires** : nous avons utilisé les projections du WEO pour la croissance du PIB (nominal et réel), le taux de change USD/FCFA ainsi que les dépenses et recettes publiques jusqu'en 2030. Après 2030, nous considérons que le solde primaire s'adapte à la charge d'intérêt : nous supposons que le gouvernement fera tout ce qui est en son pouvoir pour maintenir un déficit global de 3 %. Nos besoins de financement bruts sont donc fixés dans des scénarios de financement (c'est-à-dire qu'en cas de choc sur les taux d'intérêt, la politique budgétaire s'adapterait).
- Charge d'intérêt** : pour la charge d'intérêt publique, nous avons utilisé le LFR 2025 pour 2025 et le LFI 2026 pour 2026, et le WEO pour 2027-2030. Le WEO ne tient pas compte des intérêts publics externes, nous avons donc utilisé le DBPEP. Le calendrier d'amortissement provient du DBPEP. Nous l'avons prolongé jusqu'en 2040 en projetant de manière linéaire la baisse des intérêts pour la dette intérieure et extérieure (à un rythme plus lent pour la dette extérieure, compte tenu de l'existence de prêts concessionnels à très long terme).
- Hypothèses de financement** : cela nous donne les besoins de financement bruts pour 2026-2040, pour lesquels nous devons formuler des hypothèses de financement. Dans notre scénario, le FMI accorde 1,5 milliard de dollars de prêts entre 2026 et 2028, et d'autres organismes multilatéraux fournissent 1 à 2 milliards de dollars par an (25 % des besoins de financement en 2026, passant à 30 % en 2028, puis restant constants), à un taux d'intérêt moyen de 2,5 % (2 % pour l'aide budgétaire, 3 % pour les projets). Les prêteurs privés et bilatéraux non concessionnels fournissent 15 % des besoins de financement en 2026, pour descendre à 10 % en 2030. Nous estimons leur coût de prêt à 8 % en moyenne, avec une échéance de 8 ans et un délai de grâce de 3 ans. Le reste (48 % en 2026, augmentant progressivement pour atteindre 60 % en 2030) est financé en FCFA, avec des échéances variables et des taux d'intérêt d'environ 6,5 % en moyenne.

## Références

- Aguiar, M. and Amador, M.** (2020). 'Self-Fulfilling Debt Dilution: Maturity and Multiplicity in Debt Models'. *American Economic Review*.
- Aguiar, Mark, Manuel Amador, Hugo Hopenhayn, and Iván Werning (2019).** "Take the Short Route: Equilibrium Default and Debt Maturity," *Econometrica*, 87(2): 423-462.
- Asonuma, Tamon; Trebesch Christoph.** (2016). *Sovereign Debt Restructurings: Preemptive or Post-Default*. *Journal of the European Economic Association*, Vol. 14, No. 1 (February 2016), pp. 175-214
- Atsebi, Jean-Marc B.; Gueorguiev, Nikolay; Nose, Manabu.** (2025). *Enhancing Tax Capacity: Revenue Gains from Strengthening Tax Administration*. IMF Working Paper.
- Balasundharam Vybhavi, Olivier Basdevant, Dalmacio Benicio, Andrew Ceber, Yujin Kim, Luca Mazzone, Hoda Selim and Yongzheng Yang,** 2023. "Fiscal Consolidation: Taking Stock of Success Factors, Impact, and Design," *IMF Working Papers 2023/063*, International Monetary Fund.
- Besley, Timothy, and Torsten Persson.** (2014). "Why Do Developing Countries Tax So Little?" *Journal of Economic Perspectives* 28 (4): 99-120.
- Caselli, Francesca, Matilde Faralli, Paolo Manasse, Ugo Panizza,** "On the Benefits of Repaying," *Journal of the European Economic Association*, 2025; jvaf036, <https://doi.org/10.1093/jeea/jvaf036>
- Cassimon, Danny, Dennis Essers, Andrea F Presbitero.** (2025). *Debtor (Non-)Participation in Sovereign Debt Relief: A Real Option Approach*, *The World Bank Economic Review*, Volume 39, Issue 4, November 2025, Pages 924-955.
- Coulibaly, Louphou; Ndiaye, Abdoulaye.** (2025). *Hidden Debt Revelation and Optimal Default*.
- De Grauwe, Paul** (2011). The governance of a fragile Eurozone. *Revista de Economía del Rosario*, 13(25), 33-41.
- De Grauwe, Paul, & Ji, Yuemei** (2013). Self-fulfilling crises in the Eurozone: An empirical test. *Journal of International Money and Finance*, 34, 15-36.
- Di Lorenzo, Paolo; Lacey, Eric Anthony.** (2024). *A Primer on Restoring Fiscal Space and Sustainability*. Washington, D.C.: World Bank Group.
- Dincecco, Mark; Katz, Gabriel.** (2016). *State Capacity and Long-Run Economic Performance*. *The Economic Journal*, Vol. 126, No. 590 (FEBRUARY 2016), pp. 189-218
- Eyraud, Luc & Xavier Debrun & Andrew Hodge & Victor Duarte Lledo & Catherine A Pattillo,** 2018. "Second-Generation Fiscal Rules: Balancing Simplicity, Flexibility, and Enforceability," *IMF Staff Discussion Notes 2018/004*, International Monetary Fund.
- Finance for Development Lab (2025)** "Restructuring Sovereign Debt: Lessons From the Past, Reforms for the Future", *FDL Short note*, [https://findevlab.org/wp-content/uploads/2025/04/FDL\\_Short-Note\\_Debt-Restructuring-Webinar\\_April25.pdf](https://findevlab.org/wp-content/uploads/2025/04/FDL_Short-Note_Debt-Restructuring-Webinar_April25.pdf)
- Gallagher, Kevin P.; Kozul-Wright, Richard.** (2022). *The Case for a New Bretton Woods*
- Goyal, Radhika; Jensen, Andres; Lagakos, David; Ndiaye, Abdoulaye.** (2025). *Tax Productivity and Economic Development: A Quantitative Macroeconomic Analysis*
- Graf von Luckner, Clemens; Farah-Yacoub, Juan P.** (2023). *The Human Costs of a Failing Global Debt System*.

**Guler, Bulent & Önder, Yasin Kürşat & Taskin, Temel.** (2025). "Sovereign Debt Disclosure" *Journal of International Economics*, Elsevier, vol. 157.

**Hagan, Sean.** (2025). *The IMF's exceptional access policy: it's not working*, Finance for Development Lab Policy Note.

**Hagan, Sean, and Brad Setser (2024).** "Restructuring Sovereign Debt: The Need for a Coordinated Framework," *Peterson Institute for International Economics Policy Brief 24-4*, May.

**Hatchondo, J. C., & Martinez, L.** (2013). *Sudden Stops, Time Inconsistency, and the Duration of Sovereign Debt*. *International Economic Journal*, 27(2), 217-228.

**Henning, C. R.,** "The IMF's April 2024 Policy Reforms and Sovereign Debt Restructuring", *CIGI Papers No 304*, September

**Horn, Sebastian; Mihalyi, David; Nickol, Philipp; Sosa-Padilla, César.** (2024). *Hidden Debt Revelations*. NBER Working Paper 32947.

**IEO (Independent Evaluation Office of the IMF).** (2024). *The IMF's Exceptional Access Policy* (Evaluation).

**International Monetary Fund.** (2025). *Building Tax Capacity for Growth and Development* (Departmental Paper).

**IMF (2013),** "Sovereign Debt Restructuring—Recent Developments And Implications For The Fund's Legal And Policy Framework" *Staff Paper*

**IMF (2025),** "A Stocktaking of The Current International Architecture for Resolving Sovereign Debt Involving Private Sector Creditors", *Policy Paper*, October

**International Monetary Fund.** (2022). *WAEMU Financial Sector Assessment Program (FSAP) and Technical Notes* (incl. stress testing).

**International Monetary Fund.** (2024). *Key Banking System Risks in the WAEMU* (Selected Issues Paper No. 2024/014).

**International Monetary Fund.** (2022). *Review of the Institutional View on Liberalization and Management of Capital Flows* (Policy Paper).

**International Monetary Fund.** (2013; 2017). IMF policy papers on *Regional Financing Arrangements* and IMF-RFA collaboration.

**Lazard (2025),** "The 2020-2025 Sovereign Debt Crisis: What have we learnt and what lies ahead?", January: <https://www.lazard.com/research-insights/the-2020-2025-sovereign-debt-crisis-what-have-we-learnt-and-what-lies-ahead>

**Mosley and Rosendorff (2022)** "I Will Survive: The Domestic Politics of Debt" , Blog post from Just Money symposium

**Oki, T; Obiora K.** (2023). *Crowding Out in Shallow Markets*. mimeo

**Pappada, Francesco & Zylberberg, Yanos.** (2025). "The Dynamics of Informality and Fiscal Policy under Sovereign Risk," *Bristol Economics Discussion Papers 25/795*, School of Economics, University of Bristol, UK.

**Perrin, Francis** (2025), « Le Sénégal à l'heure pétrolière et gazière offshore », *Policy Center for the New South*, Policy Brief 29-25, May

**Reinhart, Carmen M.; Rogoff, Kenneth S.; Savastano Miguel A.** (2003). *Debt Intolerance* (NBER Working Paper 9908)

**Reuters / AfDB-AU initiative coverage.** (2025). Reporting on the approval of an *African Financial Stability Mechanism (AFSM)*.

**Valencia, Oscar & Gamboa-Arbeláez, Juliana & Sánchez, Gustavo.** (2025). "Fiscal Adjustments and the Asymmetric Effect of Oil Shocks" *IDB Publications (Working Papers) 13980*, Inter-American Development Bank.

**Vasquez, Hugo A.** (2024). *The Legal Foundations of Public Debt Transparency* (IMF Working Paper).

**World Bank.** (2025). *Radical Debt Transparency* (report).

**OECD.** (2024). *Debt Transparency Initiative* report(s).



**Contact** | **Finance for Development Lab**

[communications@findevlab.org](mailto:communications@findevlab.org)  
[www.findevlab.org](http://www.findevlab.org)