



RÉPUBLIQUE ISLAMIQUE DE MAURITANIE

Honneur - Fraternité – Justice

MINISTÈRE DES FINANCES

DIRECTION DE LA DETTE PUBLIQUE

STRATEGIE DE GESTION DE LA DETTE A MOYEN TERME 2026-2028



OCTOBRE 2025

SOMMAIRE

ABREVIATIONS ET ACRONYMES	3
RESUME	4
I. INTRODUCTION	6
II. EVOLUTION ET STRUCTURE DE LA DETTE.....	8
III. CARACTERISTIQUES DES COUTS ET RISQUES DU PORTEFEUILLE ACTUEL	10
IV. PRÉVISIONS MACRO-BUDGÉTAIRES	12
V. SOURCES DE FINANCEMENT.....	12
5.1 Sources extérieures	13
5.2 Sources intérieures	13
VI. DESCRIPTION ET ANALYSE DES STRATEGIES ALTERNATIVES DE FINANCEMENT	14
VI. Prise en compte des scenarios de choc dans les différentes Stratégies	14
6.1Hypothèses relatives aux variables de marché et scénarios de chocs	15
6.1.1 Hypothèses de base relatives aux variables de marché	15
6.1.2 Hypothèses relatives aux scénarios de choc	16
6.2 Cibles et indicateurs de référence	17
VII. DESCRIPTION ET ANALYSES COMPARATIVES DES QUATRE (4) STRATEGIES	17
VIII. PLAN ANNUEL DE FINANCEMENT	21
Graphique 1. Évolution de la dette publique (en millions USD)	8
Graphique 2. Encours projeté de la dette extérieure par catégorie de créanciers extérieurs à fin 2025 ..	9
Graphique 3. Endettement intérieur projeté à fin 2025	9
Graphique 4. Composition en devises du portefeuille de la dette à fin 2024	10
Graphique 5. Profil de remboursement de la dette projeté à fin 2025 (En millions de USD)	12
Graphiques 6. Profil d’amortissement en 2025	21
Tableau 1. Principaux indicateurs de coût et risque du portefeuille à fin 2025	11
Tableau 2. Prévisions des principaux indicateurs macro-budgétaires (en milliards MRU).....	12
Tableau 3. Répartition des nouveaux financements par stratégie (2028)	14
Tableau 4. Présentation des instruments stylisés	15
Tableau 5. Hypothèses sur les taux de change.....	16
Tableau 6. Financement des stratégies à fin 2028.....	18
Tableau 7. Indicateurs des coûts et des risques en 2028	19
Tableau 8. Plan annuel d’emprunt en 2026	22

ABRÉVIATIONS ET ACRONYMES

AVD	Analyse de viabilité de la dette
AED	Dirham des Emirats Arabes Unis
BAD	Banque Africaine de Développement
BCM	Banque Centrale de Mauritanie
BiSD	Banque Islamique de Développement
BM	Banque Mondiale
BT	Bons du trésor
CNDP	Comité National de la Dette Publique
CNUCED	Conférence des Nations Unies pour le Commerce et le Développement
CNY	Yuan chinois
DCCGT	Direction de la Centralisation Comptable et de la Gestion de Trésorerie
DDP	Direction de la dette publique
DGB	Direction générale du budget
DGFCE	Direction Générale des Financements et de la Coopération Economique
DGTCP	Direction Générale du Trésor et de la Comptabilité Publique
DTS	Droits de tirages spéciaux
FAD	Fonds africain de développement
FADES	Fonds arabe pour le développement économique et social
FIDA	Fonds international de développement agricole
FKDEA	Fonds koweïtien pour le Développement économique arabe
FMI	Fonds Monétaire International
FRD	Facilité pour la résilience et la durabilité
FSD	Fonds saoudien de développement
GBP	Livre sterling
ICO	Institut officiel de crédit
IDA	Association Internationale de Développement
KWD	Dinar koweïtien
MAED	Ministère des Affaires Economiques et du Développement
MF	Ministère des Finances
OPEP	Organisation des pays exportateurs de pétrole
OT	Obligations du trésor
PAGEP	Projet d'appui à la gestion des entreprises publiques
PIB	Produit intérieur brut
SAR	Ryal saoudien
SCAPP	Stratégie de croissance accélérée et de prospérité partagée
SDMT	Stratégie de gestion de la dette à moyen terme
SVT	Spécialistes Valeur Trésor
SYGADE	Système de gestion et d'analyse de la dette

RÉSUMÉ

Le présent rapport présente les résultats de la stratégie d'endettement public (SDMT) 2026-2028 élaborée sous le leadership de la Direction de la dette publique qui a bénéficié de l'assistance technique de la Banque africaine de développement à travers le PAGEP. Il s'agissait en réalité de procéder à l'actualisation de la SDMT élaborée l'année dernière et d'évaluer sa mise en œuvre via le niveau d'exécution du plan annuel d'emprunt adossé à la stratégie qui a été choisie par le Comité national de la dette publique (CNDP) de Mauritanie. Cette assistance s'est déroulée en mode distanciel (29 septembre au 04 octobre) et en mode présentiel (05-19 octobre 2025) à Nouakchott.

Le refinancement de la dette intérieure est la principale vulnérabilité du portefeuille. Près de 48,46% de l'encours de la dette intérieure doit être remboursé dans un contexte de forte prédilection des investisseurs pour les Bons du Trésor, de durée moyenne de remboursement assez limitée et où en cas de dépréciation modérée ou forte du MRU, le coût du service de la dette pourrait augmenter en raison de la part de la dette libellée en dollar US et en Euros

A l'aide de l'outil analytique de la SDMT, quatre stratégies de financement ont été évaluées pour répondre à ces défis. Eu égard au niveau actuel modéré de viabilité de la dette de la Mauritanie et sa capacité d'absorption limitée du marché intérieur de la dette, les marges de manœuvre dans le choix de stratégie portent principalement sur une hausse de la part de la dette extérieure dans trois stratégies alternatives qui ont été adoptées, avec une orientation résolue vers la mobilisation de financements concessionnel et semi-concessionnel à partir des emprunts restant à décaisser et d'autres de même nature qui seraient conclus pendant la période couverte par la SDMT qui envisage le recours à un financement non concessionnel.

La stratégie d'endettement la plus appropriée est celle qui allie la hausse des emprunts extérieurs concessionnels et semi-concessionnels combinée à un rallongement de la maturité du portefeuille de la dette intérieure. En effet, c'est celle qui atténue le risque de refinancement sur des échéances de paiement plus longues, tandis que la dette à payer dans un an est la moins élevée comparativement aux autres stratégies.

Les différentes stratégies évaluées font ressortir quelques messages clefs :

- **Diversifier les sources extérieures de financement.** La mise en œuvre de la stratégie choisie va nécessiter une attitude proactive dans la recherche et la mobilisation des opportunités de financement extérieur dans des conditions de coûts et de risques minimisés. Cette approche reste limitée à quelques créanciers extérieurs traditionnels, dans un contexte de plus en plus marqué par des changements des conditions d'emprunt des créanciers qui portent sur des niveaux de concessionnalité moins favorables qu'il y a dix ans (cas du FADES). De plus, les financements de type Eximbank pourraient être mieux sollicités, tandis que de nouveaux guichets d'emprunt pourraient être explorés autant du côté des scandinaves que du côté des pays baltes et des pays d'Asie comme la Corée du Sud qui propose des conditions de financement à conditions assez favorables.

- **Renforcer la communication avec les acteurs du marché.** La Mauritanie ne dispose pas actuellement d'une base d'investisseurs capable de soutenir des volumes élevés de titres publics à moyen et long terme. Toutefois, la DDP de concert avec la BCM et la DGTCP devrait renforcer des pratiques formelles de communication régulière avec les investisseurs et de dissémination des informations sur la dette publique et des finances publiques afin qu'ils répondent aussi bien aux besoins de l'Etat émetteur que des investisseurs. La Stratégie d'endettement et le plan annuel d'emprunt pour 2026 qui lui est attaché devrait être vulgarisé auprès des acteurs du marché afin de leur permettre de concevoir et préparer leur politique d'intervention sur le marché financier, et dans le même temps tester leur appétit pour les différents instruments de dette à émettre.
- **Faire approuver la stratégie finale par le Gouvernement.** Le travail entamé au cours de la mission doit être poursuivi de façon coordonnée pour orienter les décisions de financement de la Mauritanie. Les stratégies réalisées avec les cadres de la Direction de la dette publique devront être revues en cas de changements éventuels dans le cadre macro-budgétaire. Il reviendra à la DDP de conduire le processus d'approbation par les autorités de la stratégie recommandée. Auparavant, le Directeur de la dette publique devrait présenter les grandes lignes de la stratégie au Comité National de la Dette publique pour s'assurer qu'une procédure en bonne et due forme est en place pour finaliser et valider la SDMT et la soumettre à un processus d'approbation et d'adoption officielle. La SDMT devrait être soutenue tant dans son élaboration que dans le suivi de sa mise en œuvre par une coordination soutenue impliquant les structures en charge du budget, du trésor, la négociation-mobilisation des financements extérieurs et la BCM. L'avantage essentiel d'un fonctionnement périodique du CNDP est d'élargir la base des interlocuteurs sur les enjeux liés à la préparation, la formulation, l'élaboration, et le suivi de la mise en œuvre de la SDMT.
- **Aussi, une attention particulière doit être accordée au volet de la gestion harmonisée des données de la dette.** Cela devrait permettre de régler, de façon coordonnée, entre les services du MAED, du MF et la BCM les failles de la communication sur la prise en compte des demandes de prorogation des dates limites de tirages par toutes les entités concernées, encourager que la mise à jour de la base de données de la dette (SYGADE) puisse s'effectuer de façon harmonisée avec d'autres bases de données existantes et encourager, pour ce faire, la tenue d'une séance mensuelle de travail d'harmonisation, d'alignement et de réconciliation entre la DDP, les services du MAED et la BCM.

I. INTRODUCTION

1. L'actualisation de la Stratégie de gestion de la Dette à Moyen Terme (SDMT) répond à l'attente des autorités. Elle répond à la nécessité de disposer d'une boussole qui oriente la politique d'endettement de l'Etat pour rechercher et mobiliser les emprunts nécessaires au comblement des besoins de financement de l'Etat, dans des conditions de coûts et de risques suffisamment évalués et soumis à un arbitrage, afin d'éviter qu'ils ne renchérissent le portefeuille de la dette publique.

2. L'élaboration de la SDMT repose sur la recherche d'un compromis à adopter. Il est tiré du processus qui permet de proposer la meilleure combinaison possible entre la dette intérieure et la dette extérieure. Elle est construite selon les séquences suivantes :

- Une description des objectifs en matière d'endettement et du périmètre des données et informations sur la dette qui sera couverte ;
- La description et l'évaluation des vulnérabilités du portefeuille de la dette publique projetée à fin 2025 ;
- Les perspectives économiques inscrites à travers le cadre macro-budgétaire ;
- La description des hypothèses relatives aux instruments de financement (extérieurs et intérieur) et aux variables du marché (taux d'intérêt et taux de change).
- Les sources réelles et potentielles d'endettement à explorer durant la période de réalisation de la stratégie choisie ou convenue,
- Une analyse des coûts et risques des différentes stratégies alternatives de financement, leur faisabilité et la stratégie de financement à mettre en œuvre ;
- Le plan annuel d'emprunt ou de mise en œuvre de la stratégie choisie.

1.2 Objectifs de la stratégie de gestion de la dette

3. L'orientation globale de la politique d'endettement de la Mauritanie est de répondre aux besoins de financement de l'État et de préserver autant que possible la viabilité de la dette publique. Pour ce faire, elle privilégie le recours aux emprunts concessionnels en adoptant un modèle de combinaison de différents profils d'emprunts aux conditions permettant d'assurer un portefeuille plutôt concessionnel et le moins couteux possible de la dette publique. Dans le cadre de la SDMT 2026-2028, les objectifs sont donc principalement de :

- Pourvoir aux besoins de financement de l'Etat et de ses obligations de paiements futurs aux moindres coûts possibles à long terme tout en minimisant les risques liés à l'endettement ;
- Favoriser le développement du marché des titres publics qui a connu quelques innovations ;
- Favoriser la mobilisation des financements concessionnels avec cependant une orientation plus explicite et offensive sur les emprunts semi-concessionnels tout en gardant des possibilités de recourir à des emprunts non concessionnels dans un contexte où les instruments et conditions d'emprunt disponibles pour la Mauritanie se multiplient et subissent des modifications dans leurs termes.

1.3 Champ de la SDMT

4. **Dans le cadre de la présente stratégie, la dette extérieure et la dette intérieure sont définies sur la base de la devise dans laquelle elles sont libellées.** La dette intérieure englobe la dette libellée en monnaie nationale MRU, et la dette extérieure est la dette libellée en devises quand bien même le créancier peut être un résident local. La dette prise en considération dans la présente stratégie est principalement la dette de l'administration centrale, y compris la dette de l'Etat à l'égard de la BCM et la dette extérieure rétrocédée par la BCM au Trésor au titre de certains instruments du FMI. Il est à préciser également que les allocations DTS ne sont pas intégrées dans l'encours de la dette, alors que les intérêts qui en découlent sont pris en charge dans les intérêts de la dette.

5. Suivi à mi-parcours de la mise en œuvre de la Stratégie en 2025

Il s'apprécie à l'aune des besoins de financement initialement arrêtés, des cibles quantitatives fixées et des écarts ou conformité observés avec les financements extérieurs et intérieurs effectivement mobilisés en 2025.

6.2 Cibles et indicateurs de référence

6. **Le besoin de financement 2025 conforme à la Loi de finances a été estimé à 21 256 millions MRU à couvrir par une trésorerie disponible sur le Compte unique du Trésor de 1 000 millions MRU, des emprunts extérieurs de 15 256 millions MRU et le recours à des émissions de titres publics à hauteur de 5 652,31 millions MRU.** La revue du niveau de réalisation de la stratégie choisie met en relief les points saillants ci-après :

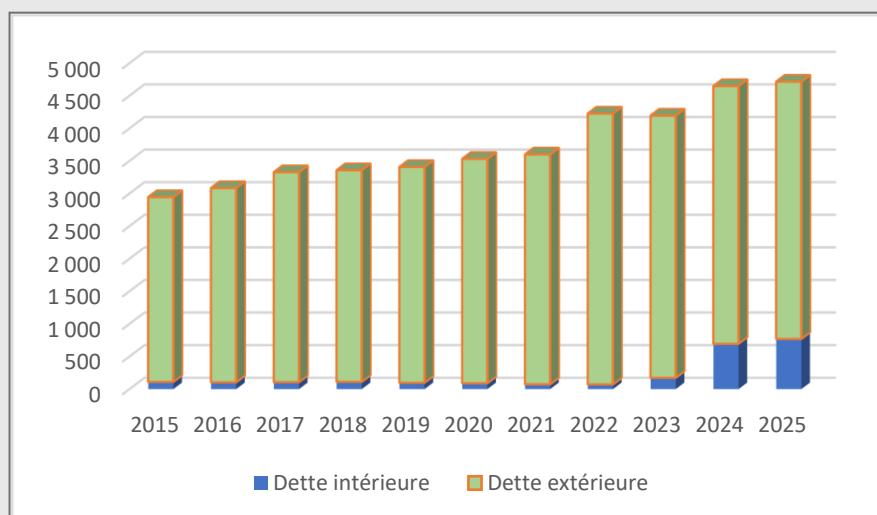
- Les besoins de l'Etat sur le marché des titres publics ont permis des décaissements largement en dessous de ce qui était initialement prévu au moment de la revue faite en octobre 2025, portant ainsi sur un écart de – 5 094 millions MRU susceptible d'être largement couvert par les émissions de titres publics d'octobre à décembre 2025 sur un montant de 9 861 millions MRU, soit + 4767 millions MRU de plus que ce qui était prévu. Aussi, la stratégie s'est focalisée sur les instruments de court et moyen terme (Bons du trésor de 1 an, et des OT de 3 à 5 ans), tandis que le marché intérieur de la dette s'est étendu, pour la première fois, à des instruments de 8ans, 9 et 10 ans représentant 20,5% du portefeuille des titres la dette intérieure à fin 2025. Ce qui est un changement majeur par rapport aux orientations précédemment arrêtées.
- En matière d'emprunts extérieurs, le Plan annuel d'emprunt issu de la stratégie d'endettement choisie prévoyait 15 256 millions MRU, dont 7 260 millions MRU au titre du FMI, 2374 millions MRU sur les bilatéraux et un (1) milliard MRU des commerciaux ou emprunts non concessionnels. Le montant initial rappelé par la loi de finances sur des emprunts extérieurs à mobiliser estimés à 14 460 millions MRU a été réajusté à 11 460 millions MRU du fait de la faiblesse marquée dans la performance des projets et est bien inférieur aux 15 526 millions MRU du plan annuel d'emprunt issu de la stratégie d'endettement précédente. Le résultat de la mise en œuvre de la stratégie adoptée indique que le financement extérieur commercial prévu et destiné à compenser la baisse des financements hautement concessionnels surtout n'a pas été mobilisé.
- Par rapport aux cibles stratégiques que la SDMT avait fixées, il apparaît que la maturité moyenne du portefeuille de la dette intérieure qui était attendue de 3 ans à 4 ans a bel et bien été atteint en 2025, puisque celle-ci est de 3,5 ans. Par contre, les cibles portant sur la durée moyenne du portefeuille espérée entre 11 et 13 années à l'effet de réduire le coût du portefeuille de la dette, de même que la cible relative à la part de la dette extérieure dans le portefeuille qui ne devrait guère excéder 80% n'ont pas été atteintes, puisque la durée moyenne de la dette extérieure est à 8,1 années et la dépendance de la Mauritanie au

financement extérieur continue d'être significative, puisque 83,8% du portefeuille est constitué de dette extérieure.

II. EVOLUTION ET STRUCTURE DE LA DETTE

7. **La dette publique de Mauritanie a connu au cours de la décennie passée une évolution annuelle moyenne de 4,82%.** Cette progression est la résultante de la combinaison de politiques budgétaires dont les importants besoins de financement ont été couverts par des emprunts extérieurs notamment concessionnels, tandis que le marché financier intérieur qui a été enrichi d'instruments additionnels, continue d'évoluer sur une moyenne annuelle de 21,28% tirée par les importantes émissions faites sur les titres publics, notamment sur les Bons du trésor et le bénéfice tiré de la maturité des obligations de trésor de 2, 3 introduites depuis 2023 et 5 ans depuis 2024 sur le marché, et des obligations du trésor de 8,9, et 10 ans introduites cette année sur le marché. Sur la même période, la dette extérieure a connu une évolution moyenne annuelle de 3,38%, et représente 83,8% de la dette totale à fin 2025.

Graphique 1. Évolution de la dette publique (en millions USD)

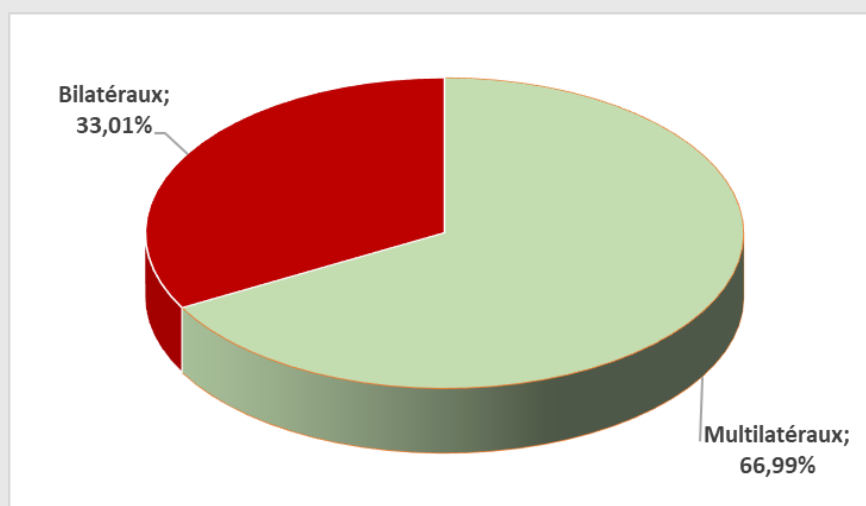


Source : BCM/DDP

8. **La dette extérieure de la Mauritanie présente un profil globalement concessionnel.** En réalité, la dette hautement concessionnelle (IDA, FAD, FIDA) ne représente que 15,04% de la dette extérieure, à contrario de la part de la dette semi-concessionnelle et non concessionnelle (12,94%). Le niveau concessionnel du portefeuille est en fait constitué sur le noyau de cinq créanciers (BID ; FADES, FSD, FKDEA, ICO) concentrant 57,84% du portefeuille, avec le FADES comme créancier leader de l'endettement de la Mauritanie qui occupe 33,73% de l'encours de la dette extérieure. Cette représentation de la dette reflète la politique du recours aux emprunts les moins coûteux possible pour financer les besoins de l'Etat et préserver autant que possible la viabilité extérieure de la dette.

9. **L'importance des créanciers multilatéraux tient à leur poids prépondérant dans la dette extérieure de la Mauritanie, soit 67% de la dette extérieure portés principalement par le FADES et la BID qui représentent plus 61,78% de la dette multilatérale,** tandis que le groupe BAD/FIDA/IDA/FMI y est de moins du quart du portefeuille (25,02%). La dette bilatérale qui occupe 33% de la dette extérieure reste marquée par trois créanciers clefs que sont les fonds arabes (FSD, FKDEA, FADEA) pesant 65,15% de la dette bilatérale, au moment où les Eximbank Chine et Inde représentent 23,89% de la dette bilatérale. Il convient de relever à la lumière de la revue du portefeuille que la dette vis-à-vis des Eximbanks (Chine, Inde) n'a pas le volume et l'encours observés dans des pays à profil de développement identique à la Mauritanie, notamment au niveau de la région ouest africaine.

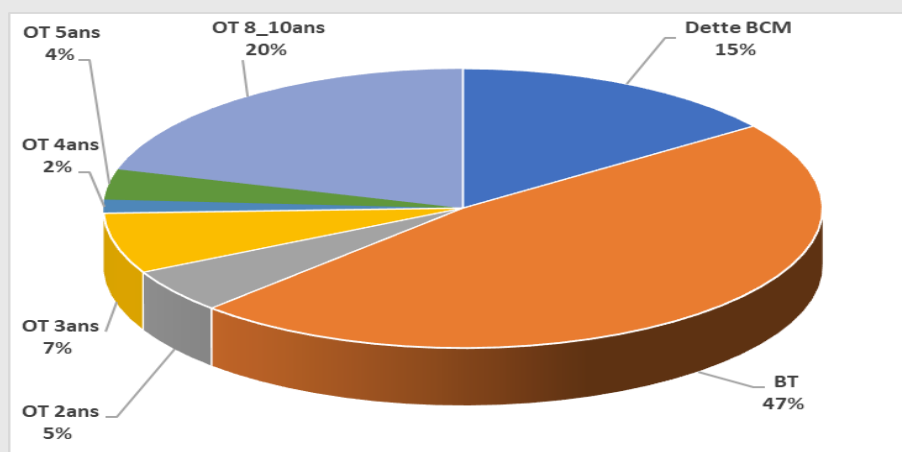
Graphique 2. Encours projeté de la dette extérieure par catégorie de créanciers extérieurs à fin 2025



Source : DDP

10. La dette intérieure est surtout dominée par les Bons du trésor et la dette consolidée due à la BCM qui représentent plus de la moitié du portefeuille de la dette intérieure de la Mauritanie. L'encours de la dette intérieure est de 770 millions USD et est principalement constituée de la dette résultant de la consolidation des créances de la BCM sur l'Etat (106 millions USD) et représente 13,70% de l'encours de la dette intérieure, tandis que les bons du Trésor de court terme (364 millions USD) pèsent pour 47,28% dans l'encours de la dette intérieure, et les obligations (290 millions USD) sont à 37,36% de l'encours de la dette intérieure portant l'ensemble des instruments de marché à 84,94% de la dette intérieure et à 13,81% de la dette totale.

Graphique 3. Endettement intérieur projeté à fin 2025



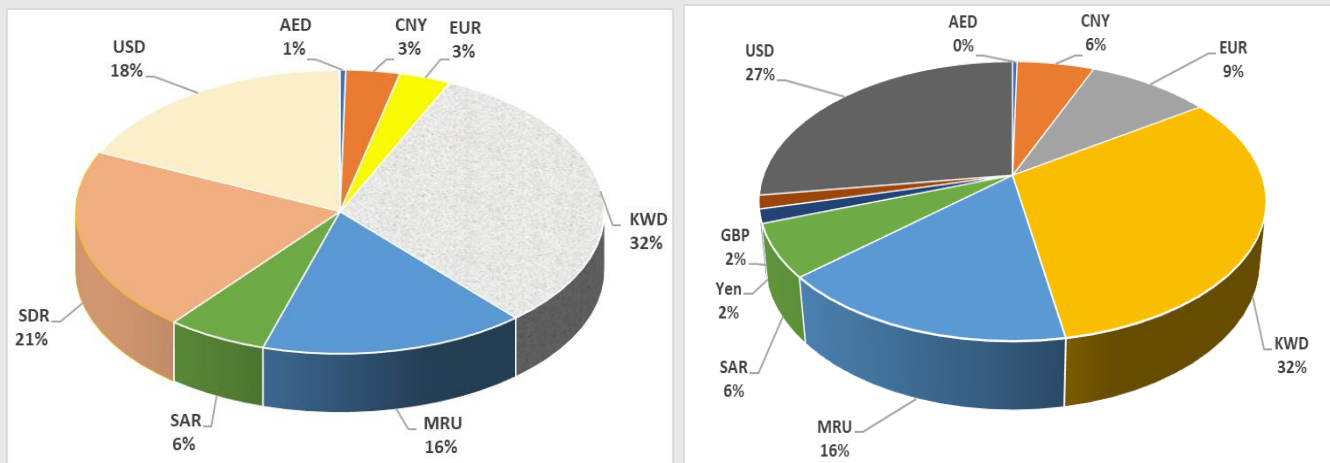
Source : Mission MTDS

12. Le dinar koweïtien et le dollar USD constituent les principales devises du portefeuille projeté de la dette publique à fin 2025. Cette importance est proportionnelle à la part de la dette FADES dans le portefeuille, tandis que 18% de la dette est strictement libellé en dollar USD. Mais dès que l'on éclate le DTS, la part du dollar passe à 27%, celle de l'Euro de 3% à 9%, de même que celle du Yuan chinois dans les mêmes proportions que l'Euro. Force est toutefois de noter qu'en considérant le DTS en tant que devise du portefeuille, sa part apparaît malgré tout significative (21%), alors que d'autres devises se révèlent certes utiles à la compréhension des risques du portefeuille de la dette publique, mais avec des proportions à faible incidence (GBP, Yen, AED). La monnaie nationale

(MRU) occupe une importance non négligeable (16%) du fait de la dette intérieure BCM et surtout les titres publics qui ont connu une hausse en 2024 et 2025.

En conclusion, 84% du portefeuille de la dette est exposé aux risques de change. Le graphique 4 montre la composition en devises du portefeuille avant et après éclatement du DTS.

Graphique 4. Composition en devises du portefeuille de la dette à fin 2024



III. CARACTERISTIQUES DES COUTS ET RISQUES DU PORTEFEUILLE ACTUEL

13. Des indicateurs coût-risque sont utilisés pour évaluer les principales vulnérabilités du portefeuille actuel de la dette. Les indicateurs de la dette résumés dans le tableau 1 ci-dessous mettent en lumière un coût d'endettement relativement faible, un risque de refinancement élevé sur la dette intérieure et une forte exposition au risque de change.

14. Le taux d'intérêt moyen pondéré du portefeuille de la dette publique est estimé à fin 2025 à 2,6%, contre 2,1% en 2024. Malgré ce coût d'intérêt moyen pondéré relativement faible du portefeuille, il apparaît que le coût élevé de la dette intérieure (5,99%) est atténué par les conditions plutôt concessionnelles d'une importante partie de la dette extérieure. La dette BCM représentant plus de 15% de la dette intérieure porte sur un taux d'intérêt équivalent aux taux appliquées sur les instruments de marché et qui, dans le cas des instruments de 8,9 et 10 ans, sont bien inférieurs au taux de la BCM. Toutefois, en ne considérant que la dette de marché, le coût moyen de la dette intérieure n'est pas négligeable, puisqu'il est à 5,31%.

15. Le portefeuille de la dette est exposé à un important risque de refinancement. C'est la résultante du recours à des instruments de marché dont les Bons de Trésor et Bons Islamiques du trésor en majorité. Non seulement 48,46% de la dette intérieure doit être refinancé en 2026, soit une hausse de plus de 16% par rapport à l'année 2024, mais la durée moyenne pour rembourser la dette totale est de 7,34 années pour la dette totale, et de 3,46 années en ce qui concerne la dette intérieure. En réalité, la problématique du refinancement de la dette se pose aussi bien en ce qui concerne la dette extérieure que la dette intérieure révélant que : i) 14,45% du portefeuille, soit 688 millions USD devrait être refinancé en 2026 et être pris en compte dans un plan prévisionnel de gestion de la trésorerie qui devrait prévoir le paiement de près de 45,78% de la dette extérieure qui ne peut faire l'objet de refinancement au même titre que les instruments de marché, ii) la durée moyenne de remboursement de la dette extérieure n'excède guère 8,1 ans reflétant une structure de portefeuille caractérisé par le fait que près de 69% des prêts portent sur une durée restante de remboursement qui ne dépassent pas 15 ans, soit 2040, iii) le portefeuille reflète des conditions de financement et de remboursement pour la Mauritanie qui ne sont plus de l'ordre du hautement concessionnel prioritaire et disponible, puisque à titre d'illustration le FADES qui représente près de 50% de la dette multilatérale et 33,7% de la dette totale propose depuis 10 ans une durée moyenne de remboursement sur 19 ans, alors celle-ci était en moyenne de 25 ans. Ce changement s'inscrit dans les mêmes

tendances observées avec IDA et le FAD où les durées préférentielles de remboursement ne sont plus guère sur 40 ans, de même qu'avec le FIDA, iv) la durée de remboursement de la dette BCM qui est de 13 ans, soit la plus longue de tous les prêts de la dette intérieure, porte sur le constat que 11,7% en moyenne du service de la dette intérieure à payer sur les trois prochaines années sur l'ensemble de la dette intérieure seront dus à la BCM et 20,4% en moyenne au cours des (5) cinq prochaines, reflétant ainsi l'ampleur du risque de refinancement qui devrait être pris en charge.

16. Le risque de taux d'intérêt à court et moyen terme se pose dans les mêmes termes que la problématique du refinancement du portefeuille de la dette publique de la Mauritanie. Même si toute la dette soit à taux fixe, la dette venant à échéance en 2026 devra être refinancée à de nouveaux taux, exposant le portefeuille de la dette intérieure au risque de taux d'intérêt. Cela s'explique principalement par le recours aux instruments du marché intérieur, notamment les bons du trésor, puisque 48% de la dette serait soumis à une révision de taux d'intérêt dans l'année, avec une probabilité d'un renchérissement du portefeuille de la dette publique. En effet, les bons du trésor portent sur une durée infra-annuelle ou maximale de 52 semaines et seront, par le refinancement dont ils font l'objet, soumis à des changements ou révision de taux d'intérêt, puisque ces bons du trésor représentent 74,13% du service de la dette intérieure à payer en 2026.

17. Le portefeuille est fortement exposé au risque de taux de change. La trajectoire et le modèle de financement du développement adoptés par la Mauritanie depuis plusieurs décennies expose son portefeuille à d'importantes variations de change. Ce qui soumet le service de la dette extérieure à des variations de change et conséquemment à une hausse en cas de forte variation de l'une de ces devises clefs par rapport au MRU. Le rapprochement de la composition des devises de dénomination de la dette extérieure de celle des devises dans lesquelles les recettes d'exportation de la Mauritanie permettent de conclure à une couverture naturelle du service de la dette extérieure par les recettes d'exportation. En effet, l'encours de la dette libellée en US dollar représente 27% du portefeuille de la dette publique, tandis que les recettes d'exportation proviennent à 75% du dollar US.

Tableau 1. Principaux indicateurs de coût et risque du portefeuille à fin 2025

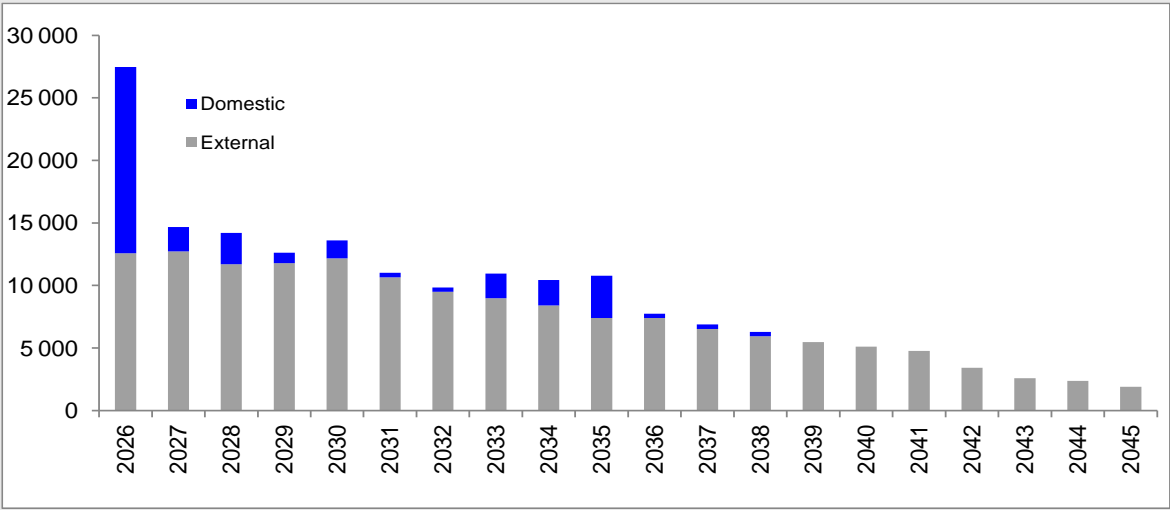
Risk Indicators		External debt	Domestic debt	Total debt
Amount (in millions of MRU)		158 356,6	30 725,5	189 082,1
Amount (in millions of USD)		3 967	770	4 737
Nominal debt as percent of GDP		34,8	6,7	41,5
PV as percent of GDP		29,1	6,7	35,8
Cost of debt	Interest payment as percent of GDP	0,7	0,4	1,1
	Weighted Av. IR (percent)	1,9	6,0	2,6
Refinancing risk	ATM (years)	8,1	3,5	7,3
	Debt maturing in 1yr (percent of total)	7,9	48,5	14,5
	Debt maturing in 1yr (percent of GDP)	2,8	3,3	6,0
Interest rate risk	ATR (years)	8,1	3,5	7,3
	Debt refixing in 1yr (percent of total)	7,9	48,5	14,5
	Fixed rate debt incl T-bills (percent of total)	100,0	100,0	100,0
	T-bills (percent of total)	0,0	47,3	7,6
FX risk	FX debt (percent of total debt)			83,8
	ST FX debt (percent of reserves)			17,1

Source : Outil analytique SDMT

18. L'analyse du profil actuel de la dette donne de bonnes indications sur les stratégies à évaluer à moyen terme. Le profil de remboursement de la dette intérieure est la principale source de risque, exposant le portefeuille aux risques de refinancement et de taux d'intérêt. Si la composition de la dette extérieure devait changer, dans un contexte de diversification plus affirmée des sources

extérieures de financement et une diminution du poids de la dette intérieure, les profils de refinancement et de risque d'intérêt pourraient s'améliorer avec cependant un niveau de risque de change qui continuerait d'être important.

Graphique 5. Profil de remboursement de la dette projeté à fin 2025 (En millions de MRU)



Source : Mission SDMT et outil analytique SDMT

IV. PRÉVISIONS MACRO-BUDGÉTAIRES

19. Le tableau 5 ci-dessous résume les principales prévisions macro-budgétaires des autorités pour établir le scénario de base de l’analyse SDMT. Elles sont fondamentales car l’environnement macroéconomique représente une contrainte pour la stratégie d’endettement. En effet, le déficit budgétaire influence les besoins de financement futurs et la croissance économique influe sur les capacités de financement à venir.

20. Les prévisions des autorités tablent sur un déficit primaire sur toute la période d’analyse. Le niveau de déficit devrait conduire à une hausse du taux d’endettement qui devrait cependant être atténuée par une croissance du PIB de 5,58% en moyenne annuelle.

Tableau 2. Prévisions des principaux indicateurs macro-budgétaires (en millions MRU)

	2025	2026	2027	2028
Recettes et dons	116 960	123 660	129 830	135 370
Dépenses primaires	119 120	127 070	134 080	141 390
PIB nominal	455 700	486 650	517 140	566 180
Solde primaire	2 160	3 410	4 250	6 020
Solde primaire (% PIB)	0,5	0,7	0,8	1,1

Source : DGB

V. SOURCES DE FINANCEMENT

21. Cette section analyse les sources réelles et potentielles de financement pour la stratégie d’endettement de la Mauritanie. Elles s’inscrivent dans les perspectives et défis posés par les objectifs de la SCAPP et qui est adossé à la vision à court terme de l’exécution financière du programme présidentiel. Pour ce faire, la Mauritanie devra recourir à la fois à des sources extérieures et intérieures de financement, à des conditions concessionnelles, voire semi-concessionnelles qui devraient lui permettre de maintenir ou d’améliorer son statut de pays à risque de surendettement modéré, et améliorer le fonctionnement du marché en y consolidant les premiers acquis existants.

5.1 Sources extérieures

22. Le recours aux financements extérieurs pour financer le développement de la Mauritanie reste primordial dans un contexte de réadaptation nécessaire de sa politique d'endettement extérieur encore limitée aux guichets traditionnels. Pour les années à venir, les guichets du FADES, de la BiSD, de l'IDA et du groupe de la BAD continueraient de faire l'objet des sollicitations de la Mauritanie eu égard aux possibilités dont dispose toujours le pays sur ces sources de financement. Par ailleurs, les créanciers bilatéraux pourraient voir s'accroître leur contribution au financement des projets mauritaniens, puisqu'il pourrait s'agir de projets à caractère écologique, transition énergétique, protection de l'environnement, gestion de l'eau, etc. De nombreux Etats sont très sensibles à ces problématiques (pays nordiques, Espagne, Canada, Pays-Bas, Allemagne, Corée du Sud, etc..) et il est probable que des projets présentés par les autorités dans ces domaines soient financés.

23. Un effort accru de diversification des sources de financement est donc nécessaire pour augmenter les volumes souhaités de financement extérieur du développement. Cela suppose une politique pro-active dans sa recherche de financement ainsi qu'une stratégie pour sa mise en œuvre. Cela signifie, par exemple, de répertorier les créanciers potentiels bilatéraux et multilatéraux, leurs principaux secteurs d'activités (eau, électricité, informatique, transition écologique, etc.) ainsi que les termes de financement qu'ils proposent. A cet effet, le MAED devrait se montrer plus actif dans l'exploration de ces nouvelles sources de financement, notamment en matière d'émission d'obligations vertes ou d'instruments labellisés ESG pour lesquelles un document cadre devrait être produit et les dépenses éligibles bien sélectionnés et identifiées. En outre, il convient également de mettre en branle la coopération économique et financière avec des pays qui disposent d'agences de coopération pour le financement du développement, avec des domaines d'intervention bien connus, comme l'Islande (enfance, jeunes, Genre) ; l'Irlande (nutrition, services sociaux, Genre) ; la Finlande (durabilité climatique et Genre), et d'autres pays comme l'Australie, les pays baltes, la Corée du Sud à travers des montages de financement prévoyant aussi bien les emprunts directs et mixtes concessionnels, des emprunts semi-concessionnels pour lesquels le constat a été fait qu'ils ne sont suffisamment explorés en comparaison de ce qu'ils offrent dans d'autres pays de même standing que la Mauritanie.

24. Deux stratégies prévoient de recourir à des emprunts non-concessionnels. L'hypothèse est que la Mauritanie va contracter des emprunts non-concessionnels en devises étrangères pour prendre en charge des projets d'infrastructure d'envergure que les ressources concessionnelles traditionnelles ne pourront pas financer, et s'orienter vers des guichets sur des conditions qui ne dégradent pas les indicateurs de viabilité, et qui portent malgré tout sur des projets assez générateurs de revenus pour couvrir, le service de la dette qui en résulterait. Dans toutes les hypothèses, l'estimation a été faite que les montants à décaisser respecteraient un plafond convenu avec les partenaires au développement, sans requérir de dérogation.

25. Le solde engagé et non décaissé sur les prêts est envisagé à 2,17 milliards USD à fin 2025 pour couvrir les besoins de financement. Ce montant représente 54,96% de l'encours de la dette extérieure à fin 2025. 50,42% des décaissements attendus libellés en DTS proviennent principalement de la BiSD, du FAD, FIDA et IDA, 21,89% est libellé en Dinar koweïtien provenant plus généralement du FADES, tandis que 5,91% est libellé en dollar USD provenant de la BiSD, de l'OPEP et du Fonds Kalifa. Ces montants à décaisser sont largement suffisants pour couvrir les besoins de financement de la Mauritanie, d'autant que de nouveaux emprunts à signer sont attendus sur la période de la stratégie.

5.2 Sources intérieures

26. La source de financement intérieur en Mauritanie est principalement le marché national des titres publics. C'est un marché qui a été pendant longtemps caractérisé, surtout depuis 2003, par les émissions de bons du trésor pour répondre aux besoins périodiques de trésorerie de l'Etat. Depuis novembre 2023, la Mauritanie a émis par voie d'adjudication des obligations du Trésor d'une durée de 2 ans, 3 ans, 5 ans et a émis, pour la première fois, en août 2025 des bons du trésor de 8,9 et 10 ans

destinés particulièrement à couvrir le remboursement de la dette consolidée de l'Etat vis-à-vis de la BCM. Elle n'a pas encore d'expériences dans les émissions par voie de syndication. Les bons du Trésor sont remboursables in fine, de même que les obligations du Trésor qui sont toutes utilisées pour répondre aux besoins de trésorerie de l'Etat.

27. Le marché de la dette en Mauritanie n'est encore assez profond et diversifié et la base des investisseurs est étroite. Etant donné la priorité que le Gouvernement donne au développement du marché des titres publics, l'option est d'identifier les mesures susceptibles de diversifier la base d'investisseurs (compagnies d'assurance, caisses de sécurité sociale et de retraite, sociétés commerciales, particuliers, etc...). C'est un marché qui compte 17 banques commerciales dont (5) cinq à (7) sept participent régulièrement aux adjudications, tandis que sur le marché des obligations du trésor, il n'y a pas plus de deux à quatre banques participantes. Toutefois, à moyen terme, les titres d'Etat continueront d'être une source majeure de financement. Les bons à court terme et les obligations à moyen terme (jusqu'à 3 ans) devraient rester les principaux instruments de financement, quand bien même un instrument 5 ans existe, de même que ceux des 8,9 et 10 ans sur des montants qui sont non négligeables (24% de l'encours de la dette intérieure, et 44% des instruments de marché). Un marché intérieur profond de la dette est un atout important pour la résilience de l'économie mauritanienne aux divers chocs exogènes qu'elle pourrait subir.

VI. DESCRIPTION ET ANALYSE DES STRATEGIES ALTERNATIVES DE FINANCEMENT

28. Quatre stratégies ont été évaluées à l'aide de l'outil analytique de la SDMT sous des hypothèses de scénario de taux d'intérêt et de taux de change. Ces stratégies reflètent des manières de financer les besoins de financement bruts sur la période 2026-2028, et visent à atténuer les vulnérabilités identifiées du portefeuille à savoir le risque de refinancement, dont celui de la dette intérieure.

29. La répartition des sources de financement extérieure et intérieure en 2025 est identique d'une part pour les stratégies 1 et 2 et d'autre part les stratégies 3 et 4 examinées. La composition des sources de financement intérieure et extérieure en 2026 au niveau des 4 stratégies est conforme au niveau de financement envisagé d'être exécuté en 2025.

Tableau 3 : Répartition des nouveaux financements par stratégie (2028)

	S1	S2	S3	S4
Extérieur	56	56	60	60
Intérieur	44	44	40	40

VI. PRISE EN COMPTE DES SCENARIOS DE CHOC DANS LES DIFFERENTES STRATEGIES

28. Cette section présente l'analyse d'un ensemble de stratégies de financement sur la base des différentes hypothèses de taux d'intérêt et de taux de change. L'outil analytique de la SDMT permet de comparer les coûts et les risques de ces stratégies sur la base des flux de trésorerie associés à la dette actuelle, de prévisions macroéconomiques, de prévisions de marché et de différentes stratégies d'emprunt. Bien que le modèle ne permette pas d'identifier la stratégie optimale, il fournit cependant une base solide pour comparer les différents indicateurs de coûts et risques, et permet de décider de la stratégie à adopter à partir d'éléments mieux fondés.

6.1 Hypothèses relatives aux instruments de financement, aux variables de marché et scénarios de chocs

29. Quatorze instruments de financement sont identifiés avec des caractéristiques distinctes en ce qui concerne les coûts et risques. La dette objet de l'analyse est représentée par 270 prêts, pour la plupart de la dette extérieure (95,5% de la base de données) qui ont été regroupés dans 14 instruments stylisés comme illustré dans le tableau 5. Dans le portefeuille de la dette existante, les prêts extérieurs ont été regroupés en neuf (9) instruments dont (1) un à condition non concessionnelle utilisé dans deux des quatre stratégies.

30. Les prêts intérieurs ont été regroupés en (5) instruments que sont : les Bons du Trésor (BT) à un an maximum, les Obligations du Trésor par adjudication (OT) de trois (3) ans, de cinq (5) et, et de dix (10) ans avec remboursement in fine. L'instrument BCM n'est pas utilisé sur toute la période de la stratégie.

Tableau 4 : Présentation des instruments stylisés

Instrument Nr.	Instrument Type / Name	Fix / Var/ T-bills	For PV calculation, apply discount rate?	Maturity (Years)	Grace (years)	Currency Type	Currency (3-letter code)
SDR_1	ADF_Fixed	Fix	Yes	40	10	FX	SDR
SDR_2	Multi_Concessionnel_SDR	Fix	Yes	25	5	FX	SDR
EUR_3	Multi_Concessionnel_EUR	Fix	Yes	25	5	FX	EUR
USD_4	Multi_Concessionnel_USD	Fix	Yes	25	7	FX	USD
USD_5	Multi_Semi_Concessionnel_USD	Fix	Yes	20	5	FX	USD
USD_6	Bil_Concessionnel_USD	Fix	Yes	30	5	FX	USD
USD_7	Bil_Semi_Concessionnel_USD	Fix	Yes	25	5	FX	USD
EUR_8	Bil_Concessionnel_EUR	Fix	Yes	15	5	FX	EUR
MRU_9	BCM	Fix	No	15	0	DX	MRU
MRU_10	BT	T-bills	No	1	0	DX	MRU
MRU_11	OT_3 ans	Fix	No	3	2	DX	MRU
MRU_12	OT_5 ans	Fix	No	4	3	DX	MRU
MRU_13	OT_10 ans	Fix	No	7	6	DX	MRU
USD_14	FADES_10 ans	Fix	No	10	2	FX	USD
MRU_15						DX	MRU

6.1.1 Hypothèses de base relatives aux variables de marché

32. L'analyse de stratégies alternatives de financement est effectivement une analyse de scénarios déterministe. Les scénarios concernent les prix de marché pertinents, à savoir le taux de change et le taux d'intérêt. Premièrement, un scénario de référence est dérivé avec les prix de marché projetés pour la période de l'analyse pour déterminer les coûts des stratégies de financement, puis l'impact des scénarios de chocs vont permettre de quantifier les risques au niveau de chaque stratégie formulée.

a) Sur le taux de change

33. Le scénario de référence se caractérise par une dépréciation du MRU de 0,3% en moyenne face au USD et à l'Euro de 0,59% sur la période 2026-2028. Cette prévision est basée sur la théorie de la parité du pouvoir d'achat qui sous-tend les taux de changes à terme « forward » dans le marché financier. Ce scénario part des tendances historiques du MRU face au dollar et à l'euro sur la période. S'agissant de la dépréciation/appréciation du MRU par rapport au DTS, elle est calculée en faisant une moyenne de la dépréciation du MRU face au dollar, pondérée respectivement par la part du dollar US dans le panier DTS (47%). Les résultats de cette approche sont présentés dans le tableau 5.

Tableau 5. Hypothèses sur les taux de change

	2025	2026	2027	2028
USD	0,1%	-0,6%	1,5%	0,1%
EUR	0,48%	-0,30%	1,60%	0,48%
DTS	0,1%	-0,3%	0,7%	0,1%

Source : SDMT

b) Sur les taux d'intérêt des prêts extérieurs

34. Les taux d'intérêt des emprunts concessionnels et semi-concessionnels restent inchangés dans le scénario de référence. En revanche, le scénario de référence envisage une sensible augmentation des taux d'intérêt des instruments non concessionnels par rapport aux emprunts semi-concessionnels.

c) Sur les taux d'intérêt des prêts intérieurs

35. En raison de l'absence de points de référence pour établir une courbe des taux de la Mauritanie en monnaie locale, les taux d'intérêt actuel ont été maintenus stables.

Instruments	2025	2026	2027	2028
SDR_1	0,75%	0,75%	0,75%	0,75%
SDR_2	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%
EUR_3	1,75%	1,75%	1,75%	1,75%
USD_4	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%
USD_5	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%
USD_6	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%
USD_7	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%
EUR_8	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%
MRU_9	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%
MRU_10	7,70%	7,70%	7,70%	7,70%
MRU_11	5,04%	5,04%	5,04%	5,04%
MRU_12	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%
MRU_13	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%

6.1.2 Hypothèses relatives aux scénarios de choc

36. La robustesse des différentes stratégies de financement a été évaluée selon les scénarios qui reflètent les risques pour la gestion de la dette. Trois scénarios de chocs générant des écarts par rapport au scénario de référence ont été considérés. Le choc sur les taux d'intérêt intervient à compter de 2026, celui sur les taux de change dès 2027 pour permettre aux différentes stratégies de déployer leurs effets.

37. Scénario de choc 1 : dépréciation de 30% du MRU par rapport aux autres devises du portefeuille dès 2027. Ce scénario suppose une dépréciation exceptionnelle du MRU par rapport au dollar, et substantiellement aux DTS, ce qui devrait avoir un impact sur les coûts et sur les risques.

38. Scénario de choc 2 : choc modéré des taux intérêt pour les instruments de marché concilié avec une dépréciation de 15% du MRU par rapport aux autres devises. Ce scénario suppose (a) une augmentation parallèle de 100 points de base des taux d'intérêt sur le Non

concessionnel ; et (b) une hausse de 300 points de base sur les instruments de marché qui pourrait résulter de la décision de la BCM d'augmenter éventuellement ses taux directeurs.

39. Scénario de choc 3 : choc extrême sur les taux d'intérêt combinant une dépréciation du taux de change et une augmentation de taux d'intérêt. Le MRU se déprécie de 30% par rapport aux autres devises du portefeuille (dollar, Euro, DTS). Les taux sur le non-concessionnel en devise et les taux sur le marché intérieur connaissent une augmentation relativement forte, de 300 points de base à 600 points de base par rapport au scénario précédent.

6.2 Cibles et indicateurs de référence

Dans le but d'amoindrir la pression sur la trésorerie de l'Etat au regard des risques de refinancement et de taux d'intérêt identifiés, la stratégie devra permettre d'améliorer la maturité moyenne du portefeuille de la dette intérieure et réduire le pourcentage de dette arrivant à échéance dans l'année.

Pour ce faire, des cibles stratégiques quantitatives suivantes continuent d'être visées :

- Maturité moyenne du portefeuille de la dette intérieure est portée de 3 ans à 4 ans
- Proportion de la dette extérieure dans le portefeuille ne devrait pas excéder 80%
- Rallonge de la durée moyenne du portefeuille de la dette extérieure entre 11 et 13 ans

VII. DESCRIPTION ET ANALYSES COMPARATIVES DES QUATRE (4) STRATEGIES

40. En fonction des risques et coûts actuels et des sources de financement potentielles et possibles, quatre (4) stratégies alternatives possibles ont été simulées. Au vu de l'analyse des vulnérabilités du portefeuille de dette à fin 2025, il a été convenu de réduire le risque de refinancement sur la dette intérieure, d'y rallonger les maturités sur 5 à 7 ans et envisager davantage de financements auprès des guichets semi-concessionnels.

41. Les stratégies illustratives étaient les suivantes :

- **Stratégie 1 (S1) - Statu quo.** Poursuivre sur la période 2026-2028 la stratégie actuelle de la Mauritanie, soit dit le statut quo par rapport à la situation actuelle, où la part du financement intérieur est à 44% et celle du financement extérieur à 56% qui proviendrait des créanciers pour la plupart des créanciers multilatéraux concessionnels. Le financement intérieur proviendrait exclusivement de titres publics, dont 80% de BT et 12% des OT à 2-3 ans, 5% pour les OT à 5 ans, et 3% pour les OT à 7 ans.
- **Stratégie 2 (S2) – Maintenir le choix de continuer de privilégier le financement concessionnel tout en recourant de façon plus importante au financement semi-concessionnel et introduire une maturité de 5 à 7 ans au niveau de la dette intérieure.** Cette stratégie vise à tirer profit des opportunités de diversification du portefeuille par l'accès à un volume plus significatif de financement concessionnels et semi-concessionnels notamment auprès des Eximbanks, à réduire le risque de refinancement du portefeuille de la dette intérieure. Elle réduirait la part des BT sur 2027-2028 au profit d'une hausse de la part des OT sur la même période. Les proportions du financement extérieur sont les mêmes que dans la S1.
- **Stratégie 3 (S3) – Poursuivre la stratégie 2 précédente et recourir à du financement non concessionnel.** Elle répond à la nécessité de disposer de façon prudente de financements non concessionnels pour un montant maximum de 135 millions USD en 2027 et de 150 millions

USD en 2028 pour soutenir des projets à forte maturation, et dont le financement par les sources traditionnelles serait difficile à mobiliser. Cette stratégie maintient, comme dans la stratégie 2, l'accent sur le développement des capacités du marché financier national à répondre aux besoins de financement de l'Etat. Ainsi, les proportions du financement intérieur demeurent les mêmes utilisées dans la S2.

- **Stratégie (S4) – Poursuivre la stratégie 3 en augmentant de façon plus significative le recours au financement non concessionnel.** Elle met en exergue le besoin de conduire les grands projets d'investissement public du Gouvernement à travers la mise en œuvre de la SCAPP, et se traduit donc par une baisse substantielle du financement concessionnel, le maintien du niveau du financement semi-concessionnel, tandis que l'hypothèse est faite que 13 à 24% en moyenne du financement brut serait assuré par du non concessionnel à près de 190 millions USD en 2027, puis 203 millions USD en 2028.

42. Ces stratégies sont récapitulées dans le tableau ci-après et indiquent le recours constant et réaliste à un marché des titres publics qui contribuerait à 15% environ aux besoins de financement brut de l'Etat. Néanmoins, toutes les stratégies mettent en lumière que le financement extérieur continue d'être essentiel pour la Mauritanie, et marque une quasi constance par rapport à la situation de référence.

Tableau 6. Financement des stratégies à fin 2028

In percent of Total	FY2025	As at end FY2028			
Outstanding by instrument	Current	S1	S2	S3	S4
ADF_Fixed	13	14	14	14	13
Multi_Concessionnel_SDR	14	11	11	11	11
Multi_Concessionnel_EUR	0	1	1	2	2
Multi_Concessionnel_USD	28	35	33	28	28
Multi_Semi_Concessionnel_USD	0	1	2	2	2
Bil_Concessionnel_USD	19	17	15	15	15
Bil_Semi_Concessionnel_USD	7	4	5	5	5
Bil_Concessionnel_EUR	1	2	2	2	2
BCM	2	2	2	2	2
BT	8	5	3	2	2
OT_3 ans	2	3	4	4	4
OT_5 ans	1	2	3	2	2
OT_10 ans	3	4	5	5	5
FADES_10 ans	0	0	0	5	7
External	84	84	83	85	85
Domestic	16	16	17	15	15
Total	100	100	100	100	100

43. Les résultats des quatre stratégies ont été évalués ainsi que les scénarios de risque examinés précédemment. Deux indicateurs de coût - les ratio dette/PIB et Paiement des intérêts/recettes permettent de déterminer comment les stratégies réagissent à une série de chocs. Il est important de considérer le ratio Dette/PIB dans le cadre de l'analyse de la modification de l'ampleur de l'encours de la dette sous l'effet de mouvements de taux de change. Le ratio Paiements d'intérêts/Recettes fournit des informations sur l'impact que pourrait avoir la stratégie sur le budget de l'Etat.

44. Le risque est défini comme étant la différence entre le coût observé lorsque l'on applique les hypothèses de prix de référence et celui observé avec les hypothèses de prix des scénarios de chocs. Trois chocs de prix différents étant considérés, on retient le risque maximum enregistré pour les trois scénarios de chocs pour comparer les risques associés aux différentes stratégies. Les résultats sont présentés dans les graphiques 6. Les graphiques de la partie haute montrent les compromis entre coût (axe verticale) et risque (axe horizontale), tandis que la partie basse des graphiques montre les coûts du pire scénario, c'est-à-dire la somme du coût et risque. Ces indicateurs ont été évalués à la fin de l'horizon des simulations, c'est-à-dire 2028.

Tableau 7 Indicateurs des coûts et des risques en 2028

Indicateurs de risque		2025	As at end 2028			
		Current	S1	S2	S3	S4
Dettes nominale en pourcentage du PIB		41,49	38,81	38,79	38,77	38,78
Valeur actualisée de la dette en pourcentage du PIB		35,8	32,22	32,39	32,85	33,13
Paiements d'intérêt en pourcentage du PIB		1,1	1	0,9	0,9	0,9
Taux d'intérêt implicite, moyenne pondérée (%)		2,58	2,6	2,55	2,59	2,64
Risque de Refinancement ²	Dettes arrivant à échéance dans un an (% du total)	14,5	12,1	9,5	9,06	9,06
	Dettes arrivant à échéance dans un an (% du PIB)	6	4,7	3,7	3,5	3,5
	ATM Extérieur du Portefeuille (années)	8,1	10,2	10	9,5	9,2
	ATM (Intérieur du Portefeuille (années)	3,5	2,6	3,3	3,3	3,3
	ATM Total du Portefeuille (années)	7,3	9	8,9	8,5	8,3
Risque de taux d'intérêt ²	ATR (années)	7,3	9	8,9	8,5	8,3
	Dettes dont le taux doit être révisé dans un an (% du total)	14,5	12,1	9,5	9,1	9,1
	Dettes à taux fixe incl T-bills (% du total)	100	100	100	100	100
	Bons du Trésor (% du total)	7,6	5,4	2,8	2,5	2,5
FX risque	Dettes en devises (% dettes totales)	83,8	84,2	83,4	84,7	84,7
	Dettes en devises à court terme (% des réserves)	17,1	13,2	13,2	13,2	13,2

45. L'examen des résultats permet de tirer un certain nombre d'enseignements que sont :

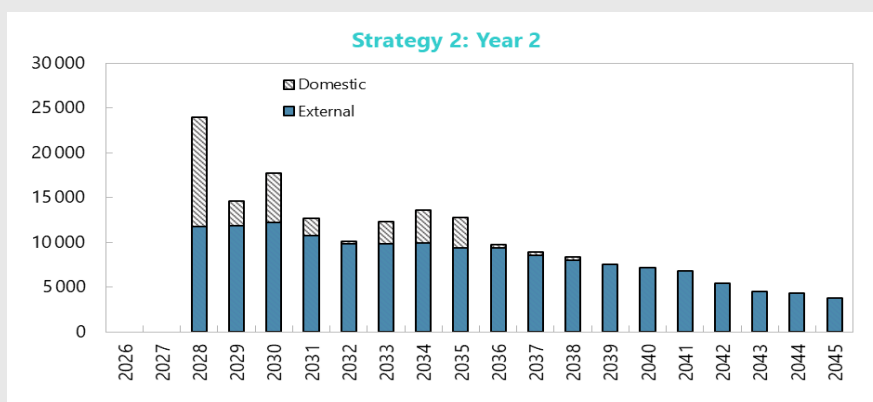
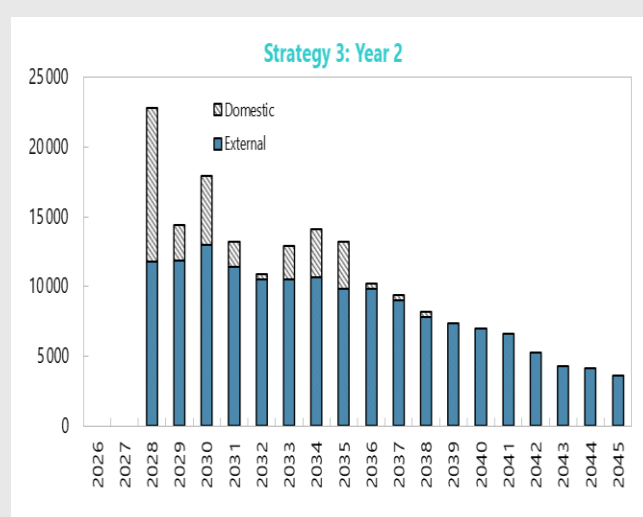
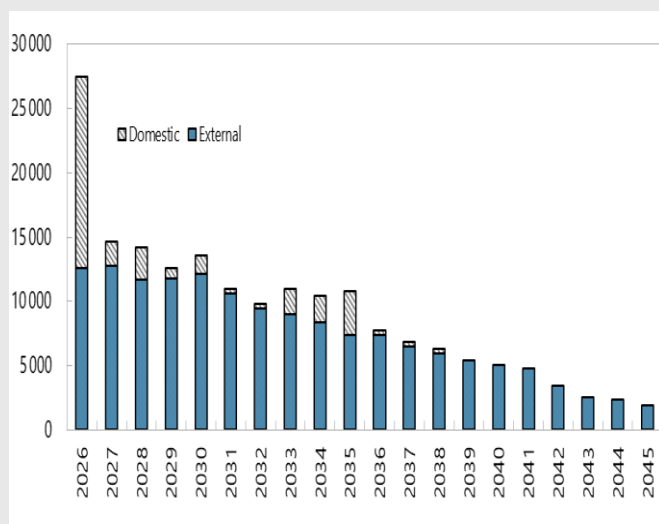
- **Les différences entre les indicateurs de coût et risque des différentes stratégies sont généralement faibles.** Les ratios de la dette au PIB varient qu'entre 38,77 à 38,81, mais en cas de chocs extrêmes sur les taux de change, le ratio grimpe à 48,1% dans toutes les stratégies, tandis que la combinaison de tous les chocs ramène ce ratio sur toutes les stratégies à 43,6% environ. Les paiements d'intérêts par rapport aux recettes portent sur un écart de 0,9% à 1,1% entre les différentes stratégies et en cas d'extrêmes chocs, ce ratio oscille entre 4,8 et 4,9% des recettes. En réalité, c'est l'ampleur du risque qui fait varier significativement une stratégie à une autre. La stratégie 4 présente presque le niveau de risque le plus élevé lorsque le coût de la dette est mesuré par le ratio des intérêts aux recettes, et elle est 1,1% de plus que sur les stratégies 1 et 2. Ces écarts s'expliquent par le fait que le ratio des intérêts aux recettes est plus sensible au choc sur les taux d'intérêt.
- **Mais le taux d'endettement à fin 2028 diminue par rapport à 2025 dans toutes les stratégies.** La hausse prévue du PIB entre 2026 et 2028 contribue à cette baisse du taux d'endettement, et quelle que soit la stratégie, celle-ci se traduit de façon marginale sur le ratio Dette/PIB qui n'est visible qu'au niveau des décimaux près.

- **Le taux d'intérêt moyen pondéré n'est pas négligeable.** En premier lieu, on remarque que le taux d'intérêt moyen pondéré est élevé par rapport à la situation de référence et notamment sur les stratégies 1, 3 et 4 qui visent le développement du marché intérieur, davantage de ressources semi-concessionnelles et des ressources non concessionnelles.
- **La capacité de l'État à réduire significativement le risque de refinancement de la dette intérieure est pour le moment limitée.** Une augmentation importante du volume d'OT à moyen et long-terme ne pourra se faire que de manière graduelle. Il n'existe pas actuellement une base d'investisseurs capable de soutenir de fortes émissions de titres publics à long terme. Une communication proactive avec les investisseurs, surtout les compagnies d'assurance et les fonds de pension sera nécessaire.
- **Malgré tout, toutes les quatre stratégies parviennent à une réduction du risque de refinancement du portefeuille de la dette publique.** L'objectif de réduction du risque de refinancement semble atteint à l'horizon de la stratégie, notamment sur les stratégies 2, 3 et 4 où la dette arrivant à échéance dans un an est réduite de 5,3% du total de la dette par rapport au maintien du statut quo. De même, la durée moyenne de remboursement augmente de 1,6 années réduisant de ce fait le risque de financement sur la dette extérieure et de 1,7 années de plus sur la dette totale. Toutefois, la durée moyenne de refinancement de la dette intérieure n'est pas aussi significative (+0,2 mois de plus) par rapport à la situation de référence, en raison de la primauté accordée au recours aux bons du trésor dans toutes les stratégies malgré sa baisse, notamment sur les stratégies 2,3, 4 au profit des OT de 3,5 et 7 ans dans des proportions limitées conformes à la capacité des investisseurs à y répondre.
- **Le risque de taux d'intérêt du portefeuille de la dette publique.** La caractéristique clef de l'évaluation des risques de taux d'intérêt est que toute la dette publique de la Mauritanie est à taux fixe, et que dans la suite de la réduction du risque de refinancement, le taux de refixation ou de changement de taux d'intérêt dans l'année par rapport à fin 2025 est réduit de 5,3% en comparaison des Stratégies 2,3 et 4 par rapport à la stratégie de référence, et de 2,9% en les comparant à la stratégie 1.
- **Toutes les stratégies augmentent la part de la dette libellée en devises dans le portefeuille**
La problématique du risque de taux de change ne se pose dans les termes d'un besoin de réduction ou d'atténuation, puisque l'objectif de sa réduction n'est pas fixé comme priorité, en raison de la forte dépendance de la Mauritanie aux financements extérieurs pour satisfaire ses besoins de développement, et dans un contexte où le marché financier intérieur n'a pas la consistance et la profondeur nécessaire pour combler une baisse envisagée du financement extérieur. A défaut de songer à réduire la dépendance de la Mauritanie vis à vis de l'extérieur, l'orientation politique à privilégier porte plutôt sur le besoin de diversifier davantage la base des créanciers, sur des guichets pour lesquels la coopération financière est inexplorée. Sur l'ensemble des stratégies, le risque de change est de nature pérenne sur toute la période de mise en œuvre de la SDMT.

47. C'est la stratégie 3 qui combine financement concessionnel et semi-concessionnel avec du non concessionnel qui a été retenue. Cette stratégie est celle qui se rapproche le plus de la stratégie 2 et qui affiche les coûts et risques jugés supportables et dont la faisabilité est jugée à portée de main. Elle se caractérise par un niveau de taux d'intérêt pondéré légèrement plus élevé, une durée moyenne du portefeuille de la dette extérieure moins longue que la stratégie 2. L'impact du financement non concessionnel de la stratégie 3 n'apparaît qu'à compter de 2027 où il est prévu d'être décaissé.

48. Le profil d'amortissement change peu d'une stratégie à une autre (graphique 6). Le remboursement des Obligations du trésor à 2 et 3 ans posera un défi de risque de refinancement auquel il faudra accorder une attention méritée à l'approche des diverses échéances. Une attention devrait être également accordée à l'accroissement de l'encours de la dette et surtout le service de la dette dont l'augmentation de 32,40% est prévue sur la période 2026-2028 sur le choix de la stratégie 3.

Graphiques 6 : Profil d'amortissement en 2025



VIII. PLAN ANNUEL DE FINANCEMENT

49. Le plan annuel d'emprunt décrit la manière dont la SDMT qui a été adoptée sera mise en œuvre au cours de l'exercice suivant. Le plan indique les montants, en termes nominaux, devant être empruntés durant l'année répartis en Multilatéraux, bilatéraux et par instruments de marché. Les montants inscrits dans le plan doivent être choisis de sorte à atteindre les cibles d'indicateurs de risque de la SDMT retenue.

50. Le besoin brut d'emprunt pour l'année 2026 est estimé à 18 307 millions MRU, soit 4,02% du PIB. Partant de la Stratégie préférée, près de 49,38% des besoins brut d'emprunt seront couverts sur le marché intérieur et 50,62 % à travers des financements extérieurs, comme l'indique le tableau ci-dessous.

Tableau 8 : Plan annuel d'emprunt en 2026

PLAN ANNUEL DE FINANCEMENT	
FINANCEMENT BRUT TOTAL	18 307
Variation de trésorerie	-
FINANCEMENT EXTERIEUR	9 267
<i>MULTILATERAUX</i>	8 248
<i>Dont Appui budgétaire</i>	3 780
<i>BILATERAUX</i>	1 019
<i>COMMERCIAUX</i>	-
FINANCEMENT INTERIEUR	9 040
<i>Bons et Obligations du Trésor</i>	9 040

51. Une fois que les montants globaux ont été déterminés pour l'année, il importe de planifier le calendrier des emprunts durant l'année. Étant donné le caractère saisonnier des flux de trésorerie de l'État, le calendrier doit permettre à l'État d'honorer ses engagements à bonne date et faciliter l'exécution du budget de manière prévisible sans avoir à rationner la trésorerie. La qualité du Plan annuel d'emprunt dépend donc en partie de la capacité à préparer (et à actualiser périodiquement) des prévisions à jour et fiables des flux de trésorerie de l'État, et surtout à absorber dans une limite convenue les dépenses d'urgence.

52. Deux calendriers distincts sont généralement établis, un calendrier pour les émissions de titres publics sur le marché intérieur et un calendrier pour la dette conventionnée. Pour les pays comme la Mauritanie dont le marché commence à se constituer, une mesure basique et efficace consiste à tenir compte du calendrier des décaissements de la dette extérieure et du solde initial du compte du Trésorier général pour déterminer le profil des besoins de trésorerie et, par conséquent, le calendrier probable d'émission de titres publics. Le calendrier doit tenir compte des périodes durant lesquelles la liquidité est faible sur le marché en raison de la saisonnalité des besoins du secteur privé (par exemple la période de financement de la campagne agricole ou de paiement de l'impôt sur les sociétés).

53. Il est plus difficile d'établir un calendrier précis pour les décaissements extérieurs. Les dates de décaissement de ces emprunts dépendent le plus souvent de l'évolution de l'exécution des projets et parfois des créanciers. Cependant, le calendrier établi doit indiquer la date tardive à laquelle les fonds doivent être reçus. La DGFCE qui a la responsabilité de la mobilisation de la dette extérieure doit entrer en contact avec toutes les agences d'exécution des projets pour obtenir de l'information sur l'avancement des projets, la projection et le calendrier indicatif des décaissements. Cette information doit être partagée avec la DDP, la BCM et la DGTCP chargée de la préparation du plan de trésorerie.