



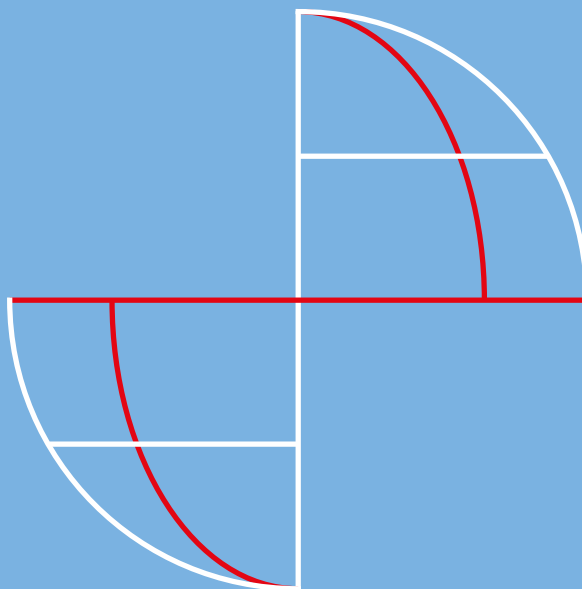
MINISTÈRE
DE L'ÉCONOMIE,
DES FINANCES
ET DE LA SOUVERAINETÉ
INDUSTRIELLE ET NUMÉRIQUE

*Liberté
Égalité
Fraternité*

Direction générale
du Trésor

2023

Annual report **PARIS CLUB**



CLUB DE PARIS

Rapport annuel

2023

2023

Annual report



2023

Rapport annuel

Summary

6

Foreword

14

Overview of the Paris Club

20

Key events in 2023

26

PART I

The current global sovereign debt landscape – between vulnerabilities and new opportunities

28

Contribution by Manuela Francisco,
Global Director, World Bank

30

Contribution by Allison Holland, Assistant Director,
International Monetary Fund (IMF)

32

Contribution by Roberto Sifon Arevalo,
Managing Director, S&P Global Ratings

34

PART II

The Paris Club and its G20 partners made significant progress in implementing ongoing debt restructurings

36

Contribution by Situmbeko Musokotwane,
Minister of Finance and National Planning, Zambia

40

Contribution by Mohammed Amin Adam,
Minister of Finance, Ghana

42

Contribution by the Paris Club Secretariat

44

Contribution by Daiho Fujii, Deputy Vice Minister,
Ministry of Finance, Japan

46

Contribution by Xuan Changneng,
Deputy Governor, People's Bank of China

48

Joint interview between Leone Gianturco, Head
of Unit, Ministry of Finance, Italy and Brad Setser,
Senior Fellow, Council on Foreign Relations

62

PART III

The Paris Club contributes to the debates on international sovereign debt

64

Contribution by Sonja Gibbs, Managing Director,
Institute of International Finance (IIF)

66

Contribution by Karim Foda, Senior Economist, IMF

68

Contribution by the Paris Club Secretariat

74

Contribution by Johanna Lybeck Lilja,
State Secretary, Ministry of Finance, Sweden

76

Contribution by the Paris Club Secretariat

84

Contribution by the Finance for Development Lab

88

Contribution by Manuela Francisco,
Global Director, World Bank

94

APPENDIX

96

Amounts due to Paris Club creditor countries
by foreign sovereign and other public borrowers
as of 31 December 2023

DISCLAIMERS: The information contained in this report is provided «as is.» The Paris Club does not warrant the accuracy or completeness of the data contained herein and expressly disclaims all warranties, express or implied. Although every effort has been made to ensure the accuracy of the information provided in the report, the information is solely provided for informational purposes. This report does not have an official status.

The Paris Club cannot be held responsible for any losses or damages of any kind, including direct, indirect, incidental, special, or consequential damages. Liability is excluded even if the possibility of such damages has been expressly indicated.

Sommaire

7	47
Avant-propos	Contribution de Xuan Changneng, Vice-Gouverneur, Banque populaire de Chine
15	49
Le rôle du Club de Paris	Entretien entre Leone Gianturco, Chef d'unité, ministère des Finances, Italie et Brad Setser, chercheur associé, <i>Council on Foreign Relations</i>
21	62
Faits marquants en 2023	PARTIE III
26	La contribution du Club de Paris
PARTIE I	dans les débats relatifs à la dette souveraine
Le paysage de l'endettement souverain	65
international : entre vulnérabilités	Contribution de Sonja Gibbs, Directrice générale, <i>Institute of International Finance</i>
et nouvelles opportunités	67
29	Contribution de Karim Foda, Économiste principal, FMI
Contribution de Manuela Francisco, Directrice Mondiale, Banque mondiale	69
31	Contribution du Secrétariat du Club de Paris
Contribution d'Allison Holland, Directrice adjointe, Fonds monétaire international (FMI)	75
33	Contribution de Johanna Lybeck Lilja, Secrétaire d'État, ministère des Finances, Suède
Contribution de Roberto Sifon Arevalo, Directeur général, <i>S&P Global Ratings</i>	77
35	Contribution du Secrétariat du Club de Paris
PARTIE II	85
Le Club de Paris et ses partenaires du G20	Contribution du <i>Finance for Development Lab</i>
progressent significativement dans la mise	89
en œuvre des restructurations de dette	Contribution de Manuela Francisco, Directrice Mondiale, Banque mondiale
37	94
Contribution de Situmbeko Musokotwane, ministre des Finances et du Plan, Zambie	ANNEXE
41	96
Contribution de Mohammed Amin Adam, ministre des Finances, Ghana	Montants dus aux pays créanciers membres du Club de Paris par les emprunteurs souverains et autres emprunteurs publics étrangers au 31 décembre 2023
42	
Contribution du Secrétariat du Club de Paris	
45	
Contribution de Daiho Fujii, Vice-ministre adjoint, ministère des Finances, Japon	

NOTICE LEGALE: Les informations figurant dans ce rapport sont fournies «telles quelles». Le Club de Paris ne garantit pas l'exactitude ou l'exhaustivité des données contenues dans ce rapport et décline expressément toute garantie, expresse ou implicite.

Malgré toute l'attention apportée pour garantir l'exactitude des données, les informations sont exclusivement présentées à titre informatif. Ce rapport ne revêt pas de caractère officiel.

Le Club de Paris ne peut être tenu pour responsable de pertes ou de dommages de quelque nature que ce soit, y compris les dommages directs, indirects, accessoires, spéciaux ou consécutifs. Toute responsabilité est exclue même si la possibilité de survenance de tels dommages a été expressément indiquée.

Foreword



Bertrand Dumont
Chairman of the Paris Club

When I left my role in the secretariat over 20 years ago, the publication of an annual report by the Paris Club wasn't yet a regular event. But in the intervening period, the report has become a core part of our standard practice, an established publication, and an important way in which we communicate the work of public creditors to our Parliaments, to borrower countries, and to our citizens. Such transparency and accountability are vital because sovereign debt brings together a wide variety of different public policy issues, including investment to meet the sustainable development goals, development financing and long-term debt sustainability – with the latter of critical importance given debt sustainability underpins countries' ability to invest in their priorities.

2023 was an eventful year for the Club, and also for the entire community of official bilateral creditors. Zambia's debt treatment marked the conclusion of the second debt restructuring under the Common Framework. Significant progress was also made in Ghana and Sri Lanka's debt restructurings (the latter outside the Common Framework), as well as through the provision of a debt service suspension to Ethiopia.

Against that backdrop, what stands out most clearly to me is the enduring relevance of the "Paris Club method", which remains as important as ever. It's been a pleasure for me to return to this unique organisation, one which remains as I remembered it: informal, effective, founded on widely-recognized expertise, working hard for members, attentive to borrower countries' views, and operating in close coordination with the International Monetary Fund and the World Bank. I've also been delighted to meet new stakeholders, including creditors from emerging lenders and private sector investors. On substance, the toolbox and principles developed over the Club's almost seventy years of existence - and

Avant-propos



Bertrand Dumont
Président du Club de Paris

L'exercice du rapport annuel du Club de Paris n'était pas encore en place lorsque j'ai quitté son secrétariat, il y a plus de 20 ans. Il est désormais un document attendu et un excellent moyen de rendre compte de l'action des créanciers publics auprès de nos Parlements, des pays emprunteurs et de nos concitoyens. Cette transparence et cette redevabilité sont nécessaires car l'endettement souverain engage différentes politiques publiques : l'investissement pour le développement durable, son financement et la viabilité de celui-ci. C'est grâce à un endettement viable que les pays peuvent mener leurs investissements.

2023 a été une année riche pour le Club et plus généralement pour l'ensemble de la communauté des créanciers publics bilatéraux, avec la conclusion du deuxième accord de restructuration de dette au titre du Cadre commun, avec la Zambie. Des progrès décisifs ont aussi été réalisés dans la restructuration de la dette du Ghana, du Sri Lanka (hors du Cadre commun), et une suspension du service de la dette octroyée à l'Éthiopie.

Dans ce contexte, j'ai pu constater la pérennité de la « méthode Club » qui conserve toute sa pertinence. J'ai ainsi retrouvé avec grand plaisir une organisation unique, informelle mais efficace, fondée sur une expertise reconnue, œuvrant pour l'ensemble de ses membres, à l'écoute des pays emprunteurs et en pleine coordination avec le Fonds monétaire international et la Banque mondiale. Mais j'ai aussi rencontré de nouveaux acteurs, créanciers de pays émergents ou investisseurs privés. Sur le fond, la boîte à outils et les concepts développés au long de ces presque soixante-dix ans d'existence, en étroite collaboration avec le FMI et la Banque mondiale, sont toujours d'actualité et appliqués parce qu'ils sont éprouvés et ont été régulièrement adaptés aux nouveaux enjeux. Le Cadre commun pour le traitement de la dette du G20, endossé par le Club de Paris,

developed in close collaboration with the IMF and the World Bank - are still being used and applied, precisely because they are tried, tested and have been regularly adapted to address new and emerging challenges. The G20 Common Framework, endorsed by the Paris Club, has taken up many of these principles. A few which stand out include the central anchor of an IMF program in setting the debt restructuring needs on the basis of an independent IMF/World Bank debt sustainability analysis, as well as the case-by-case approach and the comparability of treatment principle. The comparability of treatment principle kept creditors busy in 2023, and is one of the main themes of this report.

This year's annual report opens with an overview of the international sovereign debt landscape. The effects of successive shocks have continued to be felt in 2023, but recent months have also been marked by falling inflation and the end of the global interest rate tightening cycle. The changing interest rate context partly explains why three sub-Saharan African economies were able to issue new debt on public markets in the first quarter of 2024 (Kenya, Côte d'Ivoire and Benin). We must remain vigilant, but the prospect of a major debt crisis appears to be slowly receding. Turning to section one of the report, firstly, **Manuela Francisco**, Global Director for Macroeconomics, Trade and Investment Division at the World Bank provides a deep-dive into the macroeconomic context in a number of Low Income Countries (LICs), and recommends several actions to mitigate the debt vulnerabilities these countries are facing. **Allison Holland**, Deputy Director for Debt Policy in the Strategy, Policy and Review Department of the IMF, then highlights that debt vulnerabilities remain high in emerging and developing economies, with some LICs facing extremely large debt service burdens which will require action from the

international community in order to reduce liquidity risks. Finally, **Roberto Sifon Arevalo**, Managing Director and Global Head of Sovereign, Regional and Multilateral Ratings at S&P Global Ratings, stresses that the market outlook for sovereign debt remains challenging for several emerging economies, despite the positive developments recorded in the first quarter of 2024.

The second section of the report takes stock of the progress made in ongoing debt treatments, both within and outside the Common Framework. We welcome a contribution from **Situmbeko Musokotwane**, Zambia's Minister of Finance and Planning, who looks back on the entire restructuring process - led by his Treasury Secretary Felix Nkulukusa - and which culminated in the historic June 2023 agreement with public creditors, and subsequent March 2024 agreement with sovereign bondholders. Drawing on his country's experience, the Minister makes concrete proposals to improve the way comparability of treatment is assessed and implemented. **Mohammed Amin Adam**, Ghana's Minister of Finance, then looks back at the process which has enabled his country to reach agreement on the main parameters of its debt treatment with its official bilateral creditors. Next, the **Club Secretariat** provides a recap of the debt service suspension provided to Ethiopia, and which has given the country some breathing space as its authorities finalise a Staff Level Agreement (SLA) with the IMF. In due course agreement on an SLA will pave the way for the country to access Fund resources, and is necessary for the Official Creditor Committee (OCC) to progress its work on a debt treatment. Outside the Common Framework, **Daiho Fujii**, Deputy Vice-Minister for International Affairs at Japan's Ministry of Finance and Japan's co-chair of the Bilateral Creditors' Committee, reflects on the technical agreement reached between Sri Lanka and

en a repris les grands principes. Je pense en particulier à l'adossement à un programme FMI, notamment pour déterminer l'ampleur de la restructuration de dette nécessaire sur la base d'une analyse de viabilité réalisée de manière indépendante avec la Banque mondiale, l'approche au cas par cas et la comparabilité de traitement. Cette comparabilité est un des sujets qui a occupé les créanciers en 2023 et elle constitue ainsi le fil conducteur de ce rapport.

Cette année, le rapport annuel s'ouvre sur un état des lieux du paysage de l'endettement souverain international. Les chocs successifs ont continué de produire leurs effets en 2023, mais ont aussi été marqués ces derniers mois par le reflux de l'inflation et la fin du cycle de remontée des taux d'intérêt. C'est en partie le desserrement de cette contrainte qui a permis de nouvelles émissions de dette pour quatre économies d'Afrique sub-saharienne au premier trimestre 2024 (Côte d'Ivoire, Bénin, Kenya, Sénégal). La vigilance reste de mise bien sûr, mais le spectre d'une crise majeure de la dette s'éloigne lentement. Dans sa contribution, **Manuela Francisco**, Directrice Mondiale du Pôle macroéconomie, commerce et investissement à la Banque mondiale se concentre sur la situation de certains Pays à faible revenu (PFR) en préconisant plusieurs pistes d'action pour atténuer les vulnérabilités liées à l'endettement qui pèsent sur ces pays. **Allison Holland**, Directrice adjointe pour la politique de la dette au Département de la stratégie, des politiques et des revues du FMI fait le constat que les vulnérabilités liées à l'endettement restent élevées dans les économies émergentes et en développement, notamment en raison du poids du service de la dette très important supporté par certains PFR, qui appelle des actions pour réduire le risque de crises de liquidité. Enfin, **Roberto Sifon Arevalo**, Directeur général et Responsable mondial des notations

souveraines et des institutions multilatérales et régionales de *S&P Global Ratings* juge le marché de l'endettement souverain préoccupant pour certaines économies émergentes, malgré les évolutions positives enregistrées au premier trimestre 2024.

La seconde partie du rapport revient sur les progrès réalisés dans la mise en œuvre des traitements de dette en cours, au titre du Cadre commun et en dehors. Nous accueillons **Situmbeko Musokotwane**, Ministre des Finances et du Plan de la Zambie, qui revient sur l'ensemble du processus conduit avec son Secrétaire au Trésor, Félix Nkulukusa, qui a mené à l'accord historique de juin 2023 avec les créanciers publics, puis à l'accord de mars 2024 avec les détenteurs d'obligations souveraines. Se fondant sur l'expérience de son pays, le Ministre fait des propositions concrètes pour faire évoluer la manière dont est évaluée et mise en œuvre la comparabilité de traitement. **Mohammed Amin Adam**, Ministre des Finances du Ghana, revient lui aussi sur le processus qui a permis à son pays de parvenir à un accord sur les principaux paramètres d'un traitement de dette avec ses créanciers publics bilatéraux. Le **Secrétariat du Club** présente enfin la suspension du service de la dette accordée à l'Éthiopie au titre du Cadre commun afin de lui redonner des marges de manœuvre financière le temps de finaliser un accord technique entre les autorités et les services du FMI (*Staff Level Agreement* – SLA) pour un programme de financement, base nécessaire pour que le comité de créanciers publics puissent travailler sur un accord de restructuration. En dehors du Cadre commun, **Daiho Fujii**, vice-ministre adjoint pour les Affaires internationales au ministère des Finances du Japon, fort de la coprésidence du Japon du comité des créanciers bilatéraux, revient sur l'accord technique conclu entre le Sri Lanka et une partie de ses créanciers publics et sur le mécanisme de coordination originale qui a

certain of its official creditors, and the novel coordination mechanism that made this possible. More widely, **Xuan Changneng**, Vice-Governor of the People's Bank of China, presents his vision of the progress made around creditor coordination; progress which enabled the Zambia and Ghana success stories. In his contribution, the Vice-Governor also makes several suggestions to improve the implementation of the Common Framework. Then, as a further contribution to the Common Framework debate, a joint interview between **Brad Setser**, researcher at the Council on Foreign Relations (CFR) and **Leone Gianturco**, Head of Unit at the International Financial Relations Department of the Italian Ministry of Finance, aims to delve deeper into the lessons to be learnt from the implementation of the Common Framework. The interview between these two debt practitioners and experts gets to the heart of the debate, covering the contribution of the Common Framework, possible improvements, the role and policies of the international financial institutions and sovereign rating agencies, information sharing, comparability of treatment, and the role of private creditors.

Given its role in negotiating debt treatments, the Paris Club often finds itself at the centre of the international community's major debates on debt, and the third section of the report looks at how the Paris Club is positioning itself within such debates. First, **Sonja Gibbs**, Managing Director of the Institute for International Finance (IIF), reviews the biannual meetings between the Paris Club and IIF members, the last of which was held in Paris in September 2023 and covered the implementation of the Common Framework, information sharing, and the Global Sovereign Debt Roundtable (GSDR). A year on from its creation, **Karim Foda**, Senior Economist in the IMF's Strategy, Policy and Reviews Department,

then reflects on the GSDR: its genesis, objectives and initial results. The next contribution is written by the **Club Secretariat** and presents some of the Club's thoughts on the round table and the themes it has covered including domestic debt restructuring, comparability of treatment and the link between sovereign debt and climate change. **Johanna Lybeck Lilja**, State Secretary for Economic Policy and International Cooperation at the Swedish Ministry of Finance, reviews the role of the Paris Forum, the Club's annual conference. The aim of the Forum is to stimulate debate, promote open and frank discussions on the sovereign financing landscape, and ultimately support the prevention and resolution of debt crises. It brings together representatives of creditor and borrower countries, international institutions and the private sector, as well as researchers, institutions and Non-Governmental Organizations (NGOs). In 2023, the tenth edition of the Paris Forum was held, and the **Club's Secretariat** has summarized the main takeaways from that edition of the Forum in a short contribution.

The Paris Club also remains fully committed to the transparency of debt data, and the Club leads by example by publishing highly detailed, up to date loan data. Since 2023 and at the initiative of the Japanese G7 Presidency, the Club has taken another step forward to further improve its transparency by launching a data-sharing initiative with the World Bank, enabling the Bank to conduct large-scale reconciliation exercises with LICs based on Paris Club datasets. This initiative is the subject of a second contribution by **Manuela Francisco** from the World Bank.

Finally, to draw the report to a close, the think tank **Finance for Development Lab** provides policy proposals to better support solvent countries facing liquidity and short-term funding stress. This is a topic also

permis ce résultat. Plus généralement et du côté des créanciers, **Xuan Changneng**, vice-Gouverneur de la Banque populaire de Chine, présente sa vision des progrès réalisés dans la coordination des créanciers qui ont permis les succès zambien et ghanéen. Dans cette contribution, le vice-Gouverneur fait plusieurs suggestions afin d'améliorer la mise en œuvre du Cadre commun. Toujours dans la perspective de tirer les leçons de la mise en œuvre du Cadre commun trois ans et demi après son adoption par le Club de Paris et le G20, la parole est donnée à **Brad Setser**, chercheur au *Council on Foreign Relations* (CFR) et **Leone Gianturco**, Chef d'unité à la Direction des Relations financières internationales du ministère des Finances de l'Italie, sous la forme d'un entretien croisé : rôle du Cadre commun, amélioration à apporter, missions et politiques des institutions financières internationales et des agences de notation, partage d'information, comparabilité de traitement, rôle des créanciers privés. Ces deux praticiens reviennent sur les principales questions au cœur des débats sur la mise en œuvre du Cadre commun.

De par son rôle dans la négociation des traitements de dette, le Club de Paris est naturellement partie prenante des grandes réflexions qui animent la communauté internationale en matière d'endettement. La troisième partie porte sur la manière dont le Club de Paris se positionne dans ces débats. **Sonja Gibbs**, Directrice générale de l'*Institute for International Finance* (IIF) revient sur les rencontres biannuelles entre le Club de Paris et les membres de l'IIF, dont la dernière s'est tenue à Paris en septembre 2023 et a permis d'aborder la mise en œuvre du Cadre commun, le partage d'information, la Table ronde sur les dettes souveraines (*Global Sovereign Debt Roundtable* – GSDR). **Karim Foda**, économiste principal au Département de la stratégie, des politiques et des revues du Fonds évoque ensuite la GSDR,

sa genèse, ses objectifs et ses premiers résultats un peu plus d'un an après sa création. La contribution suivante est rédigée par le **Secrétariat du Club de Paris**, qui présente certaines des réflexions du Club dans le cadre de la GSDR – en particulier la restructuration des dettes domestiques, la comparabilité de traitement et le lien entre endettement souverain et changement climatique. **Johanna Lybeck Lilja**, Secrétaire d'État pour la Politique économique et la Coopération internationale au ministère des Finances de la Suède revient sur le rôle du Forum de Paris, la conférence annuelle du Club. Le Forum de Paris vise à nourrir le débat, à susciter des discussions franches et ouvertes sur le paysage du financement souverain, la prévention et la résolution des crises d'endettement. Il réunit largement : des représentants de pays créanciers et emprunteurs, des institutions internationales, le secteur privé ainsi que des chercheurs, des associations et Organisations non-gouvernementales (ONG). En 2023, s'est tenue la dixième édition du Forum de Paris et le **Secrétariat du Club** a résumé dans une autre contribution les principaux enseignements des différentes sessions.

Le Club de Paris est aussi pleinement engagé pour la transparence des données d'endettement, en ayant un comportement vertueux, qui se traduit concrètement par la publication de données très détaillées. Depuis 2023, le Club, à l'initiative de la Présidence japonaise du G7, a fait un pas de plus en faveur de la transparence en lançant une initiative de partage de données avec la Banque mondiale, afin que cette dernière mène un exercice de réconciliation à grande échelle avec les PFR – cette initiative est l'objet d'une nouvelle contribution de **Manuela Francisco** de la Banque mondiale.

Enfin, pour conclure ce rapport, le laboratoire de recherche **Finance for Development Lab** fait des propositions pour mieux soutenir, et de manière préventive,

touched upon in the IMF's contribution, which underscores the vital role of domestic resource mobilisation and continued access to multilateral finance in countries facing liquidity stress, and this topic is a major ongoing theme of discussion in multilateral fora in 2024.

I would like to thank all contributors to the Club's activities in 2023: borrowing countries, member countries, the IMF and the World Bank, partner countries, and all stakeholders. Please rest assured that the Paris Club's teams remain fully and wholly committed to doing everything they can to prevent and resolve sovereign debt crises. •

les pays dont la dette est considérée comme viable, mais qui rencontrent des problèmes de liquidité et des pressions de refinancement court terme. Ce sujet est également évoqué dans la contribution du FMI, qui met l'accent sur l'enjeu de mobilisation des ressources domestiques par ces pays et d'accès au financement des institutions multilatérales – un des thèmes majeurs des discussions en relation avec la dette en 2024.

Je remercie l'ensemble des contributeurs à l'activité du Club en 2023, les pays emprunteurs, les pays membres, le FMI et la Banque mondiale, les pays partenaires, et l'ensemble des parties prenantes. Croyez en l'engagement plein et entier des équipes du Club de Paris pour contribuer, à leur pleine mesure, à la prévention et à la résolution des crises d'endettement souverain. •

Overview of the Paris Club

The Paris Club is an informal group of **22 official creditors**¹. Its role is to find coordinated, orderly and sustainable solutions to debt sustainability challenges in borrowing countries. Established in 1956, the Paris Club has successfully implemented around **500 debt treatments**, covering more than **100 borrowing countries** and a debt stock worth over **\$600 billion**, making it “**the principal forum for restructuring official bilateral debt**”.²

The Chair of the Paris Club is traditionally the Head of the French Treasury. The Chairman’s deputies serve as Co-Chairman and Vice-Chairman. A permanent Secretariat comprising French Treasury officials ensures the proper functioning of the Club and prepares discussions and negotiations.

HOW DOES THE PARIS CLUB WORK?

The primary role of the Paris Club is to ensure the recovery of official bilateral claims and to coordinate among official bilateral creditors in debt restructurings.

When a borrowing country is unable to meet its debt obligations, it can request a debt treatment from the Paris Club. **The Paris Club negotiates debt restructurings with borrowing countries that show a credible commitment to restoring their economic and financial situation and have demonstrated a track record of implementing reforms under an IMF program.** This means the country must have a current program supported by an appropriate arrangement with the IMF. Representatives of international financial institutions (IMF and World Bank) attend Paris Club sessions as observers.

In addition to undertaking debt treatment negotiations with borrowing countries, Paris Club members meet regularly in Paris or through videoconference to discuss the financial situation of specific borrowers, analyse emerging trends in the sovereign debt landscape, and tackle methodological issues (“**Tour**

d’Horizon” – **TH meetings**). In order to promote productive and frank dialogue, discussions are treated as confidential.

The Paris Club operates based on **six principles**, to which creditors adhere in order to maximize the efficiency of their collective action vis-à-vis borrowing countries and other creditors (see below).

BENEFITS OF PARIS CLUB MEMBERSHIP

The Paris Club demonstrates that sovereign debt problems can be solved more efficiently through close coordination amongst creditors and between creditor and borrower countries. On the creditors’ side, it aims to avoid the accumulation of arrears and to recover claims through coordinated action that strengthens bargaining power. On the borrower side, it aims to ease liquidity constraints and solve solvability issues in order to restore macro financial stability and foster growth. The Club provides a forum for regular information sharing and updates on both country-specific and regional debt vulnerabilities informed by the perspective of the IMF and the World Bank. This information sharing helps to shape lending decisions, strengthens the international financial architecture and ensures the timely prevention of debt crises in developing countries. The Paris Club also plays an instrumental role in helping support successful IMF reform programs.

Participating in consensus-based Paris Club debt treatments allows creditor countries to shape the terms of treatment instead of having to comply ex post with those already negotiated without their input. Borrowing countries also benefit from the commitment of the Paris Club creditors to sustainable lending. From a borrower perspective, negotiating with the Club as a whole also removes the burden of negotiating individually with multiple creditors.

Becoming a Paris Club member confirms a country’s position as an active partner to other members of the international financial community, in close collaboration with the IMF and the World Bank. As the principal forum for official debt treatments, the Paris Club welcomes further membership from emerging creditors willing to adhere to the Paris Club principles. In 2016, the Paris Club was pleased to welcome two major emerging creditors, Korea and Brazil as full members of the Club, after having participated on an ad hoc basis for several years. Countries interested in joining the Paris Club may progress through a series of

(1) Australia, Austria, Belgium, Brazil, Canada, Denmark, Finland, France, Germany, Ireland, Israel, Italy, Japan, Korea, the Netherlands, Norway, Russian Federation, Spain, Sweden, Switzerland, the United Kingdom and the United States of America. South Africa has been a prospective member since 2022.

(2) G20 Communiqués, Hangzhou, September 2016, Buenos Aires, March 2018 and Osaka, June 2019.

Le rôle du Club de Paris

Le Club de Paris est un groupe informel de **vingt-deux pays créanciers**¹ dont le rôle est de trouver des solutions coordonnées et durables aux problèmes de viabilité de la dette des pays emprunteurs. Fondé en 1956, le Club a réalisé avec succès près de **500 traitements de dettes** avec plus de 100 pays emprunteurs, sur un stock de dette de plus de **600 milliards de dollars**, ce qui en fait « **le principal forum de restructuration de la dette bilatérale officielle** »².

Le Club de Paris est traditionnellement présidé par le Directeur général du Trésor français. Ses proches collaborateurs assument respectivement les fonctions de co-président et de vice-président du Club de Paris. Un Secrétariat permanent composé de fonctionnaires du Trésor français a pour mission de préparer les discussions au sein du Club, ainsi que les négociations avec les pays emprunteurs.

COMMENT LE CLUB DE PARIS FONCTIONNE-T-IL ?

Le rôle principal du Club de Paris est d'assurer le recouvrement des créances souveraines et la coordination des créanciers publics lors des restructurations de dettes.

Lorsqu'un pays emprunteur n'est pas en mesure de faire face à ses engagements, il peut solliciter un traitement de dette auprès du Club de Paris. **Le Club négocie les restructurations de dette des pays emprunteurs qui sont engagés dans la mise en œuvre de réformes visant à rétablir leur situation économique et financière et qui ont démontré un historique satisfaisant dans la mise en œuvre d'un programme avec le FMI.** Le pays emprunteur doit par conséquent avoir négocié un programme de financement assorti des conditionalités appropriées avec le FMI. Des représentants des Institutions financières internationales (FMI et Banque mondiale – IFI) participent aux réunions du Club de Paris en qualité d'observateurs.

Outre les négociations de traitements de dettes, les membres du Club de Paris se réunissent régulière-

ment à Paris ou en format virtuel pour discuter de la situation financière des pays emprunteurs, des évolutions du paysage de l'endettement souverain, ou pour traiter des questions méthodologiques (**réunions dites de « Tour d'Horizon »**). Afin d'encourager un dialogue productif et ouvert, les échanges sont confidentiels.

L'action du Club de Paris repose sur **six principes**, auxquels les créanciers adhèrent afin de garantir l'efficacité maximale de leur action vis-à-vis des pays emprunteurs et des autres créanciers (cf. ci-dessous).

QUELS SONT LES AVANTAGES DE L'APPARTENANCE AU CLUB DE PARIS ?

L'action du Club de Paris repose sur le constat que les crises de dettes souveraines peuvent être résolues plus efficacement par une coordination étroite, entre les créanciers d'une part et entre l'emprunteur et ses créanciers d'autre part. Son principal objectif est d'aider les créanciers publics à prévenir l'accumulation d'arriérés, à faciliter le recouvrement de leurs créances grâce à un pouvoir collectif de négociation renforcé et à aider le retour à une situation d'endettement viable du débiteur. Le Club fonctionne comme un forum d'échanges réguliers d'informations sur les risques liés à la situation d'endettement d'un pays ou d'une région, en s'appuyant sur l'expertise du FMI et de la Banque mondiale. Ce partage d'informations est une aide à la décision dans la définition de la politique de prêts des membres du Club. Il renforce l'architecture financière internationale et permet de prévenir les crises de dette souveraine dans les pays émergents et en développement. Il joue également un rôle déterminant dans la réussite des programmes de réformes économiques du FMI.

Le principe du consensus permet aux pays membres du Club de Paris de participer à la définition des termes du traitement du pays emprunteur, plutôt que de devoir s'y conformer ex-post, sans avoir été associés en amont. Du point de vue de l'emprunteur, le fait de négocier avec le Club dans son ensemble lui évite de devoir négocier individuellement avec plusieurs créanciers. Les créanciers du Club de Paris sont par ailleurs engagés dans une politique de prêt viable.

Devenir membre du Club de Paris confirme le statut de partenaire financier actif au sein de la communauté internationale, en collaboration étroite avec le FMI et la Banque mondiale. En tant que principal forum de restructuration des dettes souveraines, le Club de Paris encourage la coordination la plus étroite

(1) Allemagne, Australie, Autriche, Belgique, Brésil, Canada, Corée du Sud, Danemark, Espagne, États-Unis d'Amérique, Fédération de Russie, Finlande, France, Irlande, Israël, Italie, Japon, Norvège, Pays-Bas, Royaume-Uni, Suède et Suisse. L'Afrique du Sud est par ailleurs membre prospectif depuis 2022.

(2) Communiqués G20 d'Hangzhou, septembre 2016, de Buenos Aires, mars 2018 et d'Osaka, juin 2019.

association statuses. As a first step, interested creditor countries can join the Paris Club as “ad hoc participants” – this is the status of China and India since 2013 and 2019, respectively. This status allows them to participate in some parts of Paris Club monthly TH meetings, as well as negotiations with borrowing countries in which they have claims if they wish so. The next level is the one of prospective member, which allows participation in all TH meetings for a limited period of time. At the end of this period, the prospective member must either seek full membership or return to ad hoc status. South Africa has been a prospective member since 2022.

In addition to these different statuses, the following creditors have participated in Paris Club treatments and/or Tours d’Horizon on an ad hoc basis: Argentina, the Czech Republic, Kuwait, Mexico, Morocco, New Zealand, Portugal, Saudi Arabia, South Africa, Trinidad and Tobago, Turkey and the United Arab Emirates.●

THE SIX PRINCIPLES UNDERLYING PARIS CLUB ACTIVITIES

Solidarity among creditors

All members of the Paris Club agree to act as a group in their dealings with a given borrowing country and to be sensitive to the effect that the management of their claims may have on the claims of other members.

Consensus

Paris Club decisions require a consensus among the participating creditor countries.

Information sharing

The Paris Club is a unique information-sharing forum. Paris Club members regularly share views and information with each other on the situation of borrower countries, informed by the participation of the IMF and World Bank, and share data on their claims on a reciprocal basis. In order for discussions to remain productive, deliberations are kept confidential.

Case by case

The Paris Club makes decisions on a case by-case basis in order to tailor its actions to each borrowing country’s individual situation. This principle was consolidated by the Evian Approach.

Conditionality

The Paris Club only negotiates debt restructurings with borrower countries that:

- need debt relief; borrower countries are expected to provide a precise description of their economic and financial situation,
- have implemented and are committed to implementing reforms to restore their economic and financial situation,
- have a demonstrated track record of implementing reforms under an IMF program.

Comparability of treatment

A borrowing country that signs an agreement with its Paris Club creditors should not accept from its non-Paris Club bilateral or commercial creditors terms of treatment of its debt less favourable to the borrower than those agreed with the Paris Club.

possible avec les créanciers émergents non membres du Club qui souhaitent adhérer à ses principes. En 2016, le Club de Paris a eu le plaisir d'accueillir deux grands créanciers émergents, la Corée du Sud et le Brésil, en tant que membres à part entière du Club, après y avoir participé sur une base *ad hoc* pendant plusieurs années. Les pays créanciers intéressés peuvent être invités à rejoindre le Club de Paris en bénéficiant de plusieurs statuts d'association progressifs. La première étape permet à ces créanciers d'être associés à certains travaux du Club de Paris, en tant que participants *ad hoc* – c'est le cas de la Chine depuis 2013 et de l'Inde depuis 2019. Ce statut leur permet de participer à des points spécifiques de l'ordre du jour des réunions du Club de Paris, ainsi qu'aux négociations avec un pays emprunteur sur lequel ils détiennent des créances, mais sans être tenu par le principe de solidarité. Le niveau suivant est celui de membre prospectif, qui permet de participer à l'intégralité des réunions mensuelles TH pour une période limitée. À l'issue de cette période, le membre prospectif doit choisir de devenir membre à part entière ou de revenir au statut *ad hoc*. L'Afrique du Sud est membre prospectif depuis 2022.

Outre ces différents statuts, les créanciers suivants ont participé aux traitements de dette du Club de Paris sur une base *ad hoc* ponctuelle : Afrique du Sud, Arabie saoudite, Argentine, Emirats arabes unis, Koweït, Mexique, Maroc, Nouvelle-Zélande, Portugal, République tchèque, Trinité-et-Tobago et Turquie. •

LES SIX PRINCIPES SUR LESQUELS REPOSE L'ACTIVITÉ DU CLUB DE PARIS

Solidarité entre les créanciers

Dans le cadre de leurs négociations avec un pays emprunteur, tous les membres du Club de Paris conviennent d'agir en tant que groupe et sont sensibles aux répercussions que la gestion de leurs propres créances est susceptible d'avoir sur les créances des autres membres.

Consensus

Les décisions sont prises au sein du Club de Paris par consensus entre les pays membres.

Partage d'informations

Le Club de Paris est un forum unique d'échange d'informations. Les membres du Club de Paris partagent régulièrement des informations et leurs points de vue sur la situation des pays emprunteurs. Ces échanges bénéficient de la participation du FMI et de la Banque mondiale. Les créanciers partagent également des données décrivant les créances qu'ils détiennent sur les pays tiers. Tous ces échanges sont fondés sur la confidentialité.

Décisions au cas par cas

Le Club de Paris prend ses décisions au cas par cas, de façon à s'adapter à la situation particulière de chaque pays emprunteur. Ce principe a été renforcé dans le cadre de l'approche d'Evian.

Conditionnalité

Le Club de Paris négocie une restructuration de dette avec un pays emprunteur uniquement lorsque :

- il y a un besoin d'allègement de dette. Le pays emprunteur doit fournir une description détaillée de sa situation économique et financière,
- le pays débiteur a mis en œuvre et s'engage à mettre en œuvre des réformes pour restaurer sa situation économique et financière,
- le pays débiteur a démontré un historique satisfaisant de mise en œuvre de réformes dans le cadre d'un programme avec le FMI.

Comparabilité de traitement

Le pays emprunteur qui signe un accord avec les créanciers du Club de Paris s'engage à ne pas accepter des créanciers non membres, un traitement de sa dette selon des termes qui soient moins favorables pour lui que ceux agréés dans le cadre du Club de Paris.

The Chair and the Paris Club Secretariat



La Présidence et le Secrétariat du Club de Paris



KEY EVENTS IN

2023

JANUARY 25

The Paris Club provides financing assurances to Sri Lanka

MAY 9

First meeting of the Official Creditor Committee for Sri Lanka

MAY 12

First meeting of the Official Creditor Committee for Ghana under the Common Framework, and financing assurances

JUNE 21

10th edition of the Paris Forum, the annual conference of the Paris Club, with the support of India G20 presidency

JUNE 23

Release of the agreement reached by Zambia and its Official Creditor Committee on the main parameters of a debt treatment under the Common Framework

SEPTEMBER 27

Annual meeting in Paris with representatives of the private sector of the IIF and the Paris Club

OCTOBER 13

Agreement on the Memorandum of Understanding between Zambia and its Official Creditor Committee

NOVEMBER 29

Sri Lanka and its Official Creditor Committee reach an agreement on the main parameters of a debt treatment

NOVEMBER 30

The Official Creditor Committee grants a debt service suspension to Ethiopia

DECEMBER 13

The Paris Club welcomes Somalia's Completion Point under the enhanced Heavily Indebted Poor Countries Initiative

25 JANVIER

Le Club de Paris octroie ses assurances de financement au Sri Lanka

9 MAI

Première réunion du comité des créanciers publics du Sri Lanka

12 MAI

Première réunion du comité des créanciers publics du Ghana
au titre du Cadre commun, et ses assurances de financement

21 JUIN

10^e édition du Forum de Paris, la conférence annuelle du Club de Paris,
avec le soutien de la présidence indienne du G20

23 JUIN

La Zambie et le comité de ses créanciers publics bilatéraux rendent public leur accord
sur les principaux paramètres d'un traitement de dette au titre du Cadre commun

27 SEPTEMBRE

Rencontre annuelle à Paris entre les représentants des créanciers privés
de l'IIF et le Club de Paris

13 OCTOBRE

Approbation du protocole d'accord entre la Zambie
et son comité des créanciers publics bilatéraux

29 NOVEMBRE

Le Sri Lanka et le comité de ses créanciers publics bilatéraux parviennent
à un accord sur les principaux paramètres d'un traitement de dette

30 NOVEMBRE

Le comité des créanciers publics bilatéraux accorde une suspension
du service de la dette à l'Éthiopie

13 DÉCEMBRE

Le Club de Paris salue l'atteinte par la Somalie du point d'achèvement
dans le cadre de l'initiative renforcée en faveur des Pays pauvres très endettés



Manuela Francisco

Global Director, Macroeconomics,
Trade and Investment, World Bank

Directrice mondiale du pôle Macroéconomie,
commerce et investissement, Banque mondiale



Allison Holland

Assistant Director, Debt Policy Division,
Strategy, Policy and Review Department, IMF
Directrice adjointe, Division de la politique
de la dette, département de la Stratégie,
des Politiques et des Revues, FMI



Roberto Sifon Arevalo

Managing Director, Global Head of Sovereign
& MLI Ratings

Directeur Général et Responsable mondial
des notations souveraines et des institutions
multilatérales et régionales, S&P Global Ratings



Situmbeko Musokotwane

Minister of Finance and National Planning, Zambia
Ministre des Finances et du Plan, Zambie



Mohammed Amin Adam

Minister of Finance, Ghana
Ministre des Finances, Ghana



Daiho Fujii

Deputy Vice Minister for International Affairs,
Ministry of Finance, Japan
Vice-Ministre adjoint pour les Affaires
internationales, ministère des Finances, Japon



Xuan Changneng

Deputy Governor, People's Bank of China
Vice-Gouverneur, Banque populaire de Chine



Leone Gianturco

Head of Unit, International Financial Relations
Directorate, Ministry of Finance, Italy
Chef d'Unité, Direction des Relations financières
internationales, ministère des Finances, Italie



Brad Setser

Senior fellow, Council on Foreign Relations
chercheur associé,
Council on Foreign Relations – CFR



Sonja Gibbs

Managing Director and Head of Sustainable Finance,
Institute of International Finance
Directrice générale, *Institute of International Finance*



Karim Foda

Senior Economist, Strategy, Policy
and Review Department, IMF
Économiste principal, Département de la stratégie,
des politiques et des revues, FMI



Johanna Lybeck Lilja

State Secretary for economic policy and international
economic cooperation, Ministry of Finance, Sweden
Secrétaire d'État chargée de la Politique économique
et à la Coopération économique internationale,
ministère des Finances, Suède



Finance for Development Lab





PART I

The current global sovereign debt
landscape – between vulnerabilities
and new opportunities



Adobe Stock

PARTIE I

Le paysage de l'endettement souverain
international : entre vulnérabilités
et nouvelles opportunités

The successive shocks which have hit the global economy in recent years have continued to reverberate in 2023. The high global interest rate environment and corresponding tendency for local currencies to depreciate has challenged the most vulnerable economies. However, the past few months have also seen more positive developments, with a return of Eurobond issuances in Sub-Saharan Africa for the first time since April 2022, low-income country debt levels stabilizing, and a possible inflection point reached in the global interest rate cycle as markets expect rates to begin falling. The spectre of another major debt crisis is slowly receding but vigilance remains the order of the day – at a time when many borrowers have significant external repayments falling due, limited fiscal space and large investment needs. This first part of the annual report provides an overview of the current international sovereign debt environment. But the three contributors from the World Bank, the IMF and S&P Global have also been keen to propose concrete solutions to the major challenges facing the international financial community. •

Les chocs successifs qui ont affecté l'économie mondiale ces dernières années ont continué de produire leurs effets en 2023. Le niveau élevé des taux d'intérêt à l'échelle globale et la tendance à la dépréciation des devises ont continué de fragiliser les économies les plus vulnérables. Toutefois, ces derniers mois ont aussi été marqués par des nouvelles plus positives, avec plusieurs émissions d'obligations souveraines par des pays d'Afrique subsaharienne, ce qui n'était pas arrivé depuis avril 2022. La fin probable du cycle de remontée des taux d'intérêt se traduit par des anticipations de baisses de taux sur les marchés. L'endettement des PFR se stabilise. Le spectre d'une nouvelle crise majeure de la dette s'éloigne lentement, mais la vigilance reste de mise – à un moment où de nombreux pays emprunteurs doivent faire face à des échéances de remboursement externes importantes. Cette première partie du rapport dresse un état des lieux du paysage de l'endettement souverain international. Les trois contributeurs de la Banque mondiale, du FMI et de *S&P Global Ratings* proposent également des solutions concrètes pour répondre aux défis qui se posent à la communauté financière internationale. •

Manuela Francisco

Global Director, Macroeconomics,
Trade and Investment, World Bank

Over the past decade, the rise in the external debt in low-income countries has outpaced economic growth. Multiple shocks since 2020 have further increased vulnerabilities. Currently, 55 percent of low-income countries are assessed at high risk of debt distress or are already in debt distress, based on the Debt Sustainability Analyses (DSA) conducted jointly by the World Bank and the IMF.

The years ahead are proving especially difficult for this group of countries. As a result of global interest rate hikes in 2022 and 2023, debt service rose and access to financial markets was curtailed. Additionally, many countries are experiencing net negative debt flows with loan repayments outpacing new borrowing. As a result, liquidity pressures have built up.

To fully appreciate these risks, it is crucial to look not only at the size but also at the composition of sovereign debt portfolios, which has shifted markedly over the last decade. Multilateral creditors' share of debt declined until 2019 but then rose sharply in response to the COVID-19 pandemic. In the same period, the share of bilateral debt has declined modestly, but an increasing share is now owed to non-Paris Club creditors. The share of debt owed to private creditors doubled in the meantime.

The lines between creditor groups have also become blurrier. The traditional dichotomy of official-concessional vs. commercial non concessional lending has been complicated by the mounting role of "plurilateral" creditors and significant non-concessional lending by state-controlled creditors (over a third of the debt at interest rates above 5% in LICs is owed to them rather than private creditors). On top of that, intercreditor equity within each group is often disrupted by collateralized lending.

Tackling the challenges posed by this new public debt landscape requires all parties to work together.

The top priority is to strengthen debt management capacity, including the diagnosis of key vulnerabilities and debt management reforms to address them. The World Bank, the IMF and other technical assistance providers support dozens of debt management offices around the world every year.

Second is the need for large net positive, highly concessional financial flows, particularly in countries facing liquidity challenges. Also in that respect, the World Bank, through its International Development Association (IDA) arm, is taking the lead: only in the fiscal year ending June 30, 2023, IDA commitments totalled \$35.4 billion, of which \$7.3 billion were grants.

Third, we need to explore innovative financial solutions including contingent instruments (such as deferred drawdown options and Climate Resilient Debt Clauses (CRDCs), guarantees and debt swaps.

Fourth, early warning systems are critical, hence the Debt Sustainability Framework (DSF) for LICs is being currently reviewed.

Finally, in cases of debt distress, we need to act quickly and decisively in restoring debt sustainability. This is why the Bank is working with the Paris Club, the G7, the G20 and other stakeholders through the Common Framework and the GSDR in better coordinating our approach. •

Manuela Francisco

Directrice mondiale, Pôle macroéconomie,
commerce et investissement, Banque mondiale

Ces dix dernières années, les PFR ont vu leur dette extérieure augmenter plus vite que leur croissance économique, et les nombreuses crises survenues depuis 2020 n'ont fait qu'aggraver leurs vulnérabilités. Actuellement, 55 % de ces pays présentent un risque élevé de surendettement ou se trouvent déjà en situation de surendettement d'après les analyses de viabilité de la dette réalisées conjointement par le FMI et la Banque mondiale.

Les années à venir s'annoncent particulièrement difficiles pour ces pays. La hausse des taux d'intérêt survenue à l'échelle mondiale en 2022 et 2023 a alourdi le service de la dette de ces pays et limité leur accès aux marchés financiers. En parallèle, dans nombre d'entre eux, les flux financiers nets sont négatifs, c'est-à-dire que le montant des remboursements des prêts dépasse celui des nouveaux emprunts, d'où une accentuation des tensions sur la liquidité.

Pour évaluer correctement ces risques, il faut impérativement tenir compte non seulement de la taille, mais aussi de la composition de la dette externe des PFR, qui a fortement évolué au cours des dix dernières années. Orientée à la baisse jusqu'en 2019, la part de la dette détenue par les créanciers multilatéraux a ensuite fortement augmenté suite à la pandémie de Covid-19. Au cours de la même période, la part de la dette publique bilatérale a diminué modestement, mais une part croissante de celle-ci se trouve désormais entre les mains de créanciers non membres du Club de Paris. Dans l'intervalle, le pourcentage de la dette due à des créanciers privés a doublé.

Par ailleurs, les contours des différentes catégories de créanciers sont devenus plus flous. La dichotomie traditionnelle entre prêts concessionnels publics et prêts non concessionnels privés est moins opérante que par le passé, en raison du rôle croissant des créanciers « plurilatéraux » et du volume non négligeable de prêts non concessionnels consentis par des créanciers publics (ainsi, la dette des PFR dont le taux d'intérêt est supérieur à 5 % est due, pour plus d'un tiers, à des créanciers plurilatéraux et non à des créanciers privés). À cela s'ajoute que l'égalité de traitement entre les créanciers à l'intérieur d'une même catégorie de prêteurs est souvent remise en cause par les prêts « collatéralisés » [NDLR: c'est-à-dire assortis d'une sûreté réelle].

Les défis nés de ce nouveau paysage de l'endettement souverain ne pourront être relevés que si toutes les parties coopèrent.

Premièrement, il est primordial de renforcer les compétences en matière de gestion de la dette, notamment en matière de repérage et d'évaluation des vulnérabilités. Une fois les vulnérabilités identifiées, les pays doivent être en mesure de mener les réformes nécessaires pour y remédier. Chaque année, la Banque mondiale, le FMI et d'autres institutions fournissent une assistance technique à des dizaines d'organismes de gestion de la dette dans le monde entier.

Deuxièmement, il est indispensable que les pays, en particulier ceux confrontés à des problèmes de liquidité, bénéficient de flux financiers nets positifs à des conditions très avantageuses. Dans ce domaine aussi, la Banque mondiale est aux avant-postes, par l'intermédiaire de l'Association internationale de développement (AID). Au cours du seul exercice 2022-2023 (clos le 30 juin 2023), les engagements de l'AID ont représenté au total 35,4 milliards de dollars, dont 7,3 milliards de dollars sous la forme de dons.

Troisièmement, nous devons rechercher des solutions financières innovantes, en particulier les instruments de dette contingentes (tels que les options de tirage différé et les clauses dites de « résilience climatique » – *Climate Resilient Debt Clauses* – CRDCs), les garanties et les conversions de dettes.

Quatrièmement, les systèmes d'alerte précoce jouent un rôle capital, raison pour laquelle le cadre de viabilité de la dette pour les PFR fait actuellement l'objet d'une révision.

Enfin, en cas de surendettement, nous devons agir avec rapidité et détermination pour restaurer la viabilité de la dette. C'est la raison pour laquelle la Banque mondiale coopère avec le Club de Paris, le G7, le G20 et d'autres acteurs au sein du Cadre commun et de la table ronde sur la dette souveraine GSDR afin de mieux coordonner les différentes approches. •

Allison Holland

Assistant Director, Debt Policy Division, Strategy,
Policy and Review Department, IMF

EVOLUTION OF DEBT VULNERABILITIES IN EMERGING MARKETS AND DEVELOPING ECONOMIES

Debt vulnerabilities in Emerging Market and Developing Economies (EMDEs) remained elevated through 2023, though the risk of a systemic debt crisis receded as the year progressed. The scale of these debt vulnerabilities reflects the combination of high (though stabilizing) levels of debt, tight financing conditions, and constrained supply of new financing from international capital markets, coupled with significant debt servicing needs, even as deficits remained wide as countries continued to grapple with spillovers from conflicts and other shocks.

While the general level of bond spreads declined through 2023, overall financing conditions continued to tighten reflecting underlying monetary conditions in advanced economies. In this context, international capital markets remained effectively closed to all but investment grade issuers in 2023. Nevertheless, as we head into 2024, financing conditions have begun to ease and EMDE issuance for the first quarter has proved robust. While investment grade issuers continue to dominate new issuance, some low-income frontier issuers (Benin, Côte d'Ivoire, Kenya and Senegal) have also regained market access.

Despite some signs that financing pressures may be easing, many EMDEs remain vulnerable. Of particular concern is the increasingly challenging debt servicing burden facing countries. This is particularly acute for LICs where there is a significant risk that critical growth-enhancing spending is crowded-out. For instance, the total interest bill for the median LICs is absorbing around 7 percent of revenues, about double the level of 10 years ago, while overall debt servicing is running at close to 30 percent of revenues, about three times the pace of a decade ago. This debt servicing burden is a key contributor to the fact that 26 LICs remain at high risk of debt distress as at the end of 2023 (though down from 29 as at end-2022). And these challenges mean that LICs are generally tightening their overall fiscal stance – with primary deficits narrowing 0.6 percentage points of Gross Domestic Product to 1.8 percent of GDP on average in 2023 and with a further 0.3 ppt narrowing expected in 2024 – despite their large (unsatisfied) development and climate financing needs, and which will continue to depress economic activity.

In contrast, emerging markets slightly widened their primary balance by 0.3 ppt to 3.4 percent of GDP in 2023 and are expected to maintain that stance through 2024.

This points to the continued importance of support from both international financial institutions, such as the IMF and World Bank – where efforts to ensure the sufficiency of their resources are critical, and other bilateral partners to ensure sufficient access to high quality and low-cost financing, including grants. That will mitigate potential risks that these debt servicing challenges transform into a full-blown and more costly debt crisis. •

Allison Holland

Directrice adjointe, Division de la politique de la dette,
Département de la stratégie, des politiques et des revues, FMI

L'ÉVOLUTION DES VULNÉRABILITÉS LIÉES À L'ENDETTEMENT DANS LES PAYS ÉMERGENTS ET EN DÉVELOPPEMENT

Les vulnérabilités liées à l'endettement dans les pays émergents et en développement se sont maintenues à un niveau élevé en 2023, bien que le risque d'une crise de la dette systémique se soit atténué au fil des mois. L'ampleur de ces vulnérabilités est due à une conjonction de facteurs : des niveaux d'endettement élevés (bien qu'ils se stabilisent), des conditions de financement difficiles et une offre de nouveaux financements limitée sur les marchés internationaux de capitaux, combinés à des services de la dette élevés. En outre, les déficits restent eux-aussi élevés dans un contexte où les pays continuent d'être confrontés aux conséquences des conflits en cours et d'autres chocs.

Bien que les écarts de taux (*spreads*) des obligations souveraines aient baissé en 2023, les conditions de financement ont, dans l'ensemble, continué à se durcir, reflétant l'évolution des politiques monétaires dans les économies avancées. Dans ce contexte, les marchés internationaux de capitaux sont restés dans les faits fermés en 2023 à tous les émetteurs souverains autres que ceux relevant de la catégorie « *investissement grade* ». Néanmoins, en ce début d'année 2024, nous assistons à un début d'assouplissement des conditions de financement, et les émissions souveraines des pays émergents et en développement ont été soutenues au premier trimestre. Si les nouvelles émissions restent majoritairement le fait des émetteurs de la catégorie *investissement grade*, certains PFR (Bénin, Côte d'Ivoire, Kenya et Sénégal) ont également pu accéder à nouveau aux marchés financiers.

Malgré certains signes annonçant un possible desserrement des conditions de financements, de nombreux pays émergents et en développement demeurent vulnérables. L'une des principales préoccupations concerne le poids du service de la dette, de plus en plus problématique pour de nombreux pays. Cette situation est particulièrement préoccupante pour les PFR, confrontés au risque important de devoir renoncer à des dépenses essentielles pour stimuler la croissance. À titre d'exemple, le niveau médian des charges d'intérêt pour les PFR représente environ 7 % des recettes publiques, soit près du double d'il y a dix ans, tandis que le service total de la dette s'élève à près de 30 % des recettes, environ trois fois plus qu'il y a dix

ans. Ce poids du service de la dette est un facteur clé pour expliquer que 26 PFR présentent, à fin 2023, un risque élevé de surendettement (chiffre toutefois en baisse par rapport aux 29 PFR dans cette situation fin 2022). Ces difficultés se traduisent généralement pour ces pays par des politiques budgétaires plus restrictives – avec des déficits primaires en baisse de 0,6 point de pourcentage (pp), pour atteindre en moyenne en 2023 1,8 % du Produit Intérieur Brut (PIB), avant une nouvelle baisse de 0,3 pp attendue en 2024 – et ce, malgré leurs besoins considérables (et non couverts) pour financer le développement et la lutte contre le changement climatique, ce qui contribuera au ralentissement de l'activité économique. À l'inverse, le solde primaire des pays émergents s'est légèrement amélioré, de 0,3 pp, pour atteindre à 3,4 % du PIB en 2023, un niveau qui devrait se maintenir en 2024.

Tout cela montre à quel point l'appui à ces pays reste nécessaire, tant de la part des institutions financières internationales comme le FMI et la Banque mondiale (pour lesquelles il est crucial de garantir les ressources suffisantes), que de la part d'autres partenaires bilatéraux afin d'assurer un accès suffisant à des financements de qualité et à faible coût, y compris sous forme de dons. Cela permettra d'atténuer le risque que ces difficultés de remboursements ne se transforment en véritables crises de dette, avec des conséquences beaucoup plus coûteuses. •

Roberto Sifon Arevalo

Managing Director, Global Head of Sovereign & Multilateral
Lending Institutions Ratings, S&P Global

In 2024 Global Sovereigns are expected to issue close to \$11.5 trillion, which marks another post pandemic record at a concerning level of 50% above that of 2019. Contrary to our post pandemic expectations, many sovereigns have continued with a lax fiscal policy to support their economies during a period of high inflation and different geopolitical shocks. Moreover, a heavy electoral calendar in 2024 makes the reversal of these fiscal support unlikely in the short term. Therefore, government interest spending will remain elevated in the foreseeable future and, we expect sovereign long-term borrowing to stay well above pre-pandemic levels this year and thereafter. While sovereign ratings have stabilized in 2023, they have done so at a lower level than before the pandemic.

In this context we have a greater number of sovereigns rated in the “B- & CCC” categories (at the bottom of the rating scale), indicating elevated credit risk in 2024. In places where authorities have weaker capacity to mobilize tax revenue and finance critical services, higher cost of debt translates into exceptionally high interest burdens, sometimes exceeding one-third of total government revenue. This is the case for example in Egypt, Pakistan, and Sri Lanka, the latter currently in default and the other two in a very weak position. For countries with large debt stocks and reliance on foreign currency borrowing, high interest bills represent a noteworthy risk. Many, over the last couple of years, have turned almost all their financing needs to the local market. This in turn added more pressures to their fiscal positions as domestic costs are higher and of shorter maturities. As a result, domestic debt exchanges are on the rise.

But not all is doom and gloom for Emerging Markets (EM). Many central banks in this asset class embarked on a tightening cycle earlier than those in developed market economies, but they have also started to lower rates earlier. In addition, we now expect that the U.S. Federal Reserve will lower its policy rate by 25 basis points during the summer, with cuts totalling 75 basis points in 2024. These dynamics are changing, investors’ appetite for risk and willingness to return to high yielding government bonds. We have already seen several countries taking advantage of favorable opportunities with U.S. dollar and Eurobond issuances in early 2024. Beyond large and highly rated EMs issuers like Mexico, Indonesia, Poland, and Saudi

Arabia, that kicked start the year with large issuances in early January the liquidity window seems open for a broader range of Sovereigns. A good example is Côte d’Ivoire with a larger-than-expected Eurobond issued on late January 2024, with an order book that reached a record high for the country of over \$8 billion. In our view, investors differentiate emerging and frontier market sovereigns based on their respective economic performance and outlook. Another example was Benin’s recently issued U.S. dollar bond which further highlights that investors’ appetite for risk continues growing and will favor countries that have solid relations with their international partners and are pursuing revenue-driven fiscal consolidation. We expect these dynamics to continue over the second half of 2024, which should also bode well for the resolution of several restructuring processes like those of Zambia, Ghana, and Sri Lanka. •

Roberto Sifon Arevalo

Directeur général et Responsable mondial des notations souveraines
des institutions multilatérales et régionales, *S&P Global Ratings*

En 2024, les emprunteurs souverains devraient émettre 11 500 milliards de dollars de dette nouvelle à l'échelle mondiale, ce qui constitue un nouveau record postpandémie, à un niveau préoccupant, supérieur de 50 % à celui de 2019. Contrairement à ce que nous anticipions pour l'après-pandémie, beaucoup d'États ont conservé une politique budgétaire expansionniste afin de soutenir leur économie dans un contexte marqué par une forte inflation et par diverses tensions géopolitiques. Qui plus est, 2024 étant une année riche en échéances électorales, il est peu probable que l'on assiste dans un avenir proche à un changement de cap budgétaire. Nous pensons donc que les dépenses au titre du service de la dette resteront élevées à court terme. De même, en 2024 et au-delà, les emprunts souverains à long terme devraient demeurer nettement supérieurs à ce qu'ils étaient avant la pandémie. Bien que les notations souveraines se soient stabilisées en 2023, elles restent plus basses qu'avant la pandémie.

Dans ce contexte, le nombre d'émetteurs souverains notés entre «B-» et «CCC» (autrement dit situés au bas de l'échelle de notation) a augmenté, ce qui signifie que le risque de crédit sera élevé en 2024. Dans les pays où les autorités ont une capacité moindre à mobiliser des recettes fiscales et à financer les services essentiels, la hausse des taux se traduit par une charge de la dette extrêmement lourde, dépassant parfois un tiers des recettes publiques totales. C'est le cas de pays comme le Sri Lanka, en situation de défaut de paiement, ou encore de l'Égypte et du Pakistan, qui sont dans une position délicate. Pour les pays lourdement endettés et très dépendants des emprunts en devises, le niveau élevé du service de la dette représente un risque important. Ces deux dernières années, bon nombre d'entre eux ont privilégié le marché domestique pour couvrir la quasi-totalité de leurs besoins de financement et leurs difficultés budgétaires en ont été accentuées – coût du financement sur les marchés domestiques plus élevé, avec des maturités plus courtes. De ce fait, les programmes d'échange de dette domestique sont de plus en plus nombreux.

Mais le tableau n'est pas si sombre pour les marchés émergents. Dans ces pays, le resserrement de la politique monétaire a commencé plus tôt que dans les économies développées, mais la baisse des taux s'est aussi amorcée plus précocement. De surcroît, nous estimons désormais que la Réserve fédérale des États-Unis

devrait abaisser son taux directeur de 25 points de base au cours de l'été, ce qui porterait la baisse à 75 points de base au total en 2024. Cette dynamique modifie la capacité des investisseurs à prendre des risques et leur propension à se tourner de nouveau vers des obligations souveraines à haut rendement. Plusieurs pays en ont tiré parti, comme en témoignent les émissions en dollars et les émissions d'euro-obligations qui ont eu lieu début 2024. De grands émetteurs émergents bien notés, comme le Mexique, l'Indonésie, la Pologne et l'Arabie saoudite ont commencé l'année par des émissions importantes début janvier – l'opportunité saisie par ces pays pourrait profiter à d'autres catégories de pays. La Côte d'Ivoire en est une bonne illustration : fin janvier 2024, elle a émis une euro-obligation d'un montant plus élevé qu'attendu, avec un volume d'ordres dépassant 8 milliards de dollars, un record pour le pays. De notre point de vue, les investisseurs discriminent entre les marchés souverains émergents et les marchés «frontières» en fonction des performances et des perspectives économiques des uns et des autres. Le Bénin est un autre exemple : sa récente émission obligataire libellée en dollars montre que les investisseurs font preuve d'un regain d'appétit pour le risque et entendent privilégier les pays qui ont noué des liens solides avec leurs partenaires internationaux et sont engagés dans une trajectoire d'assainissement budgétaire fondé sur la mobilisation de recettes fiscales. Nous nous attendons à voir ces dynamiques se confirmer au second semestre 2024, ce qui devrait aussi être de bon augure pour l'aboutissement de plusieurs processus de restructuration en cours, par exemple pour la Zambie, le Ghana et le Sri Lanka. •

PART II

The Paris Club and its G20
partners make significant progress
in implementing ongoing debt
restructurings



P. Bagein/Sircom

PARTIE II

Le Club de Paris et ses partenaires
du G20 progressent significativement
dans la mise en œuvre des
restructurations de dette

The past year has been productive for the official bilateral creditor and borrower community, in light of the debt treatments agreed with Zambia, Ghana and Sri Lanka. This section provides an update on the current restructuring cases, whether they have been requested under the Common Framework or outside of it. Given the diversification of the sovereign debt landscape over the last few decades, this section reflects the strengthened coordination between the Paris Club and other creditors, in particular G20 non-Paris Club members, with whom the Paris Club has committed to implementing the Common Framework. In addition to presenting the ongoing cases from different perspectives – including borrowers from Zambia and Ghana, the Paris Club secretariat, Paris Club creditors (Japan and Italy), Brad Setser, G20 creditors (China), and the Paris Club Co-Chair – this section takes stock of the lessons learnt over the past four years and suggests avenues for improvement. •

L'année écoulée a été fructueuse pour la communauté des créanciers publics bilatéraux et des pays emprunteurs, avec des traitements de dette conclus pour la Zambie, le Ghana et le Sri Lanka. Cette section décrit les cas de restructurations en cours, qu'elles aient été sollicitées au titre du Cadre commun ou en dehors de celui-ci. Compte tenu de la diversification du paysage de l'endettement souverain au cours des dernières décennies, cette section témoigne du renforcement de la coordination entre le Club de Paris et les autres créanciers, en particulier ceux du G20 qui ne sont pas membres du Club de Paris avec lesquels le Club s'est engagé à mettre en œuvre le Cadre commun. Outre la présentation des cas en cours de différents points de vue – pays emprunteurs (Zambie et Ghana), secrétariat du Club de Paris, créanciers du Club de Paris (Japon et Italie), Brad Setser, créanciers du G20 (Chine) et co-présidence du Club de Paris – cette section dresse un bilan des enseignements tirés au cours des quatre dernières années, tout en proposant des pistes d'amélioration. •

Situmbeko Musokotwane

Minister of Finance and National Planning, Zambia

ZAMBIA'S EXPERIENCE IN THE IMPLEMENTATION OF THE COMMON FRAMEWORK

Since its application to the Common Framework for debt treatment beyond the Debt Service Suspension Initiative (DSSI), the Republic of Zambia has reached several significant milestones, from the formation of its OCC and the approval of its Extended Credit Facility (EFF) with the IMF in 2022, to more recent historic agreements reached with the OCC and the External Bondholder Steering Committee.

The year 2023 and subsequent months marked major achievements for Zambia's external debt restructuring journey, in parallel with its IMF program as summarised below:

- in June 2023, the OCC agreed on the parameters of a contingent debt treatment covering \$6.3 billion of Zambia's external debt, leading to a mutually agreed Memorandum of Understanding (MoU) in October of the same year.
- in March 2024, Zambia announced an agreement with its External Bondholder Steering Committee. This treatment is also contingent and follows a similar mechanism to that of the agreement with the OCC.

AN INNOVATIVE AND HISTORICAL AGREEMENT

As the first benchmark restructuring under the Common Framework, the agreement between Zambia and its official creditors is both historic for the country and for other nations undergoing a restructuring of their debt, for the following reasons:

- it was the first restructuring of such size with the People's Republic of China as a leading official creditor (over 65% of the OCC's total exposure). This agreement paves the way for other sovereign debt restructurings for countries with heterogeneous creditor landscapes;
- the agreement marks the first deal with official creditors to involve a contingent instrument, thereby setting an example for innovative solutions that mirror the debtor country's ability to pay based on its economic performance;
- taking into consideration that the OCC is the biggest group among Zambia's creditors, this agreement anchored the terms of the debt restructuring for the commercial creditors.

Under the baseline scenario of the OCC agreement, Zambia will benefit from strong debt relief, as the present value reduction on the covered debt will reach close to 40%, a discount that will support the

efforts towards the recovery of Zambia's economy. Otherwise, should Zambia's economic performances markedly improve by the conclusion of its IMF program, the debt treatment would follow a pre-determined upside scenario and thereby deliver some upside to the OCC, while still remaining within the parameters of the IMF-World Bank Debt Sustainability Framework.

COMPARABILITY OF TREATMENT: KEY LESSONS FOR THE FUTURE

Before the announcement of the March 2024 agreement with the Steering Committee of bondholders, a first Agreement In Principle (AIP) had been announced with the Eurobond holders in October 2023, for which both the OCC and the IMF expressed their reservation. A revised AIP was then submitted the next month. While agreed by the IMF, this deal failed again to deliver Comparability of Treatment as per the OCC's judgment.

Zambia has drawn several lessons on Comparability of Treatment based on this episode and on the hurdles it has faced during its debt restructuring journey:

- **A more rules-based approach would be favorable to all parties.** Constructive ambiguity does not work with a heterogeneous set of official and commercial creditors. There are three metrics used by the Common Framework, but no correspondence on how an effort on one metric compensates efforts performed on the other metrics.
- **The Present Value (PV) indicator factoring in the present value of the original terms of the loans can have adverse consequences.** Creditors with a higher contractual interest rate ex ante have to contribute less to the debt reduction effort from a DSA standpoint. This may create perverse incentives that could potentially increase borrowing costs for low-income countries in the future.
- **Comparability of treatment gets harder to enforce as macroeconomic assumptions evolve.** Indeed, there is a delaying effect when an agreement is reached with a class of creditors calibrated on a set of parameters different than the one used for other classes of creditors. This calls for the Common Framework to be quicker in coordinating all creditors' classes and to be transparent by ensuring that agreements with official creditors can be made public.

Situmbeko Musokotwane

Ministre des Finances et du Plan, Zambie

L'EXPÉRIENCE DE LA ZAMBIE RELATIVE À LA MISE EN ŒUVRE DU CADRE COMMUN

Depuis sa demande au titre du Cadre commun pour les traitements de dette au-delà de l'Initiative de suspension du service de la dette (ISSD), la République de Zambie a franchi plusieurs étapes significatives, parmi lesquelles la formation du comité des créanciers publics bilatéraux, l'approbation par le FMI d'un accord au titre de la Facilité élargie de crédit (FEC) en 2022 et, plus récemment, les accords historiques conclus avec le comité des créanciers publics et le comité de pilotage des détenteurs d'obligations externes.

Au cours de l'année 2023 et au-delà, parallèlement au programme du FMI, le processus de restructuration de la dette extérieure de la Zambie a été marqué par des réalisations majeures :

- en juin 2023, un accord de principe a été conclu avec le comité des créanciers publics sur les paramètres d'un traitement contingent portant sur 6,3 milliards de dollars de dette extérieure, qui a abouti à la finalisation d'un protocole d'accord entre le comité des créanciers publics et la Zambie en octobre de la même année ;
- en mars 2024, la Zambie a annoncé avoir conclu un accord avec son comité des détenteurs d'obligations externes. Le traitement prévu, lui aussi contingent, repose sur un mécanisme semblable à celui de l'accord avec le comité des créanciers publics.

UN ACCORD NOVATEUR ET HISTORIQUE

En tant que première restructuration de référence au titre du Cadre commun, l'accord conclu entre la Zambie et ses créanciers publics est historique, tant pour la Zambie que pour d'autres pays dont la dette fait l'objet d'une restructuration, pour les raisons suivantes :

- il s'agit de la première restructuration de cette ampleur ayant pour principal créancier public bilatéral la République populaire de Chine (qui représente plus de 65 % de l'exposition totale du comité des créanciers publics). Cet accord ouvre la voie à d'autres restructurations de dette souveraine pour les pays dont la structure des créanciers est hétérogène ;
- il s'agit du premier accord conclu avec des créanciers publics comportant un instrument contingent, offrant un exemple de mise en place d'une solution innovante reflétant la capacité de paiement du pays débiteur, établie sur la base de ses performances économiques ;
- compte tenu du fait que le comité des créanciers publics représente le groupe le plus important parmi

les créanciers de la Zambie, cet accord a posé les bases des conditions de restructuration de la dette pour les créanciers commerciaux extérieurs.

Selon le scénario de base prévu dans l'accord conclu avec le comité des créanciers publics, la Zambie bénéficiera d'un allègement de dette important, puisque la réduction de la valeur actualisée de la dette s'approchera de 40 %. Cette réduction permettra de soutenir les efforts visant au redressement économique du pays. Par ailleurs, au cas où la Zambie connaîtrait une amélioration sensible de ses performances économiques d'ici la fin du programme du FMI, le traitement de la dette suivra un scénario haussier préalablement défini, entraînant par conséquent des paiements plus élevés pour le comité des créanciers publics, tout en restant en conformité avec les paramètres du cadre de viabilité de la dette établi par le FMI et la Banque mondiale.

COMPARABILITÉ DE TRAITEMENT : PRINCIPAUX ENSEIGNEMENTS POUR L'AVENIR

Avant l'annonce de l'accord conclu en mars 2024 avec le comité directeur des détenteurs d'obligations, un premier accord de principe avec les détenteurs d'euro-obligations avait été annoncé en octobre 2023, sur lequel le comité des créanciers publics et le FMI avaient exprimé des réserves. Un accord de principe révisé avait été présenté le mois suivant. Bien qu'il ait été approuvé par le FMI, cet accord n'avait pas, lui non plus, satisfait au principe de comparabilité de traitement, selon le comité des créanciers publics.

De cet épisode, et des obstacles auxquels elle a été confrontée au cours du processus de restructuration de sa dette, la Zambie a tiré plusieurs enseignements sur le principe de comparabilité de traitement :

- **une approche davantage fondée sur des règles serait préférable pour toutes les parties.** L'ambiguïté constructive ne fonctionne pas avec un groupe hétérogène de créanciers publics et commerciaux. Le Cadre commun utilise trois paramètres clés pour l'évaluation de la comparabilité de traitement ; toutefois, aucune correspondance n'est prévue sur la manière dont les efforts relatifs aux divers paramètres peuvent se compenser entre eux ;
- **l'utilisation du paramètre de la valeur actualisée, qui tient compte de la valeur actualisée du prêt à ses conditions initiales, peut avoir des conséquences négatives.** Du point de vue de l'analyse de viabilité de la dette, les créanciers dont le taux

CONCLUSION

Zambia is now at the final stage of its external debt restructuring, with the MoU currently being implemented through bilateral agreements with each member of the OCC.

The Republic of Zambia remains extremely grateful for the fruitful partnership it has entertained with the Paris Club, and for the pivotal role this entity has played as the Secretariat of the Common Framework. The Paris Club's diligence and tireless work has been critical in coordinating the official creditors in order to agree on an innovative debt treatment, thus allowing Zambia to move forward with the remaining steps of its restructuring. •



d'intérêt contractuel *ex ante* est plus élevé doivent moins contribuer à l'effort de réduction de la dette. Cette situation peut créer des incitations contre-productives, susceptibles d'entraîner, à l'avenir, une hausse des coûts d'emprunt pour les pays à faible revenu;

• **à mesure que les hypothèses macroéconomiques évoluent, le principe de comparabilité de traitement devient plus difficile à appliquer.** Un décalage dans le temps peut impliquer qu'un accord soit conclu avec une catégorie de créanciers en se fondant sur des hypothèses différentes que celles utilisées avec d'autres catégories de créanciers. Il faudrait donc que le Cadre commun permette une coordination plus rapide de toutes les catégories de créanciers et assure la transparence, en veillant à ce que les accords conclus avec les créanciers publics soient rendus publics.

CONCLUSION

La Zambie se trouve aujourd'hui au dernier stade de la restructuration de sa dette extérieure, le protocole d'accord étant en cours de mise en œuvre au moyen d'accords bilatéraux conclus avec chaque membre du comité des créanciers publics.

La République de Zambie exprime de nouveau son extrême reconnaissance pour la collaboration fructueuse qu'elle a nouée avec le Club de Paris et pour le rôle pivot que ce dernier a joué en tant que secrétariat du Cadre commun. La diligence et le travail du Club de Paris ont été cruciaux pour assurer la coordination des créanciers publics et convenir d'un traitement de dette innovant, permettant ainsi à la Zambie d'aller de l'avant pour franchir les étapes restantes du traitement de sa dette. •



CONTRIBUTION BY

Mohammed Amin Adam

Minister of Finance, Ghana

The G20 member countries, together with the Paris Club, launched the Common Framework for Debt Treatment on 13th November 2020, in response to the worsening debt sustainability problems faced by developing countries. In response to a confluence of economic challenges and negative external shocks, the Republic of Ghana made the difficult but necessary decision to suspend debt service payments on some external debt instruments on 19th December 2022, pending an orderly restructuring of the affected debt obligations. Recognising the importance of having strong creditor coordination to ensure an efficient process, Ghana applied for debt treatment under the Common Framework, seeing it as an effective pathway to address its debt vulnerabilities.

KEY MILESTONES UNDER THE COMMON FRAMEWORK

The Republic of Ghana has so far achieved significant milestones in the effort to restructure the public debt under the Common Framework initiative. In December 2022, the Government of Ghana requested a debt treatment, which eventually led to the establishment of an OCC in May 2023, co-chaired by France and China. With the support of the Paris Club, official creditors promptly provided specific and credible financing assurances indicating commitment to providing the debt relief needed to restore debt sustainability in line with IMF program parameters. This crucially paved the way for the IMF Executive Board to formally approve Ghana's request for an arrangement under the Extended Credit Facility.

Following months of coordination and constructive negotiations with the Paris Club and OCC members, an agreement in principle was reached with the OCC on 12th January 2024. The terms of the debt treatment offer substantial relief to Ghana through the restructuring of circa \$5.1 billion of official bilateral debt and are consistent with restoring debt sustainability as per the IMF's Debt Sustainability Assessment methodology. The agreement also paved the way for the approval of the First Review of the IMF-supported Post Covid-19 Programme for Economic Growth (PC-PEG), thereby allowing for the disbursement of an additional tranche of financing of \$600 million.

The constructive and cooperative relationship that the Republic of Ghana has nurtured with the Paris Club was crucial in enabling it to reach such a landmark

agreement in a timely manner, especially compared to other countries that applied for debt treatment under the Common Framework. The Paris Club facilitated the coordination of discussions among members of the OCC and demonstrated a strong willingness to work in partnership with the Republic of Ghana to reach a consensus on financial terms that were acceptable to all parties.

THE OUTLOOK

In collaboration with the Paris Club, the Government of Ghana is now working to formalise the terms of the agreement in a MoU, which will then be implemented through bilateral agreements with each member of the OCC. The Government of Ghana acknowledges the Paris Club's ongoing efforts to ensure prompt implementation of the agreed terms and wishes to express its sincere appreciation for the fruitful collaboration over the past year. Indeed, the Paris Club's leadership played a pivotal role in bringing discussions with Ghana's official creditors to a successful end, enabling the Government to focus its attention on finding a resolution to its debt challenges with the rest of its creditors in a timely manner. •

Mohammed Amin Adam

Ministre des Finances, Ghana

Le 13 novembre 2020, les pays membres du G20 et ceux du Club de Paris ont adopté le Cadre commun pour les traitements de dette, en réponse à l'aggravation des problèmes de viabilité de la dette auxquels étaient confrontés les pays en développement. Face à l'imbrication de difficultés économiques et de chocs externes négatifs, la République du Ghana a considéré, le 19 décembre 2022, et bien que ce soit une décision difficile, qu'il était nécessaire de suspendre le service de sa dette sur certains de ses instruments de dette extérieure, dans l'attente d'une restructuration ordonnée des créances concernées. Conscient de l'importance d'une coordination étroite entre ses créanciers pour garantir l'efficacité du processus, le Ghana a présenté une demande de traitement de sa dette au titre du Cadre commun, en estimant qu'il s'agissait d'un moyen efficace de remédier aux vulnérabilités liées à son endettement.

TRAITEMENT DE LA DETTE AU TITRE DU CADRE COMMUN : DES ÉTAPES CLÉS ATTEINTES

À ce jour, la République du Ghana a franchi plusieurs étapes importantes dans le processus de restructuration de sa dette au titre du Cadre commun. En décembre 2022, le gouvernement ghanéen a présenté une demande de traitement de sa dette, ce qui a entraîné la formation, en mai 2023, d'un comité des créanciers publics bilatéraux coprésidé par la France et la Chine. Avec l'appui du Club de Paris, les créanciers publics ont rapidement fourni des assurances de financement précises et crédibles, signe de leur engagement à alléger la dette du pays pour restaurer sa viabilité en conformité avec les paramètres du programme du FMI. Ces assurances ont déterminé la décision du conseil d'administration du FMI d'approuver officiellement l'accord au titre de la FEC sollicité par le Ghana.

Après plusieurs mois de coordination et de négociations constructives avec le Club de Paris et les autres membres du comité des créanciers publics, un accord de principe a été trouvé le 12 janvier 2024 avec le comité. Les paramètres du traitement offrent au Ghana un allègement de dette substantiel, grâce au traitement de près de 5,1 milliards de dollars de dette publique bilatérale, et sont de nature à restaurer la soutenabilité de sa dette telle qu'évaluée par les analyses de viabilité du FMI. L'accord a aussi ouvert la voie à l'approbation de la première revue du programme de croissance économique post-Covid-19 (*Post-Covid-19 Programme for Economic Growth*) soutenu par le FMI, permettant

ainsi le décaissement d'une tranche de financement supplémentaire de 600 millions de dollars.

La relation de coopération constructive que la République du Ghana a entretenue avec le Club de Paris a joué un rôle crucial dans sa capacité à trouver un accord décisif rapidement, notamment par rapport à d'autres pays ayant demandé un traitement de dette au titre du Cadre commun. Le Club de Paris a coordonné les discussions entre les membres du comité des créanciers publics, et a témoigné d'une réelle volonté d'œuvrer de concert avec la République du Ghana pour parvenir à un consensus sur des conditions financières acceptables par l'ensemble des parties.

PERSPECTIVES

En lien avec le Club de Paris, le gouvernement du Ghana s'emploie actuellement à formaliser les termes de l'accord dans un protocole d'accord, qui sera ensuite mis en œuvre par l'intermédiaire d'accords bilatéraux conclus avec chaque membre du comité des créanciers publics. Le gouvernement du Ghana salue les efforts déployés par le Club de Paris pour assurer la mise en œuvre rapide des termes de l'accord, et lui adresse ses plus vifs remerciements pour la collaboration fructueuse de ces dernières années. En effet, le leadership du Club de Paris a contribué de manière déterminante au succès des négociations avec les créanciers publics du Ghana, permettant au gouvernement ghanéen de concentrer son attention sur la résolution rapide de ses discussions avec ses autres créanciers. •

CONTRIBUTION BY

The Paris Club Secretariat

DEBT SERVICE SUSPENSION
PROVIDES ETHIOPIA WITH LIQUIDITY
SUPPORT AHEAD OF AGREEMENT
ON IMF PROGRAM

On 23 November 2023, the OCC for Ethiopia agreed to provide a debt service suspension on repayments due over 2023 and 2024. The Paris Club commended this agreement, which complemented the bilateral deal reached between China and Ethiopia earlier in 2023. The suspension provided the country with time-limited liquidity relief as the authorities continue discussions with the IMF towards an eventual Fund program.

Ethiopia applied to the Common Framework for a debt treatment in 2021. Since, the Ethiopia-Tigray peace agreement in November 2022 allowed discussions with the IMF to resume. As Ethiopia faced sizeable liquidity pressures over 2023 and 2024, a debt service suspension was coordinated through the OCC – and separately in the case of China – over this set period to provide the country with some breathing space ahead of finalising discussions with the IMF. The suspension will be applied retroactively on payments falling due within the period and unpaid (arrears). It applies to (i) debt service (principal and interest) due on direct official bilateral loans or explicitly guaranteed by the Ethiopian Government, which have a maturity of more than one year and which were signed prior to or on 9 November 2023 and (ii) debt service due to bilateral official creditors' Export Credit Agency (ECA) as a result of a guarantee or insurance being called to the ECA prior to or on 9 November 2023. Bilateral creditors whose guarantees are called to the ECA after 9 November 2023 may provide a suspension of debt service on a voluntary basis. The terms of the debt standstill are broadly comparable to those implemented under the DSSI – suspending debt service due over the period at a contractual rate of interest, with a two-year grace period and then repayment over a subsequent three years. The suspension provided by the Paris Club creditors represents an effort of around \$500 million.

Once an IMF program is in place and discussions on a wider debt treatment can progress in earnest, the efforts made by official bilateral creditors over the debt standstill period will be taken into account under the principles of Comparability of Treatment. The Secretariat is hopeful that Ethiopia and the IMF will be able

CONTRIBUTION DU

Secrétariat du Club de Paris

LA SUSPENSION DU SERVICE DE LA DETTE
OCTROYÉ À L'ÉTHIOPIE APPORTE UN SOUTIEN
EN LIQUIDITÉ DÉCISIF EN AMONT
D'UN POTENTIEL ACCORD
POUR UN PROGRAMME DU FMI

Le 23 novembre 2023, le comité des créanciers publics de l'Éthiopie a octroyé une suspension du service de la dette pour les remboursements dus en 2023 et 2024. Le Club de Paris a salué cet accord, qui complète l'accord bilatéral conclu entre la Chine et l'Éthiopie début 2023. Cette suspension a permis au pays de bénéficier d'un soutien en liquidité limité dans le temps, alors que les autorités poursuivent les discussions avec le FMI en vue d'un éventuel programme de financement.

L'Éthiopie a sollicité un traitement de la dette au titre du Cadre commun en 2021. Depuis, l'accord de paix entre l'Éthiopie et le Tigré en novembre 2022 a permis une reprise des discussions avec le FMI. L'Éthiopie étant confrontée à d'importantes pressions en matière de liquidités en 2023 et 2024, le comité des créanciers a apporté une réponse coordonnée sous la forme d'une suspension du service de la dette (la Chine a octroyé cette suspension séparément du groupe) sur les deux années, afin de redonner au pays des marges de manœuvre avant la finalisation des discussions avec le FMI. La suspension est appliquée de manière rétroactive aux arriérés et aux échéances dues sur la période. Elle s'applique (i) au service de la dette (principal et intérêts) dû sur les prêts publics bilatéraux directs ou qui bénéficient de la garantie du gouvernement éthiopien dont la maturité est supérieure à un an et qui ont été signés avant le 9 novembre 2023 et (ii) au service de la dette dû aux agences de crédit à l'exportation des créanciers officiels bilatéraux suite à l'appel d'une garantie ou d'une assurance auprès de ces agences avant le 9 novembre 2023. Les créanciers bilatéraux dont les garanties ont été appelées après le 9 novembre 2023 peuvent suspendre le service de la dette correspondant sur une base volontaire. Les conditions de ce moratoire sur la dette sont globalement comparables à celles mises en œuvre dans le cadre de l'ISSD – suspension du service de la dette dû sur la période à un taux d'intérêt contractuel, avec une période de grâce de deux ans, puis remboursement au cours des trois années suivantes. La suspension accordée par les créanciers du Club de Paris

to come to agreement on the terms of a programme over the course of 2024. •

représente un effort d'environ 500 millions de dollars sur la période 2023-2024.

Dès lors qu'un programme du FMI sera en vigueur et que les discussions sur un traitement de dette en bonne et due forme pourront progresser véritablement, les efforts consentis par les créanciers publics bilatéraux sur la période de suspension seront pris en compte en vertu du principe de la comparabilité de traitement. Le Secrétariat espère vivement que l'Éthiopie et les services du FMI pourront convenir des termes d'un programme dans le courant de l'année 2024. •



CONTRIBUTION BY

Daiho Fujii

Deputy Vice Minister for International Affairs,
Ministry of Finance, Japan

In April 2022, Sri Lanka announced that it would suspend the service of its external public debt for an interim period. Following a downgrade by multiple credit rating agencies, Sri Lanka fell into its first-ever sovereign default.

Japan has been playing a leading role with India and France (as the chair of the Paris Club) in the external official debt restructuring for Sri Lanka as the Co-Chair of the OCC. Japan is one of Sri Lanka's largest official creditors, and responded to President Ranil Wickremesinghe's request for coordination among official bilateral creditors.

The OCC for Sri Lanka was formed in April 2023 and is the first case of debt rescheduling for the Market-Access Countries, which aims at coordination between Paris Club and non-Paris Club creditors including India and Hungary. The initiative was historic, however, the path was not smooth.

As Sri Lanka has a diversified creditor base, it is critical to achieve transparent and comparable debt rescheduling, with close coordination among the diversified creditors, including PC and non-PC creditors. While the G20 Common Framework is applicable to debt rescheduling for low-income countries, there is not yet appropriate multilateral framework for the MAC such as Sri Lanka. A new framework was needed to be developed from scratch, but in a rapid manner.

Several non-PC creditors, however, were hesitant to become a member of the OCC for several reasons, including uncertainty over transparent and comparable treatment among official bilateral creditors. Japan, together with France, had intensive discussions with such non-PC creditors, Sri Lanka, and the IMF and the World Bank. To address these concerns, France and Japan worked with Sri Lanka so that it could deliver a strong commitment in ensuring a transparent and comparable treatment. In March 2023, President Ranil Wickremesinghe publicly confirmed this commitment, which accelerated the formation of the OCC.

The first OCC meeting was held in May 2023. Since then, the OCC have actively had a series of discussions to address emerging technical issues. China and some other official creditors have attended as observers. In November 2023, the OCC reached an "Agreement in Principle" with Sri Lanka on the main parameters of a debt treatment consistent with those of the IMF's

EFF Arrangement.

The OCC reached the Agreement in Principle in a relatively short period of time despite many difficulties. Japan highly appreciates the close cooperation with India and France as the Co-Chairs, and strongly hopes that this could be a leading model for future debt treatment for the MAC.

Swift implementation of debt restructuring for Sri Lanka is important to restore its debt sustainability and resume on a sustainable growth path. To this end, Japan emphasizes the importance of comparable treatment by non-OCC official bilateral creditors and private creditors. For future cases, we should encourage all official bilateral creditors to be a member of an OCC to achieve comparable treatment in a transparent and swift manner. •

Daiho Fujii

Vice-ministre adjoint aux Affaires internationales,
ministère des Finances, Japon

LA RESTRUCTURATION DE LA DETTE DU SRI LANKA

En avril 2022, le Sri Lanka annonçait qu'il allait suspendre à titre temporaire le remboursement du service de sa dette publique extérieure. Suite à la dégradation de sa notation souveraine par plusieurs agences et pour la première fois de son histoire, le Sri Lanka faisait défaut sur sa dette.

En tant que co-président du comité des créanciers publics du Sri Lanka, le Japon joue, avec l'Inde et la France (qui assure la présidence du Club de Paris), un rôle de premier plan dans la restructuration de la dette publique extérieure du pays. Comptant parmi les principaux créanciers publics du Sri Lanka, le Japon a donné suite à la demande d'amélioration de la coordination entre les créanciers publics bilatéraux exprimée par le président Ranil Wickremesinghe.

Le comité des créanciers publics du Sri Lanka a été créé en avril 2023 afin de coordonner les actions des créanciers du Club de Paris et celles d'autres créanciers publics bilatéraux, parmi lesquels l'Inde et la Hongrie. C'est la première fois qu'un pays ayant accès aux marchés a bénéficié d'un rééchelonnement de dette dans cette configuration. Si l'initiative était historique, le chemin pour y parvenir a été semé d'embûches.

Les créanciers du Sri Lanka ont des profils très diversifiés. Dans ces conditions, il est crucial de parvenir à un rééchelonnement de dette transparent et qui respecte le principe de la comparabilité de traitement, grâce à une coordination étroite entre les différents créanciers, ceux qui sont membres du Club de Paris et ceux qui n'en font pas partie. Alors que les pays à faible revenu sont éligibles au Cadre commun du G20 pour traiter leur dette, aucun cadre multilatéral n'est encore prévu pour les pays ayant accès aux marchés comme le Sri Lanka. Il était donc nécessaire de développer *ex nihilo* et en très peu de temps une nouvelle approche.

Cependant, plusieurs créanciers non membres du Club de Paris hésitaient à adhérer au comité des créanciers publics et pour diverses raisons, notamment l'incertitude quant à la transparence et la capacité d'assurer une comparabilité de traitement entre les créanciers publics bilatéraux. Le Japon a mené aux côtés de la France d'intenses discussions avec ces créanciers non membres du Club de Paris, le Sri Lanka, le FMI et la Banque mondiale. Pour répondre à ces préoccupations,

la France et le Japon ont travaillé avec le Sri Lanka pour que celui-ci puisse s'engager fermement à garantir un traitement transparent et comparable. En mars 2023, le président Ranil Wickremesinghe a publiquement confirmé cet engagement, ce qui a permis d'accélérer la constitution du comité des créanciers publics.

La première réunion du comité des créanciers s'est tenue en mai 2023. Depuis, le comité a organisé une série de discussions en vue de régler les questions techniques qui émergeaient. La Chine et quelques autres créanciers publics ont assisté aux réunions en tant qu'observateurs. En novembre 2023, le comité des créanciers publics est parvenu à un « accord de principe » avec le Sri Lanka sur les principaux paramètres d'un traitement de dette – cohérents avec ceux du programme du FMI, dit de mécanisme élargi de crédit.

Cet accord de principe a été atteint en un temps relativement court en dépit des nombreuses difficultés rencontrées. Le Japon apprécie tout particulièrement la coopération étroite avec l'Inde et la France, avec qui il copréside le comité des créanciers, et forme l'espoir que ce cas puisse servir de modèle pour de futurs traitements de dette impliquant des pays ayant accès aux marchés. Il importe de mettre en œuvre rapidement la restructuration du Sri Lanka afin de rétablir la viabilité de la dette du pays et qu'il puisse retrouver une trajectoire de croissance soutenable. Pour y parvenir, le Japon souligne l'importance de faire respecter le principe de la comparabilité de traitement avec les créanciers publics bilatéraux non membres du comité et les créanciers privés. S'agissant des autres cas qui pourraient se présenter à l'avenir, nous devons encourager l'ensemble des créanciers publics bilatéraux à s'engager dans un comité pour assurer une comparabilité de traitement de manière transparente et dans les plus brefs délais. •

Xuan Changneng

Deputy Governor of People's Bank of China

The contemporary sovereign debt landscape is characterized by rapid expansion of its sheer size and increasing complexity. On the one hand, many developing countries are facing historically high debt services due to rising interest rates and depreciation of local currencies. On the other hand, increased diversity in creditor composition raises important coordination challenges.

Under these circumstances, the Paris Club, as the recognized principal international forum by many for restructuring official bilateral debts, has played an irreplaceable role in fostering coordinated and sustainable solutions. China supports the multilateral efforts to address the global challenge of debt distress, and we have made unprecedented efforts, together with Paris Club and relevant partners, to implement the G20 DSSI and Common Framework. With our collaborative endeavors, significant progress has been achieved in recent country cases, including Zambia, Sri Lanka and Ghana, helping to build trust and cooperation between creditors, debtors, and multilateral institutions, among others. In addition, China has also taken the lead in proposing and channelling more than one third of our newly allocated Special Drawing Rights (10 billion SDRs) to low-income and vulnerable countries mainly through IMF's Poverty Reduction and Growth Trust (PRGT) and Resilience and Sustainability Trust (RST), which is instrumental for countries to address structural challenges.

In the meanwhile, recent developments in country cases have shed light on the areas of conceivable improvements to the existing mechanism including the Common Framework. It is important to identify what the weaknesses are and find solutions, to ensure that the Common Framework could stand the test of time. First and foremost, no efforts should be spared in order to find a shared understanding on the definition and operability of Comparability of Treatment. Ex ante concessionality and maturity profile of pre-restructuring lending should be taken into account when deciding whether debt treatment is truly and substantively comparable or not. Second, Multilateral Development Banks (MDBs) could provide more grants and loans of deeper and measurable concessionality. According to World Bank data, MDBs' share in the long-term public and publicly guaranteed debt stock of International Development Association (IDA) countries is 50% in 2022, remaining the largest group of creditors to poor countries. They need to show more efforts to help countries in debt distress.

Thirdly, for those debts that have been transformed into productive assets with steady cash returns, a differentiated approach should be encouraged. Besides, it is worth noting that the involvement of major creditors in DSA at an earlier stage, as well as more sufficient information sharing by the IMF and the World Bank, could be valuable and conducive to trust building among the stakeholders as a whole.

From the evolving history of sovereign debt restructurings, we can find that emerging market participants have the potential to bring about new ideas, and valuable improvements to the existing framework. Only if we remain open-minded can we revitalize the global architecture for sovereign debt restructuring, and help achieve inclusive prosperity for all developing countries, especially low-income countries.

In this regard, China will continue to work with all parties to address global debt vulnerabilities and make constructive efforts to improve this architecture. We believe collective action and fair burden sharing are critical for this positive momentum to continue, and a new development-centered ecosystem is needed on the way forward. •

Xuan Changneng

Vice-gouverneur de la Banque populaire de Chine

Le paysage de la dette souveraine se caractérise actuellement par une augmentation rapide du volume d'endettement et une complexité croissante. D'une part, de nombreux pays en développement sont confrontés à un service de la dette historiquement élevé, en raison de la hausse des taux d'intérêt et de la dépréciation des monnaies locales. D'autre part, la composition des créanciers de plus en plus diversifiée pose des défis importants en matière de coordination.

Dans ce contexte, le Club de Paris, largement reconnu comme la principale enceinte internationale de restructuration de dette publique bilatérale, joue un rôle essentiel dans la promotion de solutions coordonnées et viables. La Chine soutient les initiatives multilatérales visant à répondre au défi mondial du surendettement ; nous avons, conjointement avec le Club de Paris et les partenaires concernés, déployé des efforts sans précédent pour mettre en œuvre l'ISSD et le Cadre commun, tous deux adoptés par le G20. Cette collaboration a permis d'obtenir récemment des avancées importantes pour certains cas en cours, en particulier pour la Zambie, le Sri Lanka et le Ghana – ce qui a notamment contribué à renforcer la confiance et la coopération entre les créanciers, les débiteurs et les institutions multilatérales. Par ailleurs, la Chine a montré la voie en réallouant plus d'un tiers de ses nouveaux Droits de tirages spéciaux (DTS – pour un montant de 10 milliards DTS) à des pays faible revenu ou vulnérables, principalement via le fonds fiduciaire pour la réduction de la pauvreté et pour la croissance (*poverty reduction and growth trust*) et du fonds fiduciaire pour la résilience et la durabilité (*resilience and sustainability trust*) du FMI, qui constituent des outils essentiels pour faire face aux défis structurels.

Dans le même temps, les évolutions récentes dans certains pays ont mis en lumière des pistes d'amélioration possibles de l'architecture existante, y compris du Cadre commun, dont les faiblesses doivent être identifiées et surmontées de manière à garantir sa pérennité. **En premier lieu**, aucun effort ne doit être ménagé pour parvenir à une compréhension commune sur la définition et la mise en œuvre de la comparabilité de traitement. Le degré de concessionnalité et la maturité pré-restructuration doivent être pris en compte pour déterminer si un traitement de dette peut être considéré comme comparable, quasi comparable ou non comparable. **En deuxième lieu**, les Banques multilatérales de développement (BMD) pourraient

octroyer plus de dons ainsi que des prêts présentant un degré de concessionnalité qui soit plus élevé et mesurable. Selon les données de la Banque mondiale, en 2022 les BMD détenaient 50 % du stock de la dette publique (ou garantie par le secteur public) de long terme des pays éligible à l'Association internationale de développement (AID). Les BMD demeurent donc le principal groupe de créanciers des pays pauvres. Elles doivent consentir davantage d'efforts pour aider les pays surendettés. **En troisième lieu**, s'agissant des dettes qui ont permis de financer des actifs productifs générant des revenus réguliers, une approche différenciée doit être encouragée. En outre, il est important de souligner que l'implication des principaux créanciers aux analyses de soutenabilité de la dette à un stade précoce, ainsi qu'un meilleur partage de l'information de la part du FMI et de Banque mondiale, pourraient être bénéfiques et contribueraient à renforcer la confiance entre toutes les parties prenantes.

L'historique des restructurations de dettes souveraines montre que les acteurs issus des pays émergents peuvent apporter de nouvelles idées et de précieuses améliorations au cadre existant. Seule l'ouverture d'esprit nous permettra de renouveler l'architecture internationale pour la restructuration des dettes souveraines et de contribuer à la réalisation d'une prospérité inclusive pour tous les pays en développement, en particulier les pays à faible revenu.

À cet égard, la Chine continuera de travailler avec toutes les parties concernées pour remédier aux vulnérabilités liées à l'endettement au niveau mondial, et contribuer de manière constructive à l'amélioration de l'architecture. Nous sommes convaincus que l'action collective et une répartition équitable des efforts sont essentielles pour maintenir cette dynamique positive, et qu'un nouvel écosystème axé sur le développement est nécessaire pour avancer. •

Leone Gianturco

Head of Unit at the International Financial Relations Directorate,
Ministry of Finance, Italy

AND Brad Setser

Senior fellow at the Council on Foreign Relations

In an oral and open discussion **Leone Gianturco** and **Brad Setser** share views on the implementation of the Common Framework, on its achievements and weaknesses, and on other issues relating to sovereign debt restructuring in the current environment.

Paris Club Secretariat: From your perspective, did the Common Framework meet the objectives set when it was approved in November 2022?

Leone Gianturco: The Common Framework was set to facilitate timely and orderly debt treatments for LICs, with a broad participation of official bilateral creditors. Apart from the one single case of Grenada in 2015, the DSSI was the first example in which Paris Club and all other G20 emerging official creditors coordinated. To me, the outcomes of the Common Framework have to be measured against what came before – when coordination only existed amongst Paris Club creditors, based on their experience and practices, in particular the case-by-case approach which has been successful in many cases. It took Covid to bring people together to agree a minimum common denominator, which became the DSSI and then the Common Framework. But the challenge was huge in getting a group of creditors used to coordinating (the Paris Club), and a new group of bilateral creditors, to work together.

My main point is that the debt restructuring process we are currently building is an outcome in itself. Of course, one could consider it's not enough, but one needs to compare the current situation to the complete absence of dialogue which was the norm just four years ago. In the future, we might need to engage further with the private sector and look at the issues there.

Brad Setser: The Common Framework was meant to represent a shift from the “across the board” approach of the DSSI to a more traditional case-by-case framework. It clearly succeeded in that. Second, the Common Framework was also meant to generate timely and orderly reprofiling and restructurings. Most people would say the process has been in its own

way orderly, if by orderly you mean not marred by a lot of legal action. But it certainly hasn't been timely. Third, the Common Framework was meant to achieve a level of comparability that wasn't present with the DSSI. I think on this it has been a success. The process has been slow but all external creditors have participated. Fourth, the Common Framework was meant to incorporate emerging official creditors like China into the debt restructuring process. There, I would say it's been a partial success. China has participated in the Common Framework cases, but China's official sector was defined so that only one of its many State banks: the Export-Import Bank of China, was directly involved in the official bilateral restructuring. In other words, the Common Framework doesn't fully coordinate all of China's state banks, putting a lot of burden on the comparability of treatment requirements. But unambiguously, the Common Framework has been a process that includes China which is in its own way a significant achievement.

Leone: To come back to “timeliness” I am always struck by the paradox between “we have no time” and “we need time to coordinate”. Of course, we, as official creditors, have taken more time than firstly envisaged. In 2021, Italy put a lot of effort, under its G20 Presidency, into pushing these issues, which gave rise to the idea of specifying indicative timelines in a user manual. There has been no consensus on this proposal up to now, but maybe the user manual will become something else, for example information on a dedicated or existing website.

More broadly, my feeling is that the Common Framework process has brought us very interesting new things. One obvious fruit is the dialogue set up with China, India and other non-Paris Club G20 creditors. Regarding Zambia, the country signed a single MoU with creditors from the Paris Club and the G20. This is very new. This outcome was made possible by the path taken by the creditors towards each other. For instance, “Multilateral Development Banks (MDBs) participation in debt treatments” is regarded as a red line for most official bilateral creditors, including amongst G20 countries. But by stepping up discussions through OCC and International Financial Architecture meetings, we

Leone Gianturco

Chef d'Unité, Direction des Relations financières internationales,
ministère des Finances, Italie

ET Brad Setser

Chercheur associé au *Council on Foreign Relations*

Au cours d'un échange ouvert, Leone Gianturco et Brad Setser partagent leurs points de vue sur la mise en œuvre du Cadre commun, sur ses réalisations et ses faiblesses, ainsi que sur d'autres questions en lien avec la restructuration des dettes souveraine dans le contexte actuel.

Secrétariat du Club de Paris: de votre point de vue, le Cadre commun a-t-il atteint les objectifs fixés lors de son approbation, en novembre 2022 ?

Leone Gianturco: le Cadre commun a été créé dans le but de faciliter un traitement rapide et ordonné de la dette des PFR, reposant sur la participation des principaux créanciers publics bilatéraux. Hormis le cas unique de la Grenade en 2015, l'ISSD a constitué le premier exemple de coordination entre le Club de Paris et les créanciers publics émergents du G20 non membres du Club. Selon moi, il faut évaluer les résultats du Cadre commun à l'aune de la situation qui prévalait avant sa création – lorsque la coordination n'existait qu'entre les créanciers du Club de Paris, sur la base de leur expérience et de leur méthode, en particulier l'approche au cas par cas qui a été concluante à de nombreuses reprises. Il a fallu la Covid-19 pour que les créanciers publics bilatéraux s'entendent sur un dénominateur commun minimum, qui est devenu l'ISSD, puis plus tard le Cadre commun. Mais le défi était de taille pour faire travailler ensemble un groupe de créanciers habitués à coopérer (les membres du Club de Paris) et un nouveau groupe de créanciers bilatéraux.

La première chose que je veux souligner est que le processus de restructuration de la dette que nous construisons actuellement est un résultat en soi. On peut évidemment juger ces efforts insuffisants, mais il faut comparer la situation actuelle par rapport à l'absence totale de dialogue qui était la norme il y a encore quatre ans. À l'avenir, nous devons probablement coopérer davantage avec le secteur privé et examiner les questions qui se posent sur ce plan.

Brad Setser: le Cadre commun était censé marquer un changement par rapport à l'ISSD, en ce

sens qu'il devait permettre le passage d'une approche systématique à une stratégie plus classique, reposant sur une approche au cas par cas. De ce point de vue, il a indiscutablement tenu sa promesse. Deuxièmement, le Cadre commun devait aussi permettre des rééchelonnements et des restructurations rapides et ordonnés. À cet égard, on peut sans doute considérer que le processus est ordonné, si l'on entend par là qu'il n'a pas été entravé par de multiples actions en justice. En revanche, il n'est certainement pas rapide. En troisième lieu, le Cadre commun devait garantir un niveau de comparabilité de traitement auquel l'ISSD n'avait pas permis de parvenir. Je pense que sur ce plan, c'est une réussite. Le processus a été lent, mais tous les créanciers extérieurs y ont participé. Quatrièmement, le Cadre commun devait garantir la participation des créanciers publics émergents, comme la Chine, aux restructurations de dette. S'agissant de cet objectif, je dirais que c'est un succès partiel. La Chine participe aux restructurations sollicitées au titre du Cadre commun, mais son secteur public a été défini de telle manière qu'une seule de ses nombreuses banques d'État est directement impliquée dans la restructuration des dettes publiques bilatérales – en l'occurrence l'*Export-Import Bank of China*. En d'autres termes, le Cadre commun n'implique pas l'ensemble des banques d'État chinoises dans la coordination, ce qui complique grandement le respect de l'exigence de comparabilité de traitement. Il n'en reste pas moins que le Cadre commun est un processus qui associe la Chine, ce qui constitue en soi un résultat remarquable.

Leone Gianturco: pour en revenir à la « rapidité », je suis toujours frappé par le paradoxe entre « nous n'avons pas le temps » et « nous avons besoin de temps pour nous coordonner ». Évidemment, pour ce qui est des restructurations en cours au titre du Cadre commun, nous – les créanciers publics bilatéraux – avons eu besoin de plus de temps que ce qui était envisagé initialement. En 2021, l'Italie s'est beaucoup mobilisée dans le cadre de la présidence du G20 pour faire progresser ces impératifs de rapidité et de réduction des délais, d'où l'idée de définir un calendrier indicatif dans un guide destiné aux utilisateurs. Aucun consensus

found more consensual outcomes by focussing on the net positive flows of the MDBs. That conversation was also beneficial for more traditional creditors, in helping highlight the way these banks can be more transparent, explain what flows are eligible to contribute to the financing gap, and highlight the value-added by MDB's contributions. This demonstrates that we can work with our Chinese colleagues and it is a significant outcome.

But to continue the discussion, I would like to have your views on the Credit Rating Agencies (CRAs). The attitude of CRAs was scrutinized during the implementation of the DSSI. Official bilateral creditors were confronted by the reluctance of borrowing countries to request the suspension as they feared a ratings downgrade. Equally, downgrading is quasi-automatic when countries apply to the Common Framework.

Brad: I think some of the demands from countries were unreasonable. The job of a CRA is to rate whether you will pay your current obligations in full and on time. A reprofiling is a change in the time structure of payments. So, as you undergo that process, it is reasonable to expect that there will be a ratings downgrade. That is precisely what the CRAs are supposed to do. What should happen is after you have an agreement on the new payment flows, the credit rating will shift to whether or not you can pay the new payment stream in full and on-time. Countries tend to obsess about the downgrade during the process and not emphasize what really matters, which is the rating and the sustainability of the payment flow that emerges on the other side. I think there's been no less productive conversation than the one around CRAs. It is not the end of the world to be downgraded during a reprofiling. It is a very bad outcome to fall into a prolonged default. I wish there was more focus on getting to the end of the process quickly, and in getting the upgrade that comes out of making payments on the scheduled date after a successful debt restructuring.

Leone: I would like to touch on information-sharing.

Firstly, I would say that information-sharing is quite substantial among official bilateral creditors within the Common Framework – for MICs it's more difficult.

Second, for official bilateral creditors to engage with the IMF and World Bank on each new country case, they need an early discussion of debt sustainability analysis and the scope of the future debt treatment. This is particularly important under the Common Framework, where bilateral creditors can have their own appreciation of the assumptions used by the IMF and the World Bank. Diverging views on these crucial points can have consequences throughout the negotiations and slow down the whole process. From the perspective of

official bilateral creditors and shareholders, we were pleased to see the IMF/WB guidance notes on this issue, to help staff understand that early information sharing does not endanger the restructuring process but on the contrary can help bring people on board. We look forward to seeing how the staff will apply this guidance note. I also think that the position of the private sector is a bit ambiguous, because their willingness to access information can sometimes be interpreted as a will to drive the analysis in a direction which is compatible with their financial interests. This is likely to put official creditors in the difficult position of being at risk of giving in to private vested interests. At the end of the day, we achieved a practical outcome for Zambia. But my feeling is that we still have some work to do, and private creditors also need to do some honest homework.

Brad: I would like to make two points in reaction.

Point one, I don't think this is the fault of the Common Framework. I think this is the fault of IMF policy, because it has been too easy for some official creditors to block IMF program negotiations once a country falls into default. The financing assurances policy created enormous delays and prevented information sharing with creditors but also outside analysts, which might have improved the debt sustainability outcomes. So, there is a need for some reconsideration, which I think is ongoing [*note from the Secretariat: this discussion took place on March 26 2024, before the reform of financing assurances and lending into arrears policies at the IMF Board*]. To me it's unacceptable for the international system to be unable to have the IMF, which should be the emergency liquidity provider for all countries in distress, taking I think a year before helping Sri Lanka after it defaulted. The architecture should not allow that outcome. The IMF needs the capacity to lend quickly to a country in default and it would be helpful if the IMF's basic sustainability assessment, even just as initial thinking, was put out for comment at an earlier stage.

Point two, private creditors certainly want to be more involved in the process. But to be a bit provocative, private creditors won't add much value to the process if all they want is for the biggest possible level of debt to be assessed as sustainable, and for the largest possible amount of near-term cash flow, and for the allocation that near-term cash flow to tilt exclusively to the private creditors. There's really limited utility in having a dialogue on that basis – everybody can understand what private creditors are after. If private creditors want to be fully engaged in the process, there's a need for them to do a little bit more – let's call it "statesmanship" – by putting more effort and through into what would constitute a truly sustainable debt profile and how can

n'a pour l'heure été trouvé sur cette proposition, mais cette idée pourrait évoluer, et par exemple aboutir à la publication d'informations sur un site Internet existant ou créé spécialement à cet effet.

Plus largement, j'ai le sentiment que le processus du Cadre commun a permis des changements très intéressants. Le premier est à l'évidence le dialogue établi avec la Chine, l'Inde et d'autres créanciers du G20 non membres du Club de Paris. La Zambie, par exemple, a signé un seul protocole d'accord, englobant à la fois les créanciers du Club de Paris et les autres créanciers membres du G20. Cette démarche est totalement inédite. Elle a été possible parce que les différents créanciers ont chacun fait une partie du chemin les uns vers les autres. À titre d'exemple, la « participation des BMD aux traitements de dette » est considérée comme une ligne rouge par la plupart des créanciers publics bilatéraux, y compris parmi les membres du G20. En approfondissant les discussions au sein des comités des créanciers publics bilatéraux et du groupe de travail sur l'architecture financière internationale (*International Financial Architecture* – IFA), nous sommes parvenus à des solutions plus consensuelles en nous concentrant sur la notion de flux financiers nets positifs des BMD. Ce dialogue a aussi été bénéfique pour les créanciers plus traditionnels : il a apporté un éclairage sur ce que peuvent faire ces banques pour être plus transparentes, il a permis d'expliquer quels flux peuvent être affectés au comblement du déficit de financement et a mis en évidence la valeur ajoutée des contributions des BMD. Cet exemple montre que nous pouvons travailler avec nos collègues chinois, ce qui est une avancée importante.

Pour poursuivre la discussion, j'aimerais avoir votre avis sur les agences de notation. Leur attitude avait été suivie de près pendant la mise en œuvre de l'ISSD – les pays emprunteurs hésitaient à demander une suspension du remboursement de leur dette parce qu'ils craignaient une dégradation de leur notation souveraine. De la même manière, la dégradation est quasi automatique pour les pays qui demandent à bénéficier du Cadre commun.

Brad Setser : pour ce qui est des agences, je pense que certaines exigences des pays étaient déraisonnables. Une agence de notation a pour tâche d'évaluer la capacité d'un pays à honorer ses engagements dans leur intégralité et dans les délais prévus. Un rééchelonnement est une modification du calendrier de remboursement du service de la dette. Dès lors qu'un pays s'engage dans ce processus, il doit logiquement s'attendre à une dégradation de sa note. C'est précisément ce qui est attendu de la part des agences de notation. En réalité, une fois l'accord conclu sur un nouvel échéancier de paiement, le référentiel de l'agence de notation porte sur la capacité

du pays à honorer ou non le nouvel échéancier dans sa totalité et dans les délais prévus. Les pays sont souvent obsédés par la peur que leur notation souveraine soit dégradée pendant le processus de restructuration au lieu de s'intéresser à ce qui compte vraiment, c'est-à-dire l'évaluation du risque et la viabilité du nouvel échéancier. Je pense qu'aucune discussion n'est moins féconde que celle portant sur les agences de notation. Si la note d'un pays est abaissée pendant un rééchelonnement, ce n'est pas la fin du monde. En revanche, un défaut prolongé est une très mauvaise chose. Mieux vaudrait selon moi s'efforcer de parvenir rapidement au terme de la restructuration et s'attacher à obtenir le relèvement de notation découlant d'un paiement des sommes dues à la date prévue après un processus réussi.

Leone Gianturco : j'aimerais évoquer la question de l'échange d'informations.

Je tiens d'abord à souligner que les créanciers publics bilatéraux échangent beaucoup d'informations dans le contexte du Cadre commun – c'est plus difficile dans le cas des Pays à Revenu Intermédiaire (PRI).

Ensuite, pour que ces créanciers puissent travailler efficacement avec le FMI et la Banque mondiale sur chaque nouveau cas, ils doivent avoir très tôt une discussion sur l'analyse de viabilité de la dette et sur le périmètre du futur traitement. Cette discussion revêt une importance particulière dans le contexte du Cadre commun, parce que les créanciers bilatéraux peuvent avoir leur propre appréciation des hypothèses utilisées par le FMI et la Banque mondiale. Toute divergence sur ces points fondamentaux peut être lourde de conséquences tout au long des négociations et ralentir le processus dans son ensemble. Les créanciers publics bilatéraux et actionnaires que nous sommes ont accueilli favorablement la publication de la note d'orientation du FMI et de la Banque mondiale pour aider les services à comprendre qu'échanger tôt des informations ne fragilise pas le processus de restructuration : bien au contraire, c'est un moyen de garantir une large participation. Nous attendons de voir comment les services vont appliquer ces recommandations. D'un autre côté, il me semble que la position du secteur privé est un peu ambiguë, sa volonté d'accéder à l'information pouvant parfois être interprétée comme une tentative d'influencer l'analyse pour aller dans le sens de ses intérêts financiers. Les créanciers publics peuvent alors se retrouver dans la position délicate de donner l'impression de céder à des intérêts privés. Finalement, nous sommes parvenus à nous entendre sur une solution concrète pour la Zambie. Je pense cependant que nous avons encore des progrès à faire et que les créanciers privés doivent eux aussi faire des efforts.

we get there, and a little less effort into just gaming the cash flows. I worry a bit that private sector bond restructurings have become efforts to sweep out every cent of available cash flow and change every parameter so as to maximize cash flows without much sense or view towards the final outcome.

Leone: On the relationship between official bilateral and private creditors, we have to work a little bit more on comparability of treatment, in order to explain in detail what we expect from the latter – as we did for Ghana in the end, drawing on the lessons learnt in the Zambia case. But I do not believe that a one size-fits all solution (e.g., one Net Present Value - NPV - parameters) is the solution. We have the three criteria in the Common Framework and I think being able to play on these three variables provides flexibility that helps all stakeholders. As long as one has various targets in the DSA, one needs various parameters in the CoT to assess it.

As for the IMF policies, this is not the core business of the Paris Club, this is more a question of shareholding, through our Executive Directors' offices in Washington, but I understand that the IMF is working on how to address the concerns you mentioned. From the perspective of official bilateral creditors, I remember when the IMF requested financing assurances for Zambia, that led some emerging creditors to wonder what was the extent of their commitment in practice.

Brad: On comparability of treatment, I think that the more rigorous enforcement of comparability is necessary in a world where in many cases the biggest pool of “private creditors” would be Chinese state banks. That was not a world that people had envisioned 20 years ago. It effectively puts more of a burden on the comparability requirement to ensure equitable treatment across different institutions inside China, but also to assure equity between official creditors outside China and all Chinese creditors, as well as private creditors outside China and Chinese state commercial banks classified as private by the OCC.

I also think that there needs to be a set of clear principles about what comparability means. That would allow certain types of deals to be done quickly because they are by definition comparable. My view is that once you've established the cash flows in the IMF program, and once you've established the level of NPV reduction that is needed overall, then the cash flows in the program period and the burden of NPV reduction should generally be distributed equally across creditors. Any deal that gives one group of creditors an equal proportion of the cash flow and they take an equal proportion of share of the NPV reduction should be deemed comparable automatically. Then, if a group of creditors wants more of the upfront cash, they should have to bargain with other

creditors and seek a deal where other creditors agree to give more upfront cash to one group of creditors in return for more NPV debt reductions. But setting a clear upfront baseline that is simple and easy to understand could facilitate those kinds of bargains. I've come to the conclusion that the gains from a lack of clarity and the ability to be bespoke are offset by the delays in a process that is too drawn out. We're ending up with a lengthy restructuring process that isn't obviously generating substantially better outcomes than you could get from a simple rule.

Leone: But the simple rule could also be devised in a way that does not allow flexibility and could create more problems than it solves.

Sri Lanka was mentioned earlier, which leads me to the issue of Middle Income Countries (MICs). It was feared that the Common Framework would not be able to deal with large MICs, because of the volumes at stake. Now, the Common Framework is mature enough to draw lessons which can feed into the creditor committees for MICs. However, everything is still open in terms of G20 and Paris Club cooperation for MICs facing difficulties; but we have a toolbox and some working habits. On the pure Paris Club side, we are trying to adapt to the other creditors' behaviours and maybe to build the “statesmanship” that you were advocating for, but what are your views?

Brad: I am indifferent to the question of whether there should be a single official creditors committee or not. We are in a world where official creditors care much more about equity across other official creditors than in the past, and the process should reflect that. However, to me the biggest issue for MICs is the jump to the Market Access Countries Debt Sustainability Framework (MAC-DSF) and the shift away from the low-income country debt sustainability framework. In Sri Lanka, that shift to the Market Access DSA led the IMF to judge debt levels of well over 100% of GDP for public debt and well over 50% of GDP for external debt at the end of the IMF program to be sustainable. That's a much higher level of debt than would be acceptable for a low-income country.

If you actually look into the details, Sri Lanka has a lower level of revenue relative to its GDP than either Zambia or Ghana, and it has a smaller export base than either Zambia or Ghana. In other words, the increase in debt judged sustainable was not correlated with some of the most obvious underlying measures of payment capacity. Second, there's another issue about moving so heavily to a framework that looks at a set of pretty narrow variables, but puts enormous emphasis on a single variable: the gross financing need for public debt. I strongly believe it was a mistake to set aside all

Brad Setser : deux remarques en réaction à ce que vous venez de dire.

Premièrement, je ne pense pas que ce soit la faute du Cadre commun. D'après moi, c'est plutôt la politique du FMI qu'il faut incriminer, parce qu'il est trop facile pour certains créanciers publics de bloquer les négociations d'un programme du FMI une fois qu'un pays a fait défaut sur sa dette. La politique des assurances de financement a été à l'origine d'énormes retards et a empêché la transmission d'informations aux créanciers mais aussi aux analystes extérieurs, transmission qui aurait pourtant pu permettre d'aboutir à de meilleurs résultats sur le plan de la viabilité de la dette. Certains aspects doivent donc être revus, mais je pense que ce travail est en cours [*note du Secrétariat : cette discussion s'est tenue le 26 mars 2024, avant l'approbation par le Conseil d'administration du FMI de la réforme des assurances de financement et des politiques de prêt en situation d'arriéré*]. Il est selon moi inacceptable que le système international soit incapable de faire en sorte que le FMI, qui devrait être le pourvoyeur de liquidités d'urgence à tous les pays en situation de surendettement, ait mis – je crois – une année pour aider le Sri Lanka après son défaut de paiement. Le système ne devrait pas laisser ce type de situation se produire. Le FMI doit pouvoir accorder sans délai un prêt à un pays en situation de défaut. Il serait en outre utile que ses analyses de viabilité soient diffusées pour commentaires plus tôt, même si elles ne constituent qu'une première base de réflexion.

Deuxièmement, il ne fait guère de doute que les créanciers privés souhaitent être davantage associés au processus, mais au risque d'être un peu provocateur, je dirais que leur participation n'apportera pas grand chose si leur unique objectif est de maximiser le niveau d'endettement jugé soutenable ainsi que les flux de trésorerie à court terme afin de servir exclusivement leurs intérêts. Engager un dialogue sur cette base est assez vain – chacun comprend aisément ce que cherchent les créanciers privés. S'ils veulent être pleinement associés au processus, il faut qu'ils fassent preuve « d'esprit de responsabilité », autrement dit qu'ils s'investissent davantage pour définir ce qui pourrait constituer un profil de dette réellement soutenable, comment parvenir à ce profil, et qu'ils déploient un peu moins d'efforts pour détourner le processus à leur profit. Je suis un peu inquiet de constater que les négociations pour la restructuration des obligations détenues par le secteur privé se transforment en tentatives de récupérer les moindres liquidités disponibles et de modifier tous les paramètres afin que leur montant soit le plus élevé possible, et cela sans prise en compte du résultat final.

Leone Gianturco : pour ce qui est de la relation entre créanciers publics bilatéraux et créanciers privés,

nous avons encore un peu de chemin à parcourir sur la comparabilité de traitement, de manière à expliquer plus précisément ce qui est attendu du secteur privé – comme nous avons fini par le faire dans le cas du Ghana, en nous appuyant sur les enseignements du cas zambien. Je ne pense cependant pas qu'une approche identique pour toutes les situations (un critère unique qui serait la Valeur Actuelle Nette - VAN) – soit la solution. Le Cadre commun s'appuie sur trois paramètres et d'après moi, si nous sommes capables de jouer sur les trois, nous disposerons d'une souplesse bienvenue pour toutes les parties prenantes. Dès lors que l'analyse de viabilité de la dette prévoit plusieurs objectifs chiffrés, nous avons besoin de plusieurs paramètres pour évaluer la comparabilité de traitement.

S'agissant des politiques du FMI, cette question n'est pas tant l'affaire des créanciers que celle de l'actionnariat, en s'appuyant sur leurs représentants au conseil d'administration à Washington. Mais d'après ce que je sais, le FMI recherche actuellement des moyens de répondre aux préoccupations que vous avez exprimées. Du point de vue des créanciers publics bilatéraux, je me souviens que lorsque le FMI a demandé des assurances de financement pour la Zambie, certains créanciers émergents se sont interrogés sur l'étendue concrète de leur engagement à ce titre.

Brad Setser : en ce qui concerne la comparabilité de traitement, je pense que son application rigoureuse est d'autant plus importante dans un monde où le principal groupe de « créanciers privés » est souvent formé par des banques d'État chinoises. Personne n'envisageait un tel paysage il y a 20 ans. De fait, il est d'autant plus important que le principe de comparabilité garantisse un traitement équitable entre les différentes institutions chinoises, mais aussi entre les créanciers publics qui ne sont pas la Chine et l'ensemble des créanciers chinois, de même qu'entre les prêteurs privés qui ne sont pas chinois et les banques commerciales d'État chinoises dites « privées ».

Par ailleurs, il est nécessaire d'établir un ensemble de principes clairs qui définisse ce qu'est la comparabilité. Certains accords pourraient ainsi être conclus sans délai parce qu'ils sont comparables par définition. D'après moi, une fois que le montant de l'aide financière au titre du programme du FMI et le pourcentage nécessaire de réduction en VAN ont été définis, il faut que la capacité de remboursement du pays sur la durée du programme et le poids de la réduction en VAN soient répartis de manière égale entre les créanciers. Tout accord qui répartit de manière proportionnelle, pour un groupe de créanciers donné, le flux de trésorerie existant et la part de réduction en VAN devrait automatiquement être considéré comme comparable. Ensuite,

the external debt variables that have been central to low-income country debt restructurings – and how the Paris Club has traditionally operated. Comparability of treatment is comparability across external creditors – public and private. Comparability historically has not been extended to domestic debt, so I don't think the Market Access Framework, for all of its technical sophistication, will actually work well in "Paris Club" cases. I consequently do worry that the analytic framework that the IMF has adopted for Market Access Countries (MAC-DSF) isn't doing a very good job of setting criteria for debt restructurings. I'm much less worried about the possibility that too many countries would enter into this process. I think that Pakistan clearly would have been better off if it had a program built around at a minimum a reprofiling of its complex sets of bilateral claims. Private creditors are actually pretty small in Pakistan's case. And when one thinks about Egypt, it is probably too big and too complex to fit to any standard process, particularly given the role of the Gulf countries' credit lines to the Central Bank.

So, on the one hand I recognize the need for some flexibility in big cases, but I think on the other hand that we can't set aside the biggest lesson of the past four years, which is that improvements in the process of coordination amongst official creditors – where the Paris Club is a central actor – can only take you so far if the IMF is not setting appropriate targets for debt sustainability. If the IMF is not designing programs in ways that set reasonable cash flow parameters over the near term and the right NPV targets in the long-term, no amount of process can overcome poor program design.

Paris Club Secretariat: How do we make the Common Framework more effective and what do we improve?

Brad: I think the most important processes are external to the Paris Club. The first change is to clarify financing assurances policies so that IMF programs follow immediately after default, and which is supplemented by a suspension of payments and the quick publication of at least some information about the IMF's debt capacity assessment so that the process of evaluating different types of solutions can start. It is also absolutely essential that the IMF sets good debt sustainability targets and does a better job of coming up with targets that work in obvious edge cases, such as cases where there are large non-resident holders of local currency debt. I don't think the MAC-DSF as it is currently being applied is sufficient. Separate constraints are needed on external debt and I think there's actually value in the multiple variables that are looked at in the low-income debt sustainability framework. Zambia's questionable solvency in the event of the upside scenario is a func-

tion of the fact that there wasn't a GDP number and so external debt to GDP fell out of the IMF's assessment. To me, these are the most important changes, but I also think that there would be benefits from clarifying the comparability of treatment requirements, setting some quantitative benchmarks for what constitutes a clearly comparable deal, and frankly allowing deals to go forward very quickly if they clearly are not coming at the expense of other creditors.

My general view is that in a world where there will be official creditors from the traditional Paris Club, official creditors from China which may only represent a fraction of the total Chinese debt stock, official creditors from India and the Gulf Cooperation Council (GCC) countries, private creditors and private but state owned commercial banks in China all looking at each other, official creditors are going to need a little bit more clarity around norms and numbers to make deals quickly that are a proportional and comparable. A staggered process may not be the most efficient any more, and there's a need for more upfront clarity. Those are my main suggestions.

But I do think that the main achievement of the Common Framework has been to bring China through the door and involved in the discussion from the beginning. That has helped to clarify the process needed to move forward, and the complexities created by China's own view that many of its state creditors are private.

Leone: Allow me to remind ourselves that the Common Framework signed in November 2020 is still in place, and reopening discussions on the text is not on the agenda. Therefore, our duty is to make it work better. In the last few years, the learning curve has been steep, and we can already draw some preliminary lessons, by focusing on workstreams which strike the right balance between identifying cross-cutting methodologies, and keeping a case-by-case approach. Those could include an agreement on "timeline goals" (as proposed by the GSDR), enhancing early information sharing and transparency (including implementing the IMF/WB guidance note), running data sharing exercises to improve data accuracy, communicating publicly debt restructuring steps, lessons learnt from country cases and the status of processes and decisions, improving common understanding on bottlenecks through GSDR inclusive workshops, stepping up efforts to further put in practice the comparability of treatment principle and reflecting on how to effectively incentivise private sector involvement.

However, to avoid a piecemeal approach, we need to develop a holistic vision on how to build intra-creditor trust. This will also have positive externalities spilling over to other coordinated processes. I am confident that

si un groupe de créanciers veut une part plus grande des flux de trésorerie de manière anticipée, il devrait être obligé de négocier avec les autres créanciers pour rechercher un accord qui compense cette demande en contrepartie d'une réduction de la VAN qui soit plus importante. Définir une base de référence simple et facile à comprendre pourrait faciliter ce type de négociations. Je suis parvenu à la conclusion que les avantages liés au maintien d'un certain flou et à la possibilité de faire du sur mesure sont contrebalancés par les retards accumulés au cours d'un processus déjà trop long. Il en résulte finalement un processus trop long et qui ne produit manifestement pas de meilleurs résultats que ceux que l'on pourrait obtenir avec une règle simple.

Leone Gianturco : mais il y a un risque que cette règle simple soit conçue de telle manière qu'elle empêcherait la moindre souplesse et créerait plus de problèmes qu'elle n'en résoudrait.

Le cas du Sri Lanka mentionné plus haut me conduit à aborder la question des PRI. On craignait que le Cadre commun ne permette pas de traiter les difficultés des grands PRI en raison des volumes en jeu. Nous avons cependant désormais un recul suffisant sur le Cadre commun pour tirer des enseignements dont on pourrait s'inspirer concernant les PRI. Toutefois, toutes les options restent ouvertes en ce qui concerne la coopération entre les créanciers membres du G20 et du Club de Paris pour les PRI qui sont confrontés à des difficultés ; mais nous disposons d'outils et nous avons certaines habitudes de travail. Du côté du Club de Paris, nous essayons de nous adapter au comportement des autres créanciers et peut-être de construire cet « esprit de responsabilité » que vous appelez de vos vœux. Qu'en pensez-vous ?

Brad Setser : la question de savoir s'il devrait ou non y avoir un comité des créanciers publics unique m'indiffère. Nous vivons dans un monde où les créanciers publics se soucient davantage que par le passé de l'équité vis-à-vis des créanciers officiels tiers, et il me semble que le processus devrait refléter cette évolution. Toutefois, d'après moi, la principale question qui se pose s'agissant des PRI est le fait de passer du cadre de viabilité de la dette des PFR au cadre pour les pays ayant accès aux marchés (*Market Access Countries Debt Sustainability Framework* – MAC-DSF). Dans le cas du Sri Lanka, ce passage au MAC-DSF a conduit le FMI à considérer comme viable un endettement public bien supérieur à 100% du PIB pour la dette totale et à 50% du PIB pour la dette extérieure à la fin du programme du FMI. Il s'agit d'un niveau d'endettement beaucoup plus élevé que ce qui serait acceptable pour un PFR.

Or, si l'on analyse la situation dans le détail, le Sri

Lanka a un niveau de revenu en pourcentage du PIB inférieur à celui de la Zambie et du Ghana tout en exportant moins que chacun de ces deux pays. En d'autres termes, l'augmentation de la part de la dette jugée soutenable n'est pas corrélée avec certains indicateurs parmi les plus représentatifs de la capacité de paiement d'un pays. Deuxièmement, passer aussi brutalement à un cadre qui repose sur un ensemble limité de paramètres mais accorde énormément de poids à une variable – les besoins de financement bruts – pose un autre problème. Je suis absolument convaincu qu'il ne fallait pas abandonner les variables relatives à la dette extérieure, qui jouent un rôle central dans la restructuration de la dette des PFR – et sur la manière dont le Club de Paris a l'habitude de travailler. La comparabilité de traitement implique une comparabilité entre tous les créanciers extérieurs – publics et privés. Jusqu'à présent, elle ne concerne pas la dette intérieure. Malgré son degré de sophistication technique, je ne crois donc pas que le MAC-DSF fonctionnerait bien pour les restructurations impliquant le Club de Paris. En conséquence, je suis effectivement inquiet parce que le cadre d'analyse adopté par le FMI pour les PRI (MAC-DSF) n'apparaît pas très pertinent lorsqu'il s'agit de déterminer des critères pour les restructurations de dette. Je suis beaucoup moins préoccupé par la possibilité qu'un trop grand nombre de pays s'engagent dans ce processus. Je pense qu'il aurait à l'évidence été beaucoup mieux que le Pakistan bénéficie d'un programme construit sur la base d'un rééchelonnement de son ensemble complexe de créances bilatérales. Le poids des créanciers privés est en réalité assez faible dans le cas du Pakistan. Quant à l'Égypte, le dossier est probablement trop gros et trop complexe pour pouvoir être traité dans le cadre d'un processus standard, quel qu'il soit, en particulier en raison du rôle que jouent les lignes de crédit octroyées par les pays du Golfe à la banque centrale.

Par conséquent, d'un côté je reconnais qu'une certaine souplesse est nécessaire dans les gros dossiers, mais de l'autre je pense que nous ne pouvons pas faire abstraction de la principale leçon des quatre années écoulées, à savoir que l'amélioration du processus de coordination entre créanciers publics – dans lequel le Club de Paris joue un rôle central – n'a qu'une portée limitée si le FMI ne fixe pas des objectifs appropriés en matière de viabilité de la dette. Si le FMI ne conçoit pas ses programmes de manière à définir des paramètres raisonnables en matière de capacité de remboursement et des objectifs adaptés concernant la VAN à long terme, aucun processus, aussi bien conçu soit-il, ne peut surmonter une mauvaise conception des programmes.

Secrétariat du Club de Paris : comment renforcer

rolling up our sleeves together helped traditional and emerging creditors to better understand each other. It is an asset we should not squander, give the difficult times ahead. •



l'efficacité du Cadre commun et que faut-il améliorer ?

Brad Setser : je pense que les processus et mécanismes qui revêtent le plus d'importance ne relèvent pas du Club de Paris. En premier lieu, il faudrait clarifier la politique du FMI en matière d'assurances de financement, de telle manière que les programmes du FMI entrent en vigueur immédiatement après le défaut. En complément, il faudrait prévoir une suspension du service de la dette et publier sans délai au moins une partie des informations issues de l'analyse de viabilité de la dette réalisée par le FMI, afin que l'examen de différents types de solutions puisse démarrer. Il est aussi primordial que le FMI fixe des objectifs de viabilité de la dette qui soient adaptés et cherche à définir des objectifs qui soient plus appropriés dans des cas qui sont à l'évidence extrêmes, par exemple lorsque des non-résidents détiennent une importante dette libellée en monnaie locale. Je ne pense pas que le MAC-DSF tel qu'il est appliqué actuellement permette d'obtenir ce résultat. Il est nécessaire d'appliquer des contraintes distinctes pour la dette extérieure, et je pense que la prise en compte de multiples variables dans le cadre de viabilité de la dette des PFR présente réellement un intérêt. Dans le cas de la Zambie, le fait que sa solvabilité soit discutable même dans le scénario optimiste s'explique par le fait qu'il n'existait pas de statistique officielle du PIB, si bien que le ratio rapportant la dette extérieure au PIB ne figurait pas dans l'évaluation du FMI. Ces changements me semblent être les plus importants, mais je pense qu'il serait aussi bon de clarifier les exigences en matière de comparabilité de traitement, de fixer des références quantitatives permettant de déterminer ce qui peut être considéré comme un accord respectant clairement ou non le principe de comparabilité et de faire en sorte que les accords puissent progresser vite dès lors qu'ils ne lèsent pas d'autres créanciers.

De manière générale, je pense que dans un monde qui verra coexister des créanciers publics traditionnels membres du Club de Paris, des créanciers publics chinois susceptibles de ne représenter qu'une fraction de l'encours total de la dette détenue par la Chine, des créanciers publics indiens et des pays du Conseil de coopération du Golfe, des créanciers privés et des banques commerciales d'État chinoises considérées comme des créanciers privés, les créanciers publics vont avoir besoin d'un peu plus de clarté en ce qui concerne les critères et les chiffres, de manière à pouvoir conclure rapidement des accords à la fois proportionnels et comparables. Il est possible qu'un processus en plusieurs étapes ne soit plus le moyen le plus efficace et que plus de clarté soit nécessaire dès le début. Telles sont mes principales suggestions.

Je pense cependant que le plus grand mérite du

Cadre commun est d'avoir permis l'implication de la Chine et sa participation aux discussions dès leur démarrage. Il a ainsi été plus facile de clarifier ce qui était nécessaire pour avancer, et d'avoir une vision plus nette des difficultés engendrées par le fait que la Chine estime que beaucoup de ses créanciers publics sont en réalité privés.

Leone Gianturco : permettez-moi de rappeler que le Cadre commun signé en novembre 2020 est toujours en place et qu'une réouverture des discussions sur son contenu n'est pas à l'ordre du jour. Notre devoir est donc de faire en sorte qu'il fonctionne mieux. Ces dernières années, nous avons appris très vite. Nous pouvons donc d'ores et déjà tirer de premières leçons en nous concentrant sur les activités qui traduisent un juste équilibre entre la définition de méthodes transversales et l'application de l'approche au cas par cas. On peut citer la conclusion d'un accord sur des objectifs calendaires (proposé par la GSDR), l'amélioration de la diffusion d'informations, plus précoce et plus transparente (notamment à travers l'application des notes d'orientation du FMI et de la Banque mondiale), la réalisation d'exercices d'échange de données pour améliorer leur fiabilité, la publication d'informations sur les différentes étapes des restructuration de dette, les enseignements tirés des cas traités, l'amélioration de la compréhension des blocages grâce à l'organisation d'ateliers inclusifs dans le cadre de la GSDR, le renforcement des efforts visant à mieux mettre en pratique le principe de la comparabilité de traitement et la réflexion sur la manière d'encourager le secteur privé à réellement s'impliquer.

Toutefois, pour éviter le morcellement de notre démarche, nous devons définir une stratégie globale sur la manière de renforcer la confiance entre créanciers. Une telle approche aura également des retombées positives sur d'autres processus reposant sur la coordination. Je suis convaincu qu'en s'attelant ensemble à la tâche, les créanciers traditionnels et leurs homologues émergents ont fini par mieux se comprendre. C'est un acquis que nous ne devons pas négliger étant donné les temps difficiles qui s'annoncent. •









PART III

The Paris Club contributes to the debates on international sovereign debt



P. Bagein/Sircom

PARTIE II

La contribution du Club de Paris dans les débats relatifs à la dette souveraine

Given its role in designing and negotiating debt treatments, the Paris Club is at the forefront of reflexions and discussions on the major issues driving the international sovereign debt community. This third and final part of the annual report aims to illustrate how the Paris Club contributes to these debates on comparability of treatment, restructuring of domestic debts, the nexus between sovereign debt and climate vulnerability, data transparency, countries facing temporary liquidity problems, and more. This third section presents various discussions the Paris Club participates in, including meetings of the IIF; the GSDR created at the initiative of the G20 Presidency, the IMF and the World Bank; and the Paris Club's Paris Forum which addresses the most topical issues of the moment. The report also presents a contribution by the Finance Development Lab, whose president and founder Professor Daniel Cohen passed away in August 2023. •

Étant donné son rôle dans la conception et la négociation des traitements de la dette, le Club de Paris est à la pointe des réflexions et des discussions sur les grandes questions qui animent la communauté de la dette souveraine. Cette troisième et dernière partie du rapport annuel vise à illustrer la manière dont le Club de Paris contribue à ces débats sur la comparabilité de traitement, la restructuration des dettes domestiques, le lien entre la dette souveraine et la vulnérabilité climatique, la transparence des données, les pays confrontés à des problèmes temporaires de liquidité, etc. Cette troisième partie présente diverses enceintes et discussions auxquelles participe le Club de Paris, notamment les réunions de l'IIF, GSDR créée à l'initiative de la présidence du G20, du FMI et de la Banque mondiale, ou encore le Forum de Paris du Club de Paris – toutes ces enceintes abordent les questions les plus actuelles. Cette partie présente également une contribution du *Finance for Development Lab*, dont le président et fondateur, le professeur Daniel Cohen, est décédé en août 2023. •

Sonja Gibbs

Managing Director and Head of Sustainable Finance,
Institute of International Finance

FORGING PUBLIC-PRIVATE SECTOR CONSENSUS ON BEST PRACTICES FOR DEBT RESTRUCTURING

In recent years, sovereign debt markets have been confronted with higher interest rates, escalating debt service costs and rising government borrowing needs. At the same time, growing geoeconomic fragmentation – amid structural challenges like adverse demographics and the need to finance transition to a low-carbon economy – underscores the urgency of modernizing the international sovereign debt architecture. Such improvements will be crucial to ensure that countries have access to international capital for development finance and to foster better coordination between official and private creditors in cases of debt distress and restructuring – particularly for vulnerable developing economies.

In 2023, the IIF, a leading financial industry association with nearly 400 members across more than 60 countries, convened private sector investors and creditors for dialogue with official creditors via Paris Club forums. Key topics included the evolution of the Common Framework and current country cases; the need for better information-sharing and debt transparency, and climate and Environmental, Social and Governance (ESG) considerations. IIF members also shared perspectives with the Paris Club on the work of the G20-IMF-World Bank led GSDR. Throughout these discussions, the IIF emphasized the importance of the *Principles for Stable Capital Flows and Fair Debt Restructuring* as guiding references in GSDR discussions, particularly in areas such as fair burden-sharing, coordination among creditor groups and the importance of sound investor relations programs.

These discussions have been pivotal in advancing the dialogue on how to enhance and speed up sovereign debt resolution, highlighting the need for consensus on issues like the comparability of treatment, inter-creditor equity, inclusion of domestic debt restructurings and use of state-contingent instruments.

IIF members see value in simultaneous negotiations between borrowers and their official and private sector creditors groups during debt workouts, rather than sequential engagement. In line with the *Principles*, the IIF also views debt transparency as a crucial element of effective debt restructuring. The primary responsibility for debt transparency lies with the borrower,

who must be accountable to its citizens and is best placed to accurately record, monitor, and disclose all commitments and obligations to its creditors.

However, this responsibility is also shared by both official and private sector creditors, who play an essential role in facilitating debt restructurings. IIF-Paris Club discussions emphasized the importance of improving the data reporting capabilities of borrowing countries, disclosing transaction-level information, and incentivizing comprehensive debt reporting by both borrowers and creditors. The implementation of robust debt transparency practices and open dialogue between the sovereign debtor and its creditors – facilitated by strong investor relations programs – will reduce the likelihood of future debt workouts. If restructuring becomes inevitable, enhanced transparency will expedite a predictable and orderly debt restructuring process. •

CONTRIBUTION DE

Sonja Gibbs

Directrice générale, *Institute of International Finance*

BÂTIR UN CONSENSUS ENTRE CRÉANCIERS PUBLICS ET PRIVÉS SUR LES BONNES PRATIQUES EN MATIÈRE DE RESTRUCTURATION DE DETTE

Ces dernières années, les taux d'intérêt ont augmenté sur le marché de l'endettement souverain, entraînant une hausse du service de la dette des États et ainsi de leurs besoins de financement. Parallèlement, l'accentuation de la fragmentation géoéconomique – concomitante à plusieurs défis structurels, comme par exemple des trajectoires démographiques défavorables ou encore la nécessité de financer la décarbonation de l'économie – rappelle combien il est urgent de moderniser l'architecture internationale de la dette souveraine. Cette réforme est indispensable pour permettre aux pays d'accéder aux financements internationaux nécessaires pour assurer leur développement. Elle est aussi vitale pour améliorer la coordination entre créanciers publics et privés en cas de crise de surendettement, lorsqu'une restructuration est nécessaire, et plus particulièrement pour les économies en développement vulnérables.

L'IIF est une association de premier plan qui regroupe près de 400 acteurs du secteur financier répartis dans plus de 60 pays. En 2023, nous avons invité des investisseurs et des créanciers privés à prendre part à un dialogue avec les créanciers publics du Club de Paris dans différents formats. De nombreux thèmes ont été abordés, notamment l'évolution du Cadre commun et les restructurations en cours, la nécessité d'améliorer le partage de l'information et la transparence des données d'endettement, ainsi que la question climatique et les enjeux environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG). Les membres de l'IIF ont également échangé avec le Club de Paris au sujet des travaux de la GSDR coprésidé par le G20, le FMI et la Banque mondiale. Tout au long de ces discussions, l'IIF a insisté sur le fait que les *Principles for Stable Capital Flows and Fair Debt Restructuring* (Principes pour des flux de capitaux stables et des restructurations de dette équitables) devaient impérativement servir de fil conducteur aux débats de la GSDR, en particulier sur les questions de répartition égale de l'effort, de coordination entre groupes de créanciers et de l'importance de mettre en place des programmes visant à renforcer les relations avec les investisseurs.

Ces échanges ont beaucoup contribué à faire progresser le dialogue sur la manière d'améliorer et d'accélérer la résolution des crises d'endettement. Ils

ont montré qu'il était très important de parvenir à un consensus sur des questions telles que la comparabilité de traitement, l'égalité de traitement entre créanciers, la prise en compte des dettes domestiques dans le périmètre des restructurations et les instruments de dette contingente.

Les membres de l'IIF considèrent qu'il est préférable que le pays emprunteur négocie simultanément avec ses créanciers publics et privés, au lieu d'engager les négociations de manière séquentielle. Conformément aux *Principes*, l'IIF considère également qu'il ne peut y avoir de restructuration efficace sans transparence de la dette. Garantir cette transparence incombe en premier lieu au pays emprunteur, qui doit être responsable devant ses citoyens et qui est le mieux placé pour enregistrer, suivre et notifier l'ensemble des engagements et obligations qu'il a vis-à-vis de ses créanciers.

Toutefois, le pays emprunteur partage cette responsabilité avec ses créanciers, publics comme privés, qui jouent un rôle central dans le bon déroulement des restructurations de dette. Les échanges entre l'IIF et le Club de Paris ont été l'occasion de rappeler qu'il est important de renforcer les compétences des pays emprunteurs en matière de traitement des données et de publication (idéalement au niveau de chaque transaction), mais aussi de mettre en place des incitations pour encourager les emprunteurs comme les créanciers à notifier des données complètes sur la dette. La mise en œuvre de pratiques garantissant la transparence de la dette et un dialogue ouvert entre le pays emprunteur et ses créanciers – favorisée par des programmes visant à renforcer les relations avec les investisseurs – réduira le risque de devoir recourir à des traitements de dette. En tout état de cause, lorsqu'une restructuration ne peut être évitée, une meilleure transparence est le gage d'un processus plus prévisible et plus ordonné. •

CONTRIBUTION BY

Karim Foda

Senior Economist, Strategy,
Policy and Review Department, IMF

THE GLOBAL SOVEREIGN DEBT ROUNDTABLE (GSDR)

The GSDR was launched in February 2023 as an informal forum to help build greater common understanding on debt sustainability and debt restructuring challenges. It brings together debtor countries and creditors to discuss technical and procedural issues related to debt restructurings and ways to address them. The roundtable is co-chaired by the IMF, World Bank and G20 Presidency (India in 2023 and Brazil in 2024), and comprises official bilateral creditors, including Paris Club (France as Paris Club Chair, Japan, United Kingdom, United States) and non-Paris Club (China, India, Saudi Arabia) members, private creditors and borrowing countries.³

The GSDR ministerial-level Principals have met three times in [April 2023](#), [October 2023](#), and [April 2024](#), issuing two Co-chairs Progress Reports. These reports reflect the outcomes of a series of technical meetings and workshops with CSOs, debt experts, and other stakeholders. They summarize the emergence of consensus on some technical issues (treatment of short-term debt, cut-off dates on official sector debt) and built awareness of stakeholders' differing views on some others (e.g., considerations in domestic debt restructurings). It has also deepened understandings on these and other issues, including credit ratings, addressing climate-related debt vulnerabilities, treatment of non-resident holders of domestic debt and of SOE debt, and timelines and predictability of restructuring processes. A [Compendium of Common Understanding on Technical Issues](#) provides a consolidated list of issue areas through April 2024.

The Paris Club has played an active role in GSDR discussions by offering to newer creditors lessons learned from its vast experiences in debt restructurings, and by organizing a workshop on comparability of treatment issues in June 2023, with another one planned in June 2024. This is a topic where significant progress has been made in the effort to reach a common understanding.

In parallel to GSDR discussions, progress is being made in ongoing debt restructuring cases both within and outside of the Common Framework. With a greater need for coordination between Paris Club and non-Paris Club official bilateral creditors and with private sector creditors, the voice of the Paris Club in GSDR discussions has been vital in sharing knowledge, experience, and achieving consensus on important issues in order to promote the effectiveness and efficiency of the debt restructuring processes. •

(3) Private creditors and their representatives include Blackrock, Standard Chartered, Institute of International Finance, and International Capital Markets Association. Debtor countries include Ecuador, Ethiopia, Ghana, Sri Lanka, Suriname, and Zambia.

Karim Foda

Économiste principal, Département de la stratégie,
des politiques et des revues, FMI

LA TABLE RONDE SUR LA DETTE SOUVERAINE

Lancée en février 2023, GSDR contribue, dans un cadre informel, à renforcer la compréhension commune des enjeux en matière de viabilité et de restructuration de dettes souveraines. Elle réunit des pays débiteurs et des créanciers, et leur permet de débattre de questions techniques et de procédure relatives aux restructurations de dette, et de considérer des solutions potentielles. La table ronde est coprésidée par le FMI, la Banque mondiale et la présidence du G20 (indienne en 2023 puis brésilienne en 2024) et accueille des créanciers publics bilatéraux, notamment des pays membres du Club de Paris (tels que les États-Unis, la France où siège la présidence du Club de Paris, le Japon et le Royaume-Uni) et des pays non membres (tels que l'Arabie Saoudite, la Chine et l'Inde), ainsi que des créanciers privés et des pays emprunteurs³.

Les principaux acteurs ministériels de la table ronde ont pris part à trois réunions en avril 2023, en octobre 2023 et en avril 2024, à l'issue desquelles deux rapports d'avancement des co-présidents ont été publiés. Y figurent les résultats atteints à la suite d'une série de réunions techniques et d'ateliers auxquels ont également participé des organisations de la société civile, des experts de la dette et d'autres parties prenantes. Les rapports font état, de façon résumée, d'un début de consensus autour de certaines questions techniques (notamment la manière de traiter les dettes de court terme et les dates butoirs qui s'appliquent pour les créanciers publics) et sensibilisent les acteurs quant à leurs divergences de vues sur d'autres sujets (par exemple, les considérations relatives aux restructurations de la dette intérieure). La table ronde a aussi permis d'approfondir ces questions et d'autres, notamment les notations de crédit, les problèmes d'endettement liés au changement climatique, le traitement des non-résidents détenant de la dette souveraine intérieure et de la dette des entreprises publiques, ainsi que le calendrier et la prévisibilité des processus de restructuration. Un compendium favorisant une compréhension commune des questions

techniques (*Compendium of Common Understanding on Technical Issues*) fournit une liste récapitulative des domaines traités jusqu'en avril 2024.

Le Club de Paris a participé activement aux discussions de la table ronde, partageant avec les créanciers non traditionnels en particulier les enseignements tirés de sa riche expérience dans les restructurations de dette. Le Club a aussi organisé un atelier sur la comparabilité de traitement en juin 2023, un second étant prévu en juin 2024. Concernant le principe de la comparabilité de traitement, des progrès très importants ont été accomplis en vue de parvenir à une compréhension commune.

En parallèle des discussions de la table ronde, les restructurations de dette actuellement en cours, qu'elles soient au titre du Cadre commun ou hors Cadre commun, progressent. Face au besoin croissant de coordination entre les créanciers publics bilatéraux membres ou non membres du Club de Paris, ainsi qu'avec les créanciers privés, le Club de Paris a joué un rôle crucial dans les discussions de la table ronde. Il a en effet pu partager ses connaissances et son expérience et obtenir un consensus sur des questions importantes, le but étant de favoriser l'efficacité et l'efficience des processus de restructuration de dette. •

(3) Parmi les créanciers privés et leurs représentants figurent *Blackrock*, *Standard Chartered*, *Institute of International Finance* et *International Capital Markets Association*. Quant aux pays débiteurs, ils comptent notamment l'Équateur, l'Éthiopie, le Ghana, le Sri Lanka, le Suriname et la Zambie.

CONTRIBUTION BY

The Paris Club Secretariat

A FEW PARIS CLUB CONTRIBUTIONS TO THE 2023 GSDR DISCUSSIONS

Domestic Debt Restructuring

The definition of domestic debt itself is not straightforward, whether based on a currency, residency or legislative basis. The Secretariat's view is that a comprehensive analysis of domestic debt in the context of a domestic debt restructuring should be based on a local law approach but incorporate an examination of the creditors' residency. This dual focus is crucial because the IMF methodologies and analysis, on which the Paris Club debt treatments are based, closely monitor the potential impacts on the borrowing country's balance of payments. Although the comparability of treatment principle does not apply to domestic debt, the external bilateral creditors' financial interests can still directly and indirectly be impacted by the country's decision to undertake a domestic debt restructuring. Bilateral creditors are therefore legitimate to question the choice made by the borrowing country, often informed by the IMF analysis and advices.

IMF programs typically serve the dual purpose of alleviating immediate liquidity pressures (the external financing gap observed in the balance of payments) and assisting the debtor country in returning to a sustainable path by upholding DSA ratios. If a significant share of the debt is held by non-resident holders, a domestic debt restructuring helps bridging the financing gap, as the balance of payments outflows decrease after such restructuring, because non-resident holders generate outflows and weaken reserves when they repatriate their profits (unless capital controls are implemented). The possibility of including non-resident holders in the scope of the debt treatment for Zambia was discussed within the OCC together with the Zambian authorities and the IMF. The main obstacles to such an approach, presented by the Zambian authorities, were of both macro financial and technical nature, based on the authorities' limited capacity to distinguish between residents and non-residents holders which could result in an indiscriminate restructuring of domestic debt with negative macroeconomic externalities. The OCC decided to exclude non-resident holders from the external debt restructuring and Zambia did not conduct a domestic debt restructuring.

Additionally, excessive domestic debt can exacerbate overall debt sustainability ratios. When a country faces particularly high financing obligations, a domestic debt restructuring may need to be considered. For

example, in the case of a MAC like Sri Lanka, a domestic debt restructuring necessarily impacts the gross financing needs DSA ratio, as well as the total debt stock. This is why the Sri Lankan authorities have chosen to carry out a domestic debt optimization alongside the external debt restructuring.

The nexus between debt sustainability and vulnerability to climate change – the case of CRDCs

The climate crisis has a significant impact on countries solvency. Indeed, the increasing intensity and frequency of climatic shocks is exacerbating liquidity tensions in developing countries. [The French development finance institution \(Agence Française de Développement\) estimates losses and damages following a climate event to 4.5% of GDP.](#) This number could even be higher since it excludes Small Island Developing States (SIDS) that are hit disproportionately by climate event. In this context, the trade-off between implementing appropriate economic support measures and servicing external debt can prove difficult. Offering fiscal space is therefore necessary to help the country recover from such an event.

Offering fiscal space can be done in several ways and different types of creditors are working together to set up debt suspension clauses in loan contracts, namely CRDCs. CRDCs are a tool for supporting liquidity in the event of climate-related disasters. They can help to temporarily free up budgetary margins by suspending debt servicing.

CRDCs have several advantages. By virtue of their contractual nature, they should enable the beneficiary debtor country to avoid any reputational risk by reducing the risk of default. While credit agencies have not formally expressed how they would consider the activation of a CRDC, the methodology could consider that since the details of the suspension are known in advance, it does not constitute an event of default. This would ensure continued access to external sources of financing. In addition, CRDCs prevent any default, thereby saving the debtor country and its creditors a costly, lengthy and uncertain process.

The design of these instruments must consider technical considerations. Firstly, the perimeter of events covered by the treatment (climatic or natural disasters, health issues, etc.) and the geographical perimeter (SIDS, LICs, etc.). Second, the terms of treatment: is the deferral only on principal or does it also include

Secrétariat du Club de Paris

QUELQUES CONTRIBUTIONS DU CLUB DE PARIS POUR LES ÉCHANGES AU SEIN DE LA GSDR EN 2023

La restructuration des dettes domestiques

Il n'existe pas de définition claire et agréée de ce qu'est une dette domestique – certaines définitions sont fondées sur la devise dans laquelle est libellée la dette, d'autres sur la résidence du détenteur ou sur la législation dont elle dépend. Le Secrétariat considère que c'est cette dernière approche qui doit primer, tout en tenant compte du critère de résidence des créanciers. Cette double approche apparaît fondamentale, car les méthodologies et les analyses du FMI, sur lesquelles reposent les traitements de dette du Club de Paris, examinent en détail les impacts potentiels sur la balance des paiements du pays emprunteur. Bien que le principe de la comparabilité de traitement ne s'applique pas formellement aux dettes domestiques, les intérêts financiers des créanciers publics bilatéraux peuvent être affectés, directement et indirectement, par la décision des autorités de restructurer ou non la dette domestique. Ces derniers peuvent donc légitimement questionner le choix fait par le pays emprunteur, généralement étayé par l'analyse et les conseils du FMI.

De manière générale, les programmes du FMI ont deux objectifs : (i) réduire les pressions sur la liquidité à court terme (le besoin de financement externe observé suite à une analyse de la balance des paiements); et (ii) aider le pays emprunteur à revenir sur une trajectoire d'endettement viable en respectant les ratios de l'analyse de viabilité de la dette. Si une part importante de la dette d'un pays est détenue par des agents non-résidents, une restructuration de la dette intérieure contribue à combler le besoin de financement. En effet, les non-résidents ayant tendance à rapatrier leurs bénéfices (en l'absence de contrôle des changes), une telle restructuration se traduit par une baisse des flux sortants enregistrés dans la balance des paiements et une moindre ponction sur les réserves de change. Dans le cas de la Zambie, l'opportunité d'inclure les détenteurs non-résidents de dette domestique dans le champ de la restructuration a été discutée au sein du comité des créanciers publics avec les autorités zambiennes et le FMI. Les autorités zambiennes ont présenté devant le comité des créanciers les principaux obstacles à suivre une telle approche, qui étaient à la fois macro-financiers (impact sur les agents domestiques via le secteur financier) et techniques (difficulté pour les autorités de discriminer entre les détenteurs de dette

domestique résidents et non-résident), avec de grandes incertitudes sur la réaction en chaîne et les effets négatifs induits d'une telle restructuration. Sur cette base, le comité des créanciers publics a décidé d'exclure les détenteurs non-résidents de dette domestique du périmètre de la restructuration de la dette externe – de même, les autorités ont décidé de ne pas restructurer la dette domestique.

En outre, une dette domestique excessive peut aggraver les ratios de viabilité de la dette. Lorsque le service de la dette devient particulièrement élevé, il peut être pertinent d'envisager une restructuration de la dette domestique. Par exemple, pour les pays ayant accès aux marchés financiers (dont l'analyse de viabilité de la dette entre dans le cadre du MAC-DSF du FMI), une restructuration de la dette domestique a nécessairement un impact sur les ratios de viabilité de la dette : celui des besoins de financement bruts, ainsi que sur les ratios où figurent l'encours de la dette totale au numérateur. C'est cette configuration qui a décidé les autorités sri-lankaises à procéder à une restructuration de la dette domestique en parallèle à la restructuration de sa dette externe.

Le lien entre viabilité de la dette et vulnérabilité au changement climatique – le cas des clauses dites « résilience-climat » CRDCs

La crise climatique a un impact significatif sur la solvabilité des pays. L'intensité et la fréquence accrues des chocs climatiques aggravent aussi les tensions sur la liquidité des pays en développement. L'Agence française de développement (AFD) estime que les pertes et les dommages consécutifs à un événement climatique représentent en moyenne 4,5% du PIB des pays touchés. Ce chiffre pourrait même être plus élevé puisqu'il exclut les Petits États insulaires en développement (PEID), qui sont plus touchés que la moyenne par des événements climatiques extrêmes. Dans ce contexte, il est difficile pour les autorités de choisir entre la mise en œuvre de mesures de soutien économique et le remboursement du service de la dette extérieure. Cela plaide pour offrir des marges de manœuvre budgétaires appropriées pour aider les pays à se reconstruire après de tels événements.

Plusieurs options existent pour dégager ces marges de manœuvre et plusieurs types de créanciers coopèrent actuellement pour mettre en place des CRDC. Les CRDC permettent d'alléger les pressions sur les liquidités en cas de catastrophe climatique. Ces clauses contribuent à dégager des marges budgétaires

interest payments? How long is the suspension period? Are there any other considerations (costs, pre requirements, etc.)? Third, the case of cofinancing: what if one of the co-lenders does not offer the clause?

These instruments have first been implemented by the Inter-American Development Bank (IADB) in 2020 under the name Principal Payment Option (PPO). Since then, other multilateral institutions such as the IDA and European Bank for Reconstruction and Development (EBRD) proposed CRDCs. Bilateral creditors have followed suit with the UK, France and Canada all proposing CRDCs and other considering them. Finally, the private sector is also encouraged to act in order to increase the benefits of CRDCs.

Comparability of treatment

Comparability of treatment (CoT) is a fundamental principle underlying Paris Club debt treatment. According to this principle, a borrowing country that agrees to a restructuring with Paris Club creditors should not accept from its other bilateral or commercial external creditors terms of treatment less favourable to the borrower than those agreed with the Paris Club. This principle has also been adopted by the G20 Common Framework for debt treatments. By setting the minimum standards for other restructuring agreements, the CoT serves three crucial purposes:

- Firstly, it mitigates the risk of moral hazard, reducing the incentive for each group of creditors to wait for other creditors to restructure. With the CoT clause, public creditors can proactively move forward and agree on a debt treatment necessary for the IMF Board to approve a program, or disburse new financing associated with a programme review, without the concern that they will bear an undue burden compared to other creditors.
- Additionally, CoT significantly helps the borrowing country in its negotiation with its other creditors by setting an expected benchmark of effort required by those creditors, provided that the IMF Lending Into Arrears (LIA) policy applies. Indeed, the borrowing country's third-party creditors will remain in arrears as long as they do not reach a debt restructuring agreement with the debtor country, contributing de facto to the effort over the program period. However, the CoT does not interfere in the debtor's sovereign strategy towards each specific creditor.
- Finally, combined with the fact that debt treatments should be consistent with the parameters of an IMF-supported program, the CoT plays a vital role in restoring a country's financial and economic situation. It ensures that all debt restructurings, taken together, align with the parameters of the IMF program.

The definition, implementation, and enforcement of the CoT are therefore integral to achieving a successful debt restructuring.

The Paris Club assesses the CoT based on three criteria:

- Change in NPV, which captures the time value of the debt service payments before and after the restructuring. To measure the change in NPV, the Paris Club compares the NPV of restructured claims with the NPV of existing old claims.
- Change in duration before and after the treatment, where duration is measured as the weighted average time for all cash flows to be received.
- Change in nominal debt service before and after the treatment, where the change is measured over the IMF program period associated with the restructuring.

NPV and duration calculations are affected by the choice of the discount rate, which captures the time value (or opportunity cost) of providing and receiving funds in the future. For low-income countries (LIC), the Paris Club uses a 5% discount rate. This choice is consistent with the IMF debt sustainability framework for LIC (LIC-DSF), which also relies on a 5% discount rate to estimate the present value of debt, reflecting the concessionality of the loans to LIC. For MAC, the Paris Club performs a sensitivity analysis by using different discount rates, evenly applied to bilateral official and private creditors.

This assessment includes a certain degree of flexibility, as CoT does not imply strict equivalence, but rather a significant level of similarity. It acknowledges that a creditor may opt for a greater effort on one parameter to mitigate its effort on another, based on its preferences and time horizon. It also acknowledges that the official sector will not make a higher effort than the private sector, given that the official sector provides new financing through international financial institutions and is not-profit oriented.

For example, some creditors have a preference for earlier repayments (smaller efforts in duration) but, in return, are willing to accept a nominal haircut (higher effort in NPV). The earlier repayments can then be reinvested in assets with returns equal or higher than a full nominal repayment over a longer time horizon. Other creditors, often official, are willing to accept long maturity extensions (and the risk associated of with a later repayment) resulting in a higher effort in duration, but tend to avoid a nominal loss (the latter reducing the effort in NPV terms) – although sometimes nominal loss are necessary. Providing long maturity extensions also creates space for private creditors to be reimbursed earlier, including during the IMF program period, which

en suspendant temporairement le service de la dette.

Les CRDC présentent plusieurs avantages. S'agissant de clauses contractuelles, elles doivent permettre d'éviter tout risque de réputation lié à un défaut. Bien que les agences de notation n'aient pas formellement communiqué sur la manière dont elles allaient prendre en compte l'activation d'une CRDC, on peut penser qu'elle ne constituerait pas un défaut puisque les détails de la suspension du service de la dette sont connus à l'avance. Cela est de nature à garantir un accès continu aux financements extérieurs pour le pays touché. En outre, si l'activation d'une CRDC permet d'empêcher la survenue d'un défaut, cela épargnera au pays débiteur et à ses créanciers une procédure coûteuse, longue et incertaine.

Il est important que ces instruments soient conçus en prenant en compte un certain nombre de considérations techniques. Premièrement, le périmètre des événements couverts (catastrophes climatiques ou naturelles, crise sanitaire, etc.) et le périmètre géographique (PEID, PFR, etc.) doivent être clairement définis à l'avance. C'est aussi le cas des conditions du traitement : la suspension porte-t-elle uniquement sur le remboursement en principal ou inclut-il les intérêts ? Quelle est la durée de la période de suspension ? Y a-t-il d'autres considérations à prendre en compte (frais additionnels, exigences préalables, etc.) ? Que se passe-t-il en cas de co-financement, lorsqu'un des prêteurs ne propose pas la clause ?

Ces instruments ont été mis en œuvre pour la première fois par la Banque interaméricaine de développement (BID) en 2020 sous le nom de *Principal Payment Option* (PPO). Depuis, d'autres institutions multilatérales telles que l'AID et la Banque européenne pour la reconstruction et le développement (BERD) ont proposé des CRDC dans leurs contrats. Les créanciers bilatéraux ont ensuite suivi le mouvement : le Royaume-Uni, la France et le Canada proposent tous des CRDC – quand d'autres pays envisagent un dispositif similaire. Enfin, le secteur privé est également encouragé à agir pour accroître les avantages et bénéfices des CRDC.

La comparabilité de traitement

La comparabilité de traitement est un principe fondamental du Club de Paris. Un pays emprunteur dont la dette a été restructurée par les créanciers du Club de Paris, ne doit pas accepter de ses autres créanciers extérieurs bilatéraux ou de ses commerciaux un traitement qui lui soit moins favorable. Ce principe a été repris par le Cadre commun pour le traitement de dette du G20. En fixant l'effort minimum requis pour les autres accords de restructuration, la comparabilité de traitement répond à trois objectifs principaux :

- Premièrement, elle limite le risque d'aléa moral, en réduisant l'incitation pour chaque groupe de créanciers

d'attendre que les autres groupes restructurent la dette du pays. Grâce à la clause de comparabilité de traitement, les créanciers publics peuvent aller de l'avant dès les premières difficultés d'un pays emprunteur, consentir à un traitement de dette afin de permettre l'approbation d'un programme de financement par le conseil d'administration du FMI (ou le décaissement d'une nouvelle tranche de financement liée à la revue d'un programme), sans craindre de faire un effort qui sera supérieur par rapport aux autres créanciers.

- En outre, la comparabilité de traitement appuie le pays emprunteur dans les négociations avec ses autres créanciers, en fixant une cible en matière d'effort à atteindre par les créanciers tiers – étant entendu que les politiques de prêt en situation d'arriérés du FMI s'appliquent. En effet, selon ces dernières, les créanciers tiers du pays emprunteurs doivent rester en situation d'arriérés tant qu'ils ne sont pas parvenus à un accord de restructuration – de ce point de vue, lorsque les créanciers tiers restent en situation d'arriérés ils contribuent *de facto* à l'effort sur la période du programme FMI. Toutefois, il est important de souligner que la comparabilité de traitement n'interfère pas dans la stratégie de négociation du pays emprunteur vis-à-vis de chaque groupe de créanciers.

- Enfin, étant donné que les traitements de dette doivent être compatibles avec les paramètres du programme FMI associé, la comparabilité de traitement joue un rôle essentiel dans le rétablissement de la situation financière et économique des pays. Elle garantit que les restructurations de chaque groupe de créanciers prises dans leur ensemble s'alignent sur les paramètres du programme du FMI.

La définition, la mise en œuvre et l'application de la comparabilité de traitement font donc partie intégrante d'une restructuration de dette réussie.

Le Club de Paris évalue la comparabilité de traitement sur la base de trois critères :

- La variation de la VAN, qui représente la valeur dans le temps des remboursements dû au titre du service de la dette avant et après la restructuration. Pour mesurer la variation de la VAN, le Club de Paris compare la VAN des créances restructurées à la VAN des créances avant la restructuration.
- La variation de la durée avant et après le traitement – la durée exprimant la maturité moyenne pondérée de tous les remboursements.
- La variation du service de la dette avant et après le traitement – cette variation étant calculée uniquement sur la période du programme du FMI associée à la restructuration.

Les calculs de la VAN et de la durée dépendent du choix du taux d'actualisation, qui reflète la valeur du

is often the most constraining in terms of cashflows to creditors while being the period when the probability of repayment is the highest.

This is also why, even though the efforts in terms of duration and reduction of debt service over the IMF program period are to some extent reflected in the calculation of the NPV, it is crucial to carry out the CoT assessment based on the full combination of the three criteria. The three criteria together allow for a reflection of the preferences of the various types of creditors, as well as giving those creditors the incentive to provide the debt relief needed to meet the various IMF targets (usually stock and flow), especially during the program period.

The implementation of the CoT usually relies on a commitment by debtor countries and a monitoring of debt treatments provided by other creditors. Over the course of the Paris Club's history, specific clauses have been incorporated into debt restructuring agreements to enforce the CoT. These enforcement clauses generally take the form of a commitment from the debtor country to promptly seek from its other creditors a debt treatment on terms at least as favourable to the debtor as those reached with its bilateral creditors (see above). Such clauses may also outline clear expectations and consequences for the debtor country, such as the inclusion of a claw-back clause stipulating that if the CoT is found to be violated, the agreement will be rendered null and void, and the total amount of debts in question will become immediately due and payable. The public disclosure of the progress made by creditors on the debt restructuring, as well as the debtor's commitment to data and information sharing, also play a crucial role. This transparency helps hold all parties accountable and fosters trust among creditors, promoting a more effective implementation of the CoT. It also empowers the borrowing country to negotiate the best terms possible with its other creditors. The Paris Club usually publishes on its website the main features of the agreement, except the interest rates, to help the borrower to negotiate the best deal possible with the other creditors.

Finally, the IMF's LIA and Lending Into Official Arrears (LIOA) framework gives leverage to the debtor country in ensuring that creditors who have not yet provided a satisfactory debt restructuring, i.e., adhering to CoT, will not receive any debt service from the debtor country. The LIA specifically requires the debtor country to engage in good faith negotiations with its private creditors, aligning with the debtor country commitment clause found in Paris Club agreements. •

temps (ou le coût d'opportunité) de payer ou de recevoir des fonds à l'avenir. Pour les PFR, le Club de Paris utilise un taux d'actualisation de 5%. Ce choix est cohérent avec le cadre de viabilité de la dette du FMI pour les PFR (LIC-DSF), qui s'appuie sur ce même taux pour estimer la valeur actualisée de la dette, afin de refléter le caractère concessionnel des prêts aux PFR. Pour les pays ayant accès au marché (MAC), le Club de Paris réalise une analyse de sensibilité en utilisant différents taux d'actualisation, qui sont appliqués aux créanciers bilatéraux officiels et privés.

Cette analyse comporte un certain degré de flexibilité, car la comparabilité de traitement ne s'applique pas de manière stricte. L'évaluation de la comparabilité de traitement s'attèle plutôt à rechercher un effort qui soit équivalent entre les différents types de créanciers. Selon l'approche retenue par le Club de Paris, un créancier peut opter pour un effort plus important sur un des trois paramètres afin de limiter son effort sur un autre paramètre, en fonction de ses préférences et de son horizon temporel. L'approche du Club de Paris repose également sur le fait que le secteur public ne fera pas un effort plus important que le secteur privé, étant donné que le premier fournit de nouveaux financements par le biais des institutions financières internationales à des conditions concessionnelles.

Par exemple, certains créanciers ont une préférence pour être remboursés plus rapidement (ce qui se traduit par un effort moindre en termes de durée), mais en contrepartie ils sont prêts à prendre une perte en valeur nominale (leur effort est donc plus important en termes de VAN). Les remboursements dont ils bénéficient de manière anticipée peuvent alors être réinvestis dans des actifs dont le rendement est égal ou supérieur à celui d'un remboursement nominal intégral à une maturité plus longue. D'autres groupes de créanciers, généralement les créanciers publics, sont prêts à être remboursés à une échéance beaucoup plus longue (avec le risque que cela comporte), ce qui se traduit par un effort plus important en termes de durée, mais ils tendent à éviter une perte nominale (réduction de l'effort en VAN) – bien que des pertes nominales soient parfois nécessaires pour assurer une compatibilité avec les analyses et le programme du FMI. Les allongements de maturité proposés par les créanciers publics permettent également aux créanciers privés d'être remboursés plus tôt, y compris pendant la période du programme du FMI, qui est souvent la plus contrainte en termes de capacité de remboursement, tout en étant la période où la probabilité de remboursement est la plus élevée.

Même si les efforts en termes de durée et de réduction du service de la dette sur la période du programme du FMI sont, dans une certaine mesure,

reflétés dans le calcul de la VAN, il est crucial dévaluer la comparabilité de traitement sur la base de la combinaison des trois critères. Les trois critères combinés permettent de refléter les préférences des différents types de créanciers et d'inciter ces derniers à accorder le traitement nécessaire pour atteindre les différents objectifs du FMI (en termes de stock et de flux), en particulier pendant la période du programme associé.

La mise en œuvre de la comparabilité de traitement repose sur l'engagement des pays emprunteurs à respecter ce principe et sur le suivi des traitements de dette octroyés par les créanciers tiers. Depuis que le Club de Paris existe, des clauses spécifiques ont été introduites dans les accords de restructuration afin de faire respecter la comparabilité. Ces clauses prennent généralement la forme d'un engagement du pays débiteur à rechercher auprès de ses autres créanciers, dans un délai raisonnable, un traitement de dette à des conditions au moins aussi favorables (pour le pays débiteur) que celles conclues avec les créanciers du Club de Paris (voir ci-dessus). Ces clauses peuvent également définir des conséquences claires pour le pays débiteur en cas de non-respect, comme l'inclusion d'une clause dites «de revers» (*claw-back clause*) stipulant qu'en cas de violation du principe, le traitement octroyé serait caduc et que le montant total des dettes restructurées deviendrait immédiatement exigible. La publicité des progrès réalisés par les différents groupes de créanciers engagés dans des négociations, ainsi que l'engagement du pays emprunteur à partager les informations pertinentes sur ces négociations, jouent également un rôle crucial. Cette transparence permet de responsabiliser toutes les parties et de renforcer la confiance entre les créanciers, ce qui favorise une mise en œuvre plus efficace de la comparabilité de traitement. Elle permet également au pays emprunteur de négocier les meilleures conditions possibles avec ses autres créanciers. Le Club de Paris publie généralement sur son site web les principaux paramètres des accords conclus (à l'exception des taux d'intérêt) afin d'aider le pays emprunteur à négocier les meilleures conditions possibles avec les créanciers tiers.

Enfin, les politiques de prêt du FMI en situation d'arriérés (*Lending into arrears* et *Lending into official arrears* – LIA et LIOA) permettent de garantir au pays débiteur que les créanciers n'ayant pas octroyé une restructuration à des conditions satisfaisantes (et donc pas satisfait le principe de comparabilité de traitement) ne recevront pas de remboursements. La LIA exige spécifiquement du pays débiteur qu'il engage des négociations de bonne foi avec ses créanciers privés – cette condition fait écho à la clause d'engagement du pays débiteur que l'on trouve dans les accords du Club de Paris. •

Johanna Lybeck Lilja

State Secretary for economic policy
and international economic cooperation, Sweden

The deteriorating global public debt environment has exacerbated the difficult debt situation especially for low-income countries. The IMF estimates that 50 percent of all low-income countries have high risk for, or are in, debt distress.

The debt challenges for particularly low-income countries call for international cooperation to prevent the build-up of unsustainable debt, further strengthen capacity building to manage debt, address debt vulnerabilities and facilitate effective debt restructurings.

The Paris Forum is an essential annual meeting to make progress on the international debt agenda. Based on the established and valuable work in the Paris Club, the Paris Forum is an inclusive gathering of key actors in the global debt landscape discussing current debt issues to facilitate an improved understanding of the way forward. In this way, the Paris Forum can provide guidance for further work in other forums, such as the G20 and the GSDR.

It is important to further enhance the link between the Paris Club, the G20 and the GSDR to help build consensus on selected technical debt aspects in order to ensure more efficient sovereign debt restructurings and consequently higher future financing flows of much-needed investments. Among these technical aspects, there are two key issues I would like to mention.

First, the full application of the principle of comparability of treatment for all participating creditors is an absolute necessity in all debt restructurings. In this context, international cooperation is essential to facilitate a common understanding of different creditors preferences and contributions to debt restructurings and an effective communication to debtor countries. This would speed-up the restructuring process and avoid misperceptions between creditor groups.

Second, MDBs should continue to be excluded from debt restructurings in line with existing practice in order to be able to continue to provide long-term concessional financing and technical assistance to vulnerable countries. International cooperation should establish a renewed common understanding of this arrangement which benefits the long-term interests of both debtor and creditor countries.

Finally, I would like to stress the need to step up the implementation of the Common Framework for Debt Treatments in a predictable, timely, orderly

and coordinated manner. Based on the finalisation of the Zambian bilateral debt restructuring and the good progress in Ghana, it should be possible to agree on written guidance on the implementation of the Common Framework. This would be helpful for other debtor countries considering applying for debt restructurings. Furthermore, we should expand the cooperation developed under the Common Framework to also apply to MICs.

To conclude, building on the work in the Paris Club and the guidance from the Paris Forum, it is time to make progress on the international debt agenda to contribute to further financing, particularly in low-income countries. •

Johanna Lybeck Lilja

Secrétaire d'État en charge de la Politique économique
et à la Coopération économique internationale, ministère des Finances, Suède

La détérioration de l'environnement de la dette publique au niveau mondial a aggravé les problèmes d'endettement des pays, notamment ceux à faible revenu. Le FMI estime que 50% de ces pays présentent un risque élevé de surendettement ou sont en situation de surendettement.

Les enjeux de la dette souveraine, en particulier pour les PFR, nécessitent une coopération internationale renforcée afin de prévenir l'accumulation d'une dette insoutenable, de renforcer les compétences institutionnelles et techniques en matière de gestion de la dette, de remédier aux vulnérabilités liées à la dette, et de favoriser des restructurations de dette efficaces.

Le Forum de Paris est un moment essentiel pour faire avancer les priorités internationales en matière de dette souveraine. Cette conférence annuelle, qui reprend les travaux reconnus du Club de Paris, constitue un rassemblement inclusif d'acteurs clés du secteur de la dette internationale, et qui viennent débattre des dossiers actuels afin d'établir une meilleure compréhension de la voie à suivre. Le Forum de Paris est ainsi à même de fournir des orientations pour la poursuite des travaux dans d'autres enceintes, telles que le G20 et la GSDR du FMI et de la Banque mondiale.

Il importe de renforcer encore davantage les liens entre le Club de Paris, le G20 et la table ronde mondiale sur la dette souveraine du FMI et la Banque mondiale pour favoriser l'émergence d'un consensus sur certains aspects techniques et aboutir ainsi à des restructurations plus efficaces de dette souveraine, ce qui permettra d'accroître les futurs flux financiers destinés aux investissements dont les pays ont tant besoin. Parmi ces aspects techniques, je souhaite aborder ici deux points fondamentaux.

Premièrement, la pleine application du principe de comparabilité de traitement à la totalité des créanciers participants est une nécessité absolue dans tout cas de restructuration de dette. Dans ce contexte, la coopération internationale est essentielle pour favoriser une compréhension commune des préférences et des contributions aux restructurations de dette des différents créanciers, et pour communiquer clairement avec les pays débiteurs. Cela permettrait d'accélérer le processus de restructuration et d'éviter les perceptions erronées de la part des différentes catégories de créanciers.

Deuxièmement, les BMDs devraient demeurer exclues des restructurations de dette, conformément à la pratique existante, afin de pouvoir continuer à fournir des financements concessionnels et une assistance technique aux pays vulnérables. La coopération internationale devrait renouer une compréhension commune de ce principe, qui sert les intérêts à long terme des pays débiteurs comme des pays créanciers.

Je souhaite enfin souligner qu'il est nécessaire d'accélérer la mise en œuvre du Cadre commun pour les traitements de dette, et de le faire d'une manière prévisible, rapide, ordonnée et coordonnée. Forts de l'achèvement de la restructuration de la dette bilatérale de la Zambie et des progrès accomplis avec le Ghana, nous devrions pouvoir nous entendre sur la rédaction de lignes directrices concernant la mise en œuvre du Cadre commun. Cela serait utile aux autres pays débiteurs qui envisagent de demander une restructuration de leur dette. En outre, nous devrions étendre aux pays à revenu intermédiaire la coopération mise en place au titre du Cadre commun.

Pour conclure, le temps est venu, en nous appuyant sur les travaux du Club de Paris et les orientations du Forum de Paris, de faire avancer les priorités internationales en matière de dette afin de contribuer à la poursuite des financements, particulièrement dans les PFR. •

The Paris Club Secretariat

MAIN TAKEAWAYS OF THE PARIS FORUM 2023

This section from the Paris Club Secretariat summarizes the exchanges that took place during the 2023 edition of the Paris Forum on June 21st. It is provided for informational purposes only and is not intended to constitute professional advice or recommendations. The views, opinions, and findings expressed in this report do not necessarily reflect the official views or policies of the Paris Club.

AN INSIDE LOOK AT THE COMMON FRAMEWORK: THE PRACTITIONERS' POINTS OF VIEW

The history of sovereign debt restructuring is one of long institutional evolution. The Paris Club, as it exists today with its concepts, methodologies, and toolbox, is the result of an extended learning process which has supported the build-up of trust among its members, and created a basis for effective collaboration with international financial institutions.

In 2020 through the Common Framework agreement, the G20 expanded the organising principles behind sovereign debt's international financial architecture to better include emerging creditors in restructuring process. This is intended to better address the new debt landscape, especially the weight of China, while also attempting to involve the private sector to a greater extent.

Discussions in the Common Framework showed the concerns regarding sovereign debt: ensuring a fair burden sharing of debt treatments (or preventing “free-rider” behaviours amongst creditors) and the ability to analyse the sustainability of borrowing countries' debt as rationally as possible.

Frustration regarding the slow implementation of the Common Framework is understandable, but from a historical perspective, as in the case of the Paris Club, trust is built slowly through a long process of mutual learning. In the current geopolitical context, successfully bringing G20 countries to the same table to discuss these issues can be considered a significant achievement.

Following the implementation of the DSSI and the creation of the Common Framework, the views of traditional and emerging bilateral creditors have not been fully reconciled, but trust has grown – thanks to intensive dialogue and better information sharing. Common technical work has also been crucial, largely

based on the methods of the Paris Club, which has adapted its practices to better address the concerns of emerging creditors.

This progress has allowed bilateral public creditors to reach a first agreement under the Common Framework with Chad – which is not strictly speaking a debt treatment but shields the country from future external shocks. The agreement with G20 creditors enabled the country to leverage its lone private creditor, which made a substantial effort in the form of debt restructuring. In the case of Zambia, the timelines between certain stages were shortened – one month between the creation of the creditors' committee and the granting of financing assurances.

Despite the progress, the Common Framework process still needs improvement. Several proposals have been made for this purpose: strengthening predictability for borrowing countries by relying on a procedural manual with indicative timelines for each major stage of the treatment; starting technical work earlier to identify bottlenecks – including assumptions behind the debt sustainability analysis, scope of the treatment, data reconciliation, etc. The GSDR is also a forum (complementary to official creditors' committees where ongoing country-cases are discussed) for consensus-building and improved coordination. In this regard, several comments have advocated for a clarification of certain concepts: comparability of treatment, cut-off date, etc. Furthermore, efforts to enhance information sharing within the GSDR need further development.

COORDINATING PUBLIC DEBT RESTRUCTURINGS FOR COUNTRIES NON ELIGIBLE TO THE COMMON FRAMEWORK

Outside the Common Framework, an original and promising model of «flexible» coordination has emerged in the case of Sri Lanka's debt restructuring. This model is based on the coexistence of a creditors' committee and, in parallel, regular exchanges with other bilateral creditors who have chosen not to join this committee. This approach demonstrates the benefits of being pragmatic and flexible.

However, this model can still be seen as a second best, with a more complicated creditor landscape for the debtor country, and less security in terms of comparability of treatment among bilateral creditors. Nevertheless, this configuration allowed creditors to provide their financing assurances, unlocking the approval of an IMF program by its Board of Directors.

CONTRIBUTION DE

Secrétariat du Club de Paris

LES PRINCIPAUX ENSEIGNEMENTS DU FORUM DE PARIS 2023

Cette partie résume les échanges qui ont eu lieu lors de l'édition 2023 du Forum de Paris du 21 juin. Il est fourni à titre d'information uniquement et n'a pas vocation à constituer des conseils ou des recommandations. Les points de vue, opinions et conclusions exprimés dans ce rapport ne reflètent pas nécessairement les positions officielles ou les politiques du Club de Paris.

LE CADRE COMMUN VU DE L'INTÉRIEUR : LE POINT DE VUE DES PRATICIENS

L'histoire des restructurations de dette souveraine repose sur une longue évolution institutionnelle. Le Club de Paris tel qu'il existe aujourd'hui avec ses concepts, ses méthodologies et sa boîte à outil est le fruit d'un long processus d'apprentissage, d'une confiance lentement acquise entre ses membres, en lien avec les institutions financières internationales.

En 2020, la responsabilité de construire l'architecture financière internationale en matière d'endettement souverain a été élargie aux créanciers émergents – via le G20, avec la décision de créer le Cadre commun. Cela doit permettre de mieux prendre en compte le nouveau paysage de l'endettement, en particulier le poids de la Chine – en tentant aussi d'inclure davantage le secteur privé.

Les discussions au sein du Cadre commun ont porté sur trois préoccupations principales en matière d'endettement souverain : une répartition équitable du coût des traitements de dette (ou éviter les comportements de passagers clandestins entre les créanciers) et la capacité à analyser le plus rationnellement possible la soutenabilité de la dette des pays emprunteurs.

La frustration relative aux lenteurs dans la mise en œuvre du Cadre commun est compréhensible, mais dans une perspective historique, comme dans le cas du Club de Paris, la confiance s'acquiert lentement après un long processus d'apprentissage mutuel. Dans le contexte géopolitique actuel, réussir à mettre les pays du G20 autour d'une même table pour discuter de ces questions peut être considéré comme un exploit.

Suite à la mise en œuvre de l'Initiative de suspension du service de la dette (ISSD) et depuis la création du Cadre commun, les points de vue n'ont pas été entièrement réconciliés entre les créanciers bilatéraux traditionnels et émergents, mais la confiance a progressé – grâce à un dialogue très intense et un meilleur partage de l'information. Les travaux techniques communs ont

aussi été très importants – largement basés sur les méthodes du Club de Paris, qui a fait évoluer ses pratiques pour mieux prendre en compte les préoccupations de créanciers émergents.

Ces avancées ont permis aux créanciers publics de signer un premier accord sous le Cadre commun avec le Tchad – qui n'est pas un traitement de dette à proprement parler, mais qui met le pays à l'abri d'un futur choc externe. L'accord trouvé avec les créanciers du G20 a permis au pays de faire levier sur un seul créancier privé du pays, qui a lui fait un effort substantiel sous la forme d'une restructuration de dette. Dans le cas de la Zambie, les délais entre certaines étapes ont pu être raccourcis – un mois entre la création du comité de créanciers et l'octroi des assurances de financement.

Malgré les progrès, le processus doit encore être amélioré. Pour cela, plusieurs propositions ont été formulées : renforcement de la prévisibilité pour les pays emprunteurs en s'appuyant sur un manuel de procédure avec des échéances indicatives pour chaque grande étape du traitement, les travaux techniques doivent commencer plus en amont pour identifier les points bloquants – hypothèses derrière l'analyse de soutenabilité de la dette, périmètre du traitement, réconciliation des données, etc. La GSDR est aussi un outil (complémentaire par rapport aux comités de créanciers où sont discutés les cas en cours) pour créer du consensus et améliorer la coordination. Sur ce plan, plusieurs intervenants ont plaidé pour clarifier certains concepts : comparabilité de traitement, date butoir, etc. Par ailleurs, les efforts réalisés pour améliorer le partage d'information dans le cadre de la GSDR doivent encore être approfondis.

LA COORDINATION DES RESTRUCTURATIONS DE DETTE POUR LES PAYS NON ÉLIGIBLES AU CADRE COMMUN

En dehors du Cadre commun, un modèle original et prometteur de coordination « souple » a émergé pour la restructuration de la dette du Sri Lanka. Ce modèle est basé sur la coexistence d'un comité des créanciers et, en parallèle, des échanges réguliers avec les autres créanciers bilatéraux n'ayant pas souhaité rejoindre ce comité. Cette approche démontre l'intérêt d'être pragmatique et flexible.

Ce modèle peut tout de même être vu comme un second choix, avec un schéma de discussion plus compliqué pour le pays débiteur et moins sécurisant sur le plan de la comparabilité de traitement entre

HOW TO IMPROVE DEBT SUSTAINABILITY AND RESTRUCTURING MECHANISMS WHILE BUILDING RESILIENCE AGAINST CLIMATE CHANGE

Several factors contributed to this progress. Regarding official creditors, the Paris Club shared its technical work early in the process, which helped drive progress towards a mutual understanding of the problem. The authorities of Sri Lanka also played a key role by being proactive and fostering trust among creditors – particularly by being transparent and sending a clear message about their willingness to apply treatment that is comparable among creditors. The Sri Lankan authorities suggested that more regular exchanges between creditors and the debtor country could facilitate reaching a consensus.

More generally, the GSDR also led to progress that will be beneficial for future cases – within or outside the Common Framework – in particular the IMF staff guidance note specifying the schedule for information sharing with creditors. Overall, anything that promotes transparency and trust is welcome.

The Common Framework has been heavily criticized for the slowness in its implementation. However, outside the Common Framework, without the commitment of creditors to coordinate within a given framework, coordination is not easier. From the perspective of some practitioners, the progress made within the Common Framework has also been helpful in the case of Sri Lanka.

For the private sector, when a country faces difficulties, it affects the entire asset class, in this case, emerging markets. Therefore, it is crucial to address doubts about the implementation of restructurings quickly – again both within and outside the Common Framework. Significant progress has been made in recent years in the case regarding commercial debt, thanks to Collective Action Clauses (CACs – which should be generalized) and the IMF's LIA policy.

Some participants have called for the expansion of the Common Framework, and building on the fact that this political commitment by the G20 to act within a predefined framework can only facilitate the restructuring process and benefit countries in debt distress. However, for other participants, expansion is not an urgent matter – considering that it is difficult to achieve in the short term due to the absence of consensus within the G20. The focus should be on achieving concrete results by promoting transparency and trust.

The increase in the frequency of natural disasters stemming from the climate crisis is having catastrophic consequences on countries, not only in humanitarian terms, but also in terms of economic loss. Moreover, due to their exogenous nature, these shocks tend to be hard to predict and to prepare for in macroeconomic policy terms.

Recognizing the challenge climate change poses to countries with limited fiscal space, there is a clear necessity to strengthen the contractual features of sovereign lending to address climate risks. One such example would be the introduction of CRDCs in sovereign loans from all class of creditors which can help mitigate impacts when such shocks arise.

While a few bilateral official lenders and borrowers have now incorporated these clauses in their bilateral loan agreements or sovereign issuances, the priority is now to foster the adoption of CRDIs/CRDCs (climate related debt instruments / clauses) by lenders and issuers alike, in order to allow for this contractual enhancement to reach a critical mass and provide significant fiscal space for a sovereign borrower in the event of a severe exogenous shock.

Another enhancement with significant potential is the recourse to debt-for-nature or debt-for-climate swaps. When carried out successfully, this type of transaction can bolster biodiversity conservation efforts, free-up fiscal resources previously employed for debt service towards priority social sectors – such as health and education – and strengthen the macroeconomic outlook by decreasing debt overhang.

However, the implementation of debt-swaps is particularly complex as it requires sustained coordination at the interministerial level, thorough engagement with the civil society and the domestic private sector, as well as a significant level of technical assistance and credit enhancement from multilateral institutions.

It appears critical to explore new ways to scale-up existing instruments, notably through a revamping of the methodologies employed to measure impacts. The positive spillovers from the issuance of sustainability-linked bonds or debt-swaps could be better accounted for by financial markets while credit enhancement mechanisms have a central role to play in facilitating transactions which address climate-change and biodiversity issues. - Finally, given the rise of differing sustainability-linked sovereign financing instruments, attention should be given to their integration within the broader performance-based mechanisms used by stakeholders in

créanciers bilatéraux. Toutefois, cette configuration a permis aux créanciers d'octroyer leurs assurances de financement, permettant le passage du programme FMI au conseil d'administration.

Plusieurs facteurs ont permis ces progrès. Du côté des créanciers, le Club de Paris a partagé ses travaux techniques tôt dans le processus, ce qui a permis de progresser vers une compréhension mutuelle du problème. Les autorités du Sri Lanka ont aussi joué un rôle déterminant, en étant proactives, en favorisant la confiance entre les créanciers – en particulier, en étant transparents et en envoyant un message très clair sur leur volonté d'appliquer un traitement qui soit comparable entre les créanciers. Les autorités du Sri Lanka ont suggéré que des échanges plus réguliers entre les créanciers et le pays débiteurs pourraient faciliter l'atteinte d'un consensus.

Plus généralement, la GSDR a aussi permis des avancées qui seront bénéfiques pour les cas futurs (dans le Cadre commun ou en dehors), avec notamment la publication d'une note des services du FMI précisant le calendrier de partage des informations avec les créanciers. En général, tout ce qui favorise la transparence et la confiance est bon à prendre.

Le Cadre commun a été beaucoup critiqué pour sa lenteur. Mais on voit qu'en dehors du Cadre commun, sans l'engagement des pays à se coordonner dans un cadre donné, la coordination n'est pas plus aisée. Du point de vue de certains praticiens, les avancées réalisées dans le Cadre commun ont aussi servi dans le cas du Sri Lanka.

Pour le secteur privé, les difficultés d'un pays rejaillissent sur l'ensemble de la classe d'actifs (en l'occurrence les émergents). C'est pourquoi il est important de traiter rapidement les doutes qui pèsent sur la mise en œuvre des restructurations – dans le Cadre commun et en dehors. Des avancées importantes ont été réalisées ces dernières années dans le cas de la dette commerciale, grâce aux Clauses d'actions collectives (CAC – qu'il faut généraliser) et à la politique de prêt en présence d'arriérés publics (LIOA) du FMI.

Certains participants ont appelé à l'élargissement du Cadre commun – l'engagement politique des pays du G20 à agir dans un cadre prédéfini ne pouvant que faciliter le processus de restructuration et ainsi bénéficier aux pays en difficulté. Pour d'autres participants l'élargissement n'est pas une urgence – sachant de toute façon qu'il est difficile à atteindre à court terme compte tenu de l'absence de consensus au G20. Il faut s'attacher à obtenir des résultats concrets, en favorisant la transparence et la confiance.

COMMENT AMÉLIORER LA VIABILITÉ DE LA DETTE ET LES MÉCANISMES DE RESTRUCTURATION TOUT EN RENFORÇANT LA RÉSILIENCE FACE AU CHANGEMENT CLIMATIQUE ?

L'augmentation de la fréquence des catastrophes naturelles résultant de la crise climatique a des conséquences désastreuses pour les pays, non seulement en termes humanitaires, mais aussi en termes de pertes économiques. De plus, en raison de leur caractère exogène, ces chocs sont difficiles à prévoir et leurs impacts difficiles à anticiper avec des politiques macroéconomiques.

En reconnaissant le défi que représente le changement climatique pour les pays disposant de marges de manœuvre budgétaires limitées, il est nécessaire de renforcer les clauses contractuelles des prêts souverains pour y intégrer les risques climatiques. Un exemple serait l'introduction de CRDCs dans les prêts souverains des différentes catégories de créanciers, afin d'atténuer l'impact des chocs lorsqu'ils surviennent.

Alors que quelques créanciers publics bilatéraux et pays emprunteurs ont désormais intégré ces clauses dans leurs conventions de prêt ou leurs émissions souveraines, la priorité est maintenant de favoriser l'introduction de CRDCs par tous les prêteurs et les émetteurs, pour que cette innovation contractuelle atteigne une masse critique et fournisse des marges de manœuvre budgétaires qui soient significatives lorsqu'un pays est touché par un choc exogène sévère.

Le recours à des instruments tels que les conversions de dette (*debt-for-nature* ou *debt-for-climate swaps*) est une autre innovation qui présente un potentiel important. Lorsqu'elles sont menées à bien, ces transactions peuvent soutenir les efforts de conservation de la biodiversité, libérer des recettes fiscales qui auraient été utilisées pour rembourser le service de la dette au détriment de secteurs sociaux prioritaires (santé et l'éducation notamment) et renforcer les performances macroéconomiques en réduisant l'endettement.

Cependant, la mise en œuvre de ces conversions de dette est particulièrement complexe, car elles nécessitent une coordination interministérielle soutenue et permanente, un dialogue approfondi avec la société civile et le secteur financier domestique, ainsi que des moyens importants en matière d'assistance technique et des mesures de rehaussement du crédit de la part des institutions multilatérales.

Il est essentiel d'explorer la manière de passer à l'échelle les instruments existants, notamment en révisant les méthodologies utilisées pour mesurer les impacts. Les marchés financiers pourraient mieux prendre en compte les retombées positives de l'émission d'obligations indexées sur la viabilité (*sustainability-linked*

international financial markets.

RESTRUCTURING SOVEREIGN DOMESTIC DEBT – PROS AND CONS

Given the increasing importance of domestic markets in financing governments' fiscal deficits, the issue of domestic debt restructuring is becoming more pressing and will gain even greater significance in the future.

The decision to restructure domestic debt arises when a country faces debt sustainability issues. This decision squarely belongs to the government of the country only.

Restructuring domestic debt is inherently different from external restructuring – there is a relative consensus that comparability of treatment does not apply in the case of the former.

The decision to restructure domestic debt must be transparent and based on an informed analysis of the benefits (direct impact on the debt burden – financing needs and debt ratios, impact on acceptability to other creditors) and the direct and indirect costs (impact on domestic agents' assets and overall financial system stability, government's inability to access financing through this market for a period). These effects are non-linear and, therefore, challenging to precisely assess.

The impacts of domestic restructuring are potentially systemic, especially on the domestic financial system, hence the scope and parameters of the restructuring must be approached extremely carefully.

To ensure the success of the restructuring, the government must commit itself politically, including through clear and effective communication with key stakeholders be they individuals, banks or other financial actors. This is central to mitigating the risk of panic and/or currency flight phenomena. The impact on domestic agents can be mitigated through budgetary measures, such as implementation of compensation funds.

Restructuring domestic debts held by non-residents raises significant methodological and operational issues, as seen in the case of Zambia. First, there is no mutually agreed-upon definition of external debt (residency criterion vs. currency criterion in which the debt is denominated). On a macroeconomic level, domestic debt held by non-resident agents has an impact on the balance of payments through asset repatriation. However, it is complex, if not impossible, to discriminate in a restructuring between resident and non-resident agents, for both legal as well as operational reasons (e.g., freely tradable securities on a secondary market).

THE VIRTUES OF DEBT TRANSPARENCY: THE DEBTOR'S VS. THE CREDITOR'S PERSPECTIVES

The primary responsibility of debt transparency rests with borrower governments. Debt transparency facilitates access to sustainable financing on affordable terms. It also supports debt restructuring processes when a crisis occurs.

However, given the numerous obstacles one observes today (such as increasingly complex financial tools, the development of non-disclosure clauses, a lack of capacity in the most fragile countries), creditors are the real game changers. By deciding to disclose loan by loan, detailed data on a voluntary basis, bilateral official creditors promote transparency. These practices should be encouraged and extended.

International financial institutions have also a pivotal role to play by bridging debtor countries and creditors together – for instance by providing a public good like the Debt Reporting System, which discloses the most comparable and comprehensive data, or by unlocking cooperative approaches which allow for the reconciliation of data in order to improve debt data quality and coverage. Another crucial role of International financial institutions is also to dispense and finance technical assistance to fill capacity gaps across regulatory and institutional frameworks, as well as supporting better skills and use of technology.

Private creditors have also taken some initiatives to promote debt transparency, notably the IFF's development of the Voluntary Principles for Debt Transparency. However, only two commercial creditors current report data on the OECD public database. This reluctance by commercial creditors must be overcome through a greater commitment to transparency from official creditors, especially non-Paris Club members, and greater demand from borrowing countries government who can highlight the benefits of transparency.

We also need to generate better incentives for debt transparency, or look at whether these can be imposed. Virtuous behaviours must be rewarded through better sovereign ratings, more concessional financing and market financing at more attractive conditions. Debt transparency must be an obligation for all IMF members, not only countries benefiting from a program. Requiring that new public debt be disclosed to be legal and enforceable is one proposition, though would need to be handled with caution and with due consideration to possible risks and trade-offs.

THE EVOLUTION OF THE SOVEREIGN DEBT LANDSCAPE FOR THE PAST 10 YEARS

The sovereign debt landscape has significantly evolved over the past decades. It is now more fragmented that

bonds) ou des conversions de créances, tandis que les mécanismes de rehaussement de crédit ont un rôle central à jouer pour faciliter les transactions intégrant une dimension liée au changement climatique et à la biodiversité.

Enfin, avec l'essor des nouveaux instruments de financement souverains liés à la durabilité et à la viabilité, il convient de prêter attention à leur intégration dans les mécanismes plus larges fondés sur la performance utilisés par les acteurs sur les marchés financiers internationaux.

LA RESTRUCTURATION DES DETTES DOMESTIQUES – AVANTAGES ET INCONVÉNIENTS

Compte tenu de l'importance croissante des marchés domestiques pour financer les déficits budgétaires, la question de la restructuration des dettes domestiques se pose avec de plus en plus d'acuité et est amené à prendre encore davantage d'importance dans le futur.

La décision de restructurer la dette domestique se pose à partir du moment où un pays a des problèmes de viabilité de sa dette. Cette décision appartient au gouvernement du pays et à lui seul.

Restructurer une dette domestique est par nature un exercice différent d'une restructuration externe – il existe un consensus relatif pour dire que dans le premier cas la comparabilité ne s'applique pas.

La décision de restructurer la dette domestique doit être transparente et reposer sur une analyse éclairée des bénéfices (impact direct sur le poids de l'endettement – sur le besoin de financement et des ratios d'endettement, impact sur l'acceptabilité des autres créanciers) et des coûts directs et indirects (impact sur les actifs des agents domestiques et plus globalement sur la stabilité du système financier, incapacité de l'État à se financer par ce biais pendant une période). Sachant que ces effets ne sont pas linéaires et donc difficiles à évaluer précisément.

Les répercussions d'une restructuration domestique sont potentiellement systémiques (en particulier sur le système financier), le champ et les paramètres de la restructuration doivent donc être fixés avec une grande prudence.

Le gouvernement doit s'engager politiquement, au travers notamment d'une communication claire et précise (pour éviter les paniques, comme des phénomènes de fuite devant la monnaie), afin de garantir le succès de l'opération – vis-à-vis des particuliers, des banques, des autres acteurs financiers, etc. L'impact sur les agents domestiques peut-être atténué grâce à des mesures budgétaire, comme des fonds de compensation.

La restructuration des dettes domestiques détenues

par des non-résidents pose des problèmes méthodologiques et opérationnels importants, comme on a pu le voir dans le cas de la Zambie. Tout d'abord, il n'existe pas réellement de définition mutuellement agréée du concept de dette externe (critère de résidence contre critère de la devise dans laquelle est libellée la dette). Sur le plan macroéconomique, la dette domestique détenue par des agents non-résidents à un impact sur la balance des paiements via le rapatriement des avoirs. Toutefois, il est complexe, voire impossible, lors d'une restructuration, de discriminer entre agents résidents et non-résidents – pour des raisons légales, mais aussi opérationnelles (titres librement échangeables sur le marché secondaire par exemple).

LES VERTUS DE LA TRANSPARENCE DE LA DETTE : LE POINT DE VUE DU PAYS EMPRUNTEUR ET CELUI DES CRÉANCIERS

La responsabilité première en matière de transparence de la dette incombe aux gouvernements emprunteurs. La transparence facilite l'accès à des financements durables à des conditions abordables. Elle facilite également les processus de restructuration de la dette en cas de crise.

Cependant, étant donné les nombreux obstacles que l'on observe aujourd'hui (outils financiers de plus en plus complexes, développement des clauses de confidentialité, manque de capacité dans les pays les plus fragiles), ce sont les créanciers qui peuvent réellement changer la donne. En décidant de publier des données détaillées, prêt par prêt, sur une base volontaire, les créanciers publics bilatéraux favorisent la transparence. Ces pratiques doivent être encouragées et élargies.

Les institutions financières internationales ont également un rôle central à jouer, en faisant le lien entre les pays emprunteurs et les créanciers – par exemple en fournissant un bien public comme le système de notification des pays débiteurs de la Banque mondiale (*Debt Reporting System* – DRS), qui publie les données les plus comparables et les plus complètes possibles, ou en favorisant les coopérations des approches coopératives permettant la réconciliation des données et ainsi l'amélioration de la qualité et de la couverture des données d'endettement. Un autre rôle crucial des institutions financières internationales est aussi de dispenser et de financer de l'assistance technique pour renforcer les cadres réglementaires et institutionnels, pour soutenir l'amélioration des compétences et des moyens techniques.

Les créanciers privés ont également pris certaines initiatives pour promouvoir la transparence de la dette, notamment l'élaboration par l'IFF des principes volontaires pour la transparence de la dette. Toutefois, très peu de créanciers commerciaux communiquent actuel-

it previously was in light of the rise of private creditors and non-Paris Club public creditors. This has had a direct impact on loan characteristics, with a greater propensity of loans at comparatively higher interest rates, though with shorter maturities.

Due to this increased fragmentation, debt restructurings are more complex and slower than before. Better coordination is necessary to enhance efficiency.

Part of the issue lies in the fact that emerging creditors are less familiar with restructuring processes, and this learning process, which can take time, is critical.

To improve coordination, it's important to consider the weight of private creditors by involving them to a greater extent in the restructuring processes, so to overcome the distrust that currently exists towards sovereign creditors. Several suggestions have been made in this regard, including to involve private creditors more directly in discussions (for instance for country-cases that have requested a treatment under the Common Framework) or to enhance information sharing. On the latter, this captures both debt-related data (with an effort needed from non-Paris Club creditors) but also IMF data and assumptions (contents of Staff Level Agreements and Debt Sustainability Analysis). The current sense of distrust also directly affects market appetite to finance countries with risky credit profiles.

Since debt restructuring processes take more time, it's crucial to maintain access to liquidity for countries undergoing debt restructuring; notably to limit the economic, social, and political costs of debt crises, or in other words, to reduce the need for trade-offs between reforms and social spending. Concrete proposals have also been put forward in this regard: the African Development Fund (ADF) is currently building a mechanism of partial guarantees (potentially funded through transfers of Special Drawing Rights – SDRs), or looking at automatic or non-automatic suspension of debt service when a country's debt is being restructured.

More broadly, in a context where financing, especially from the private sector, is becoming scarce and needs are increasing to fund, amongst other pressures, the fight against climate change, new resources need to be identified, which could include expanding multi-lateral financing (including SDRs transfers), or leveraging innovative tools such as CRDCs, debt swaps and buy-backs (which should be used in addition to traditional restructurings). In all cases, further efforts are required to drive the implementation and greater-take up of these options globally. •

lement des données dans la base de données publique de l'OCDE. Cette réticence des créanciers commerciaux doit être surmontée grâce à (i) un plus grand engagement en faveur de la transparence de la part des créanciers publics, en particulier ceux qui ne sont pas membres du Club de Paris, et (ii) une réelle exigence de la part des gouvernements des pays emprunteurs, qui peuvent mettre en avant les avantages de la transparence.

Nous devons également mettre en place de meilleures incitations afin de favoriser la transparence de la dette. Les comportements vertueux doivent être récompensés par de meilleures notations souveraines, davantage de financements concessionnels et de financements de marché à des conditions plus attractives. La transparence de la dette doit être une obligation pour tous les membres du FMI, et pas seulement pour les pays bénéficiant d'un programme. Une proposition est d'exiger que les nouveaux emprunts soient rendus public pour être légales et applicables, mais qui doit être traitée avec prudence compte tenu des risques et des inconvénients qui pourraient être très importants.

L'ÉVOLUTION DU PAYSAGE DE L'ENDETTEMENT SOUVERAIN AU COURS DES DIX DERNIÈRES ANNÉES

Le paysage de l'endettement souverain a considérablement évolué au cours des dernières décennies. Il est aujourd'hui plus fragmenté, avec la montée en puissance des créanciers privés et des créanciers publics non membres du Club de Paris. Cela a eu un impact direct sur les caractéristiques des prêts, avec en particulier une augmentation des taux et une réduction des maturités.

Du fait de cette plus grande fragmentation, les restructurations sont plus complexes et plus lente qu'auparavant. Une meilleure coordination doit permettre de gagner en efficacité.

Une partie du problème réside dans le fait que les créanciers émergents sont moins familiers des processus de restructuration. Il s'agit d'un processus d'apprentissage qui peut prendre du temps.

Pour améliorer la coordination, il faut davantage tenir compte du poids des créanciers privés, en les intégrant davantage aux processus de restructuration, pour dépasser la défiance qui existe aujourd'hui vis-à-vis des créanciers souverains. Plusieurs propositions ont été faites en ce sens : intégrer directement les créanciers privés aux discussions (pour les cas-pays ayant sollicité un traitement au titre du Cadre commun par exemple), améliorer le partage d'information vis-à-vis de ces derniers – d'une part, des données d'endettement (avec notamment un effort à faire de la part des créanciers non membres du Club de Paris) et d'autre part,

des données et hypothèses du FMI (contenu des SLA et des DSA). Cette défiance a aussi un impact direct sur l'appétit des marchés pour financer les pays ayant des signatures risquées.

Compte tenu des délais qui sont plus importants, il convient de maintenir un accès à la liquidité pour les pays dont la dette est en cours de restructuration – afin notamment de limiter les coûts économiques, sociaux et politiques des crises de la dette – ou en d'autres termes de limiter le besoin d'arbitrage en réformes et dépenses sociales. Sur ce plan des propositions concrètes ont aussi été faites : initiative du Fonds africain de développement (FAD) pour proposer un mécanisme de garanties partielles (y compris en le finançant par un transfert de DTS), suspension (automatique ou non) du service de la dette lorsque la dette d'un pays est en cours de restructuration.

Plus généralement, dans un contexte où les financements (notamment du secteur privé) se tarissent et où les besoins augmentent (pour financer la lutte contre le changement climatique), il faut trouver de nouvelles ressources : démultiplier les financements multilatéraux (là aussi en favorisant les transferts de DTS), s'appuyer sur des outils innovants (type CRDCS et conversions de dette – qui doivent être utilisés en complément des restructurations traditionnelles – avec encore des efforts à réaliser pour qu'ils puissent être mis en œuvre à grand échelle). •

The Finance for Development Lab

BRIDGING IN ROUGH TIMES

When times get rough, money, like water, flows out of developing countries and back into lenders' pockets. The Bridge Proposal ([Diwan, Songwe and Kessler, 2024](#)), published in January 2024, aimed at providing a framework, which would allow to slow, or even to freeze this phenomenon.

Indeed, while monetary easing in advanced economies allowed Low & Lower Middle-Income Economies to receive about \$85 billion of net positive transfers on long-term debt in 2019 (that is the difference between new loan disbursements and debt service), 2022 witnessed a major reversal, with negative flows by \$15 billion. The largest drivers of this liquidity reversal were private creditors, with \$52 billion pulled out, and China to a much lesser extent. Other bilaterals and the multilateral system only partially mitigated this trend. In particular, the MDBs scale-up, starting in 2020, especially in concessional finance, was important, but not sized to the challenge.

Those trends have markedly deteriorated in 2023, as new bond issuance came to an almost complete standstill, and as a large share of loans, especially from multilaterals, is at variable rates and thus bore higher interest charges. Moreover, pressures on external accounts led many countries to depreciate their currencies, increasing further the weight of external debt service in government revenues ([IMF, 2024](#)).

AN EFFICIENT SCALE UP IS NEEDED

Even as a few countries managed to issue bonds in 2024, rates remain high and interest payments will remain a significant draft on liquidity. At the same time, MDBs are embarked on a path of scaling up of their lending,

through capital optimization techniques and possibly through the injection of capital. The development of country platforms has become an important coordination mechanism, and a major objective at high level by the Indian and Brazilian G20 presidencies ([G20 Independent Expert Group 2024](#)). Yet, if multilateral step up their loans but other creditors continue to withdraw their funds, there is major risk that those new loans will continue to leak out, helping avoid defaults, but not supporting a true change in investment levels in developing countries.

What are the options to promote a high investment, low leakage equilibrium? When countries have an ambitious recovery plan, its creditors and financiers need to be supportive:

- Multilateral lenders – and in particular the IMF and development banks, need to coordinate to ensure that programs support a growth ambition. Those programs would target climate, both for supply reasons (all major MDBs have climate commitments) and demand (adaptation has high returns over the medium term).
- Bilateral and private lenders need to provide positive flows, either by refinancing at reasonable costs, or in some cases, by rescheduling their claims. This can be supported by incentives such as guarantees.

All sides have moved on these ambitions, but a coherent program has yet to emerge. The Common Framework offers an imperfect but improving institution to the debt treatment of insolvent countries. But for the many more illiquid countries ([Albinet, Kessler and Brancher 2023](#)), effective liquidity treatments have not yet been developed, and there is no leading actor or a coordinating mechanism that pushes for to coordinate divergent incentives.

Table 1. Net Transfers (NT) to LICs and LMICs, to different creditors

	Total NT	NT on LT Debt	MDBs + IMF	Bilat LT (ex-China)	China total LT	Private creditors	ST NT
2019	105.82	84.45	28.96	1.77	4.65	54.39	16.1
2020	69.44	55.2	68.35	8.69	0.95	3.08	-11.6
2021	86.26	45.43	27.32	6.46	3.52	11.1	38
2022	20.54	-15.74	32.28	9.81	-6.13	-52.15	35.8

CONTRIBUTION DE

Finance for Development Lab

COMBLER LES BESOINS DE FINANCEMENT QUAND LES TEMPS SONT DURS

Quand les temps deviennent difficiles, les fonds, comme l'eau, refluent des pays en développement pour revenir dans les poches des créanciers. « *The Bridge Proposal* » (Diwan, Songwe and Kessler, 2024), publié en janvier 2024 propose un cadre d'action permettant de ralentir, voire d'interrompre ce phénomène.

Alors que l'assouplissement des politiques monétaires dans les économies avancées a permis aux pays à faible revenu et à revenu intermédiaire de la tranche inférieure de recevoir environ 85 milliards de dollars de financements de long terme nets positifs en 2019 (différence entre les nouveaux décaissements de prêts et le remboursement des anciens prêts contractés), cette tendance s'est complètement inversée en 2022, avec des flux négatifs s'élevant à 15 milliards de dollars. Les créanciers à l'origine de ce changement ont d'abord été les créanciers privés, avec 52 milliards de dollars de flux nets sortants et dans une moindre mesure, la Chine. Les autres créanciers bilatéraux et les multilatéraux n'ont qu'en partie compensé cette tendance. L'augmentation des financements des BMD à partir de 2020 (principalement des financements concessionnels), a été importante, mais sans être à la hauteur du défi.

Ces différentes tendances se sont encore accentuées en 2023, alors que l'émission de nouvelles obligations souveraine a presque complètement cessé, et qu'une grande partie des prêts, en particulier ceux des créanciers multilatéraux, assortis de taux variables, ont généré des charges d'intérêts plus élevées pour les pays emprunteurs. De plus, les pressions qui se sont exercées sur les comptes extérieurs se sont traduites par la dépréciation de nombreuses monnaies domes-

tiques, augmentant encore le poids du service de la dette extérieure dans les revenus gouvernementaux (FMI 2024).

ACCROÎTRE LES FINANCEMENTS DE MANIÈRE EFFICACE

Même si plusieurs pays ont été en mesure d'émettre des obligations souveraines en 2024, les taux d'intérêt restent élevés et le service de la dette va continuer de peser lourdement sur la liquidité des pays emprunteurs. Parallèlement, les BMD se sont engagées sur la voie d'une augmentation de leurs financements, en s'appuyant sur des mécanismes d'optimisation du capital et éventuellement en injectant des fonds propres additionnels. Par ailleurs, le développement de plateformes nationales visant à accroître la coordination avec les bailleurs est appelé à prendre une importance croissante – il s'agit également d'un objectif de haut niveau des Présidences indienne et brésilienne du G20 (G20 *Independent Expert Group* 2024). Cependant, si les créanciers multilatéraux accordent davantage de financements mais que les autres créanciers continuent de réduire leur exposition, les flux financiers nets continueront d'être négatifs – les nouveaux financements multilatéraux éviteront les défauts, mais ils n'inverseront pas la tendance quant au niveau d'investissement dans les pays en développement.

Dès lors, quelles sont les solutions à même de favoriser un niveau d'investissement élevé des flux sortant faibles ? Lorsque les pays ont un plan de relance et de réforme ambitieux, bailleurs et créanciers doivent apporter tout le soutien nécessaire :

- Les créanciers multilatéraux – et en particulier le FMI et les BMD – doivent coordonner leurs efforts

Tableau 1. Transferts nets (TN) des PFR et des PRI de la tranche inférieure vers différentes catégories de créanciers

	Total TN	TN sur dette de LT	BMD + FMI	LT bilat (hors Chine)	Chine total LT	Créanciers privés	TN court terme
2019	105,82	84,45	28,96	1,77	4,65	54,39	16,1
2020	69,44	55,2	68,35	8,69	0,95	3,08	-11,6
2021	86,26	45,43	27,32	6,46	3,52	11,1	38
2022	20,54	-15,74	32,28	9,81	-6,13	-52,15	35,8

JOINING SEPARATED CONVERSATIONS

What we suggest is to treat the situation of the many illiquid countries much more forcefully by providing the right incentives for each participant of a three-ways win-win deal. In effect, all the policies that we are proposing are advancing, but separately. They would be much more powerful if they could be connected:

- (i) a growth- and climate- oriented nationally developed plan for borrowing countries: countries most adopt realistic but ambitious climate investment plans. The recently produced World Bank's Country Climate and Development Reports (CCDRs) provide details about high return projects and on financing needs.

- (ii) A strong framework for the IMF and the MDBs with 3 to 5 years commitments on lending volumes: De facto commitments of the IMF and MDBs are expanding in size and lengthening in time, and while implementation is sometimes lagging, coordination between institutions has been a focus for each of their leaders.

- (iii) Rescheduling by bilateral creditors to remain present in countries: bilateral creditors – including China – have been extending maturities, albeit rarely in a fully multilateral setting.

- (iv) Providing the right incentives for private lenders to stay in the country, through carrots such as credit enhancements, and sticks such as the threat to lend into arrears if they insist on getting repaid without any new flows. The World Bank is actively working on making its credit enhancements instruments more coherent and more efficient. While the private sector will be hard to convince, there is room to reform Credit Rating Agencies' assessments, especially as large asset managers have incentives to bolster the asset class of frontier markets.

While many challenges and design questions remain, the principle of a concerted effort to ensure that multilateral lending is not defeated by high debt service flows is increasingly accepted. The global community needs to be on the global south's side "when times get rough". •



pour s'assurer que les projets, programmes et financements soutiennent une ambition de croissance. Ces financements doivent cibler le climat, sur la base d'un argumentaire portant aussi bien l'aspect offre (toutes les grandes BMD ont des engagements climatiques) que demande (l'adaptation au changement climatique a des rendements élevés à moyen terme).

- Les créanciers bilatéraux et privés doivent apporter des flux positifs, soit en refinançant à des coûts raisonnables, soit, dans certains cas, en rééchelonnant leurs créances. Cette démarche peut être soutenue par des mécanismes incitatifs telles que des garanties.

Toutes les parties ont progressé dans la réalisation de ces ambitions, mais un programme cohérent n'a pas encore vu le jour. Le Cadre commun offre une plateforme de coordination imparfaite qui a fait des progrès dans la mise en œuvre de restructuration pour des pays dont la dette n'était plus viable. Mais pour les nombreux pays qui rencontrent des problèmes de liquidité (Albinet, Kessler et Brancher 2023), aucune solution efficace n'a encore été développée, aucune institution n'a été désignée pour prendre l'initiative et aucun mécanisme de coordination visant à aligner des incitations divergentes n'a vu le jour.

RASSEMBLER LES BONNES VOLONTÉS

Notre proposition est de traiter le cas des pays ayant des problèmes de liquidité (mais dont la dette est considérée comme viable) de manière beaucoup plus résolue en mettant en place de bonnes incitations pour chaque partie dans un arrangement gagnant-gagnant. Les quatre propositions ci-dessous peuvent fonctionner de manière indépendante, mais leur efficacité serait décuplée si elles étaient mises en œuvre simultanément :

- (i) un programme national pour la croissance et le climat dans les pays emprunteurs : les pays emprunteurs concernés doivent adopter des plans d'investissement réalistes mais ambitieux en matière de climat. Les rapports pays sur le climat et le développement (*Country Climate and Development Reports*) publiées récemment par la Banque mondiale fournissent des éléments clefs sur les projets à rendement élevé et sur les besoins de financement.

- (ii) Un cadre solide pour le FMI et les BMD avec des engagements de trois à cinq ans sur les volumes de prêts : actuellement, les engagements du FMI et des BMD augmentent en termes de montant et de maturité. Bien que la mise en œuvre soit parfois retardée par rapport au programme initial, la coordination entre les institutions est une priorité qui a été rappelée par chacun de leurs dirigeants.

- (iii) Les créanciers bilatéraux doivent s'engager à rééchelonner leurs créances et donc à maintenir leur

exposition dans les pays : sous différentes formes, les créanciers bilatéraux – y compris la Chine – ont eu tendance à repousser la maturité des échéances pour les pays en difficulté. Cet effort doit se poursuivre de manière plus coordonnée entre créanciers bilatéraux et avec les institutions financières internationales.

- (iv) Mettre en place de bonnes incitations pour que les créanciers privés maintiennent leur exposition dans le pays, grâce à des outils de rehaussement de crédit, mais aussi des mesures contraignantes telles que la menace d'être placé en situation d'arriérés s'ils insistent pour être remboursés sans nouveaux flux. La Banque mondiale travaille activement à rendre ses instruments de rehaussement de crédit plus cohérents et plus efficaces. Bien que le secteur privé soit difficile à convaincre, il existe une marge de manœuvre pour faire évoluer les méthodologies des agences de notation, d'autant que les grands gestionnaires d'actifs ont intérêt à renforcer la classe d'actifs sur les « marchés frontières ».

De nombreux défis subsistent pour concevoir et mettre en œuvre les solutions proposées dans cet article, mais le principe qui en est à l'origine est aujourd'hui largement partagé : celui d'un effort coordonné entre les différents créanciers pour s'assurer que les financements multilatéraux ne soient entièrement asséchés pour rembourser le service dû à des créanciers tiers. La communauté internationale doit être aux côtés des pays en développement « lorsque les temps sont durs ». •

Manuela Francisco

Global Director, Macroeconomics, Trade and Investment,
World Bank

The availability of comprehensive, accurate and timely public debt data is key for effective public debt management. High-quality debt data are also a crucial pre-requisite for the international community to make informed debt sustainability analyses and minimize the risk of debt crisis stemming from hidden debt.

This need becomes even more critical in case of debt restructuring, as only a comprehensive debt coverage can ensure a common trust around creditors and ensure fair burden sharing in restoring debt sustainability. The recent Common Framework cases have shown that restructuring negotiations can be delayed by incomplete or inaccurate debt records.

At the core of the challenge of debt transparency is the fact that public debt recording – particularly in low-income countries – is still a largely manual exercise in which poor understanding of financial and legal terms – coupled with human or system errors – trigger significant operational risk. The use of different financial terms, inconsistent computational formulae and inaccurate data entries can result in erroneous debt figures. For example, several debt management back offices are struggling to accurately reflect the LIBOR-SOFR transition in their debt systems.

Challenges with debt recording translate to a need for frequent reconciliation of the creditors and debtors' respective debt data. Debt managers are familiar with the practices of sending letters, emails or even paying visits to other institutions to pin down the exact amount of the debt due. Clearly, these traditional reconciliation methods are costly and limited in scope. For that reason, in 2023 the World Bank has launched an initiative aimed at validating the coverage and accuracy of the low-income countries' debt - as reported in the World Bank's Debt Reporting System (DRS).

The exercise was initiated by the Japanese authorities, that provided extensive loan-by-loan data for all their bilateral claims and engaged in an open dialogue with the World Bank to fix the discrepancies and anomalies identified between their records and the comparable ones reported by individual borrowers. Other creditors have followed suit: up to now, eighteen countries have participated in the data sharing exercise (the G-7⁴

countries and eleven of the other fifteen Paris Club⁵ member countries). The exercise has so far achieved a reconciliation of over 80 percent of the external debt instruments, thus improving the quality of the DRS and highlighting methodological and operational inconsistencies to be addressed at country level.

The World Bank aims to continue this work with the support from a wider group of creditors, including those in the G20, with a view to making regular data sharing and reconciliation an established practice. Useful synergies can also be explored with the data collection and validation facilitated by the Paris Club in debt restructuring cases, with the goal of making the data preparation process shorter and more efficient. •

(4) Canada, France, Germany, Italy, Japan, the United Kingdom and the United States of America

(5) Australia, Brazil, Denmark, Finland, Israel, Korea, the Netherlands, Norway, Spain, Sweden and Switzerland

Manuela Francisco

Directrice mondiale, Pôle macroéconomie,
commerce et investissement, Banque mondiale

La disponibilité de données d'endettement exhaustives, précises et actualisées est un facteur clé pour assurer une gestion efficace de la dette publique. Des données d'endettement de qualité sont également essentielles pour permettre à la communauté internationale d'effectuer des analyses de viabilité de la dette étayées et minimiser les risques de crise d'endettement dus à l'existence d'une dette cachée.

Ce besoin devient encore plus fondamental en cas de restructuration de dette, car seule une couverture exhaustive des données est à même de susciter la confiance mutuelle des créanciers et d'assurer une répartition équitable de l'effort nécessaire au rétablissement de la viabilité de la dette. Les derniers cas-pays relevant du Cadre commun ont montré que les négociations relatives aux restructurations de dette pouvaient être retardées du fait des données incomplètes ou inexactes.

Un des défis majeurs lié à la transparence de la dette réside dans le fait que le traitement des données – particulièrement dans les PFR – reste une opération encore largement manuelle, associé à une compréhension imparfaite des termes financiers et juridiques, ainsi qu'à des erreurs humaines ou informatiques, cela entraîne des risques opérationnels importants. L'utilisation des termes financiers hétérogènes, des erreurs dans les formules de calcul et les données saisies peuvent aboutir à des chiffres erronés. À titre d'exemple, plusieurs unités chargées du post-marché au sein d'organismes de gestion de la dette ont du mal à répercuter avec précision le remplacement du LIBOR par le SOFR dans leurs systèmes.

En raison de ces difficultés dans le traitement des données d'endettement, des réconciliation fréquentes sont nécessaires entre les données des créanciers et celles des pays emprunteurs. Les gestionnaires de la dette ont pour habitude d'envoyer des lettres ou des courriels aux diverses institutions, voire de se rendre *in situ*, pour déterminer le montant exact qui est dû. De toute évidence, ces méthodes « traditionnelles » de réconciliation des données sont coûteuses, et leur portée reste limitée. C'est pour cette raison que la Banque mondiale a lancé en 2023 une initiative visant à vérifier la couverture et l'exactitude des données d'endettement des PFR figurant dans le système de notification des pays débiteurs de la Banque mondiale (*Debt Reporting System* – DRS).

Le coup d'envoi de l'exercice a été donné par les autorités japonaises, qui ont partagé un grand nombre de données prêt par prêt pour l'ensemble de leurs créances bilatérales et entamé un dialogue avec la Banque mondiale pour remédier aux écarts et anomalies constatés entre leurs bases de données et les données comparables notifiées par les pays emprunteurs. D'autres créanciers leur ont emboîté le pas : à ce jour, dix-huit pays ont participé à l'exercice de partage d'informations (les pays du G7⁴ et onze des quinze autres pays membres du Club de Paris⁵). Jusqu'à présent, l'exercice a permis de rapprocher plus de 80 % des données relatives à la dette extérieure, améliorant ainsi la qualité du DRS, tout en mettant en lumière les incohérences méthodologiques et opérationnelles à corriger au niveau des pays.

La Banque mondiale entend poursuivre ces efforts avec le soutien d'un plus grand nombre de créanciers, notamment ceux du G20, de manière à faire du partage et de la réconciliation régulière des données une pratique établie. En outre, il pourrait être utile de rechercher des synergies avec le travail de recueil et de validation des données réalisé par le Club de Paris dans le cadre des restructurations de dette, dans le but d'accroître la rapidité et l'efficacité des procédures de traitement des données. •

(4) Allemagne, Canada, États-Unis d'Amérique, France, Italie, Japon et Royaume-Uni.

(5) Australie, Brésil, Corée, Danemark, Espagne, Finlande, Israël, Norvège, Pays-Bas, Suède et Suisse.









Appendix



Adobe Stock

Annexe

**AMOUNTS DUE TO PARIS CLUB
CREDITOR COUNTRIES
BY FOREIGN SOVEREIGN
AND OTHER PUBLIC BORROWERS
AS OF 31 DECEMBER 2023**

The table below aggregates the amounts due to the Paris Club by foreign sovereign and other public borrowers as at 31 December 2023. For the first time, the exposure of claims also includes amounts due to South Africa, which has been a prospective member of the Paris Club since 2022.

These claims are held by Paris Club creditors and South Africa directly, or through their appropriate institutions (including ECA and/or development agencies).

The data covers the full range of claims held by Paris Club creditors and South Africa on borrower countries and public entities. It therefore encompasses very different categories of countries, around half of which have always fully serviced their debt due to Paris Club members and South Africa. Only a hundred of the borrowing countries listed in the table have negotiated an agreement with the Paris Club since its creation in 1956. Most of the countries listed below are very unlikely to request debt relief in the future given their current macroeconomic prospects.

Outstanding amounts are aggregated at the borrower country level. Official Development Aid claims and non-ODA (NODA) claims are indicated separately.

The total amount of claims held by the Paris Club and South Africa, excluding late interest, amounts to \$334.2 billion of which \$195.3 billion are ODA claims and \$138.9 billion are NODA claims.

Some amounts on which Paris Club creditors and South Africa have decided to provide debt relief may still appear in this table for technical reasons, such as delays in the signing of bilateral agreements implementing Paris Club agreements, which can be of particularly relevance for Heavily Indebted Poor Countries (HIPC) eligible countries. •

**MONTANTS DUS AUX PAYS CRÉANCIERS
MEMBRES DU CLUB DE PARIS PAR LES
EMPRUNTEURS SOUVERAINS ET AUTRES
EMPRUNTEURS PUBLICS ÉTRANGERS
AU 31 DÉCEMBRE 2023**

Le tableau ci-après recense les montants dus au Club de Paris par les emprunteurs souverains et autres emprunteurs publics étrangers au 31 décembre 2023. Pour la première fois, l'exposition des créances comprend également les créances dues à l'Afrique du Sud, devenue membre prospectif du Club de Paris depuis 2022.

Ces créances sont détenues par les pays membres du Club de Paris et l'Afrique du Sud, soit directement, soit par le biais d'organismes officiels (notamment les agences de crédit-export et les agences de développement).

Les données figurant dans le tableau portent sur l'ensemble des créances dues aux créanciers du Club de Paris et à l'Afrique du Sud par les pays emprunteurs et autres emprunteurs publics étrangers. Il regroupe par conséquent des catégories de pays très différentes, dont environ la moitié n'a jamais rencontré de difficultés pour rembourser leur dette vis-à-vis des créanciers du Club de Paris et de l'Afrique du Sud. Sur l'ensemble des pays figurant dans le tableau, seulement cent ont négocié un accord avec le Club de Paris depuis sa création en 1956. La plupart des pays ont une très faible probabilité de solliciter un traitement de dette, sur la base de leurs perspectives macroéconomiques actuelles.

Les encours sont agrégés par pays emprunteur. Les créances qui relèvent de l'APD et celles qui ne relèvent pas (NAPD) sont indiquées séparément.

Le montant total des créances détenues par le Club de Paris et l'Afrique du Sud, hors intérêt de retard, s'élève à 334,2 milliards de dollars, dont 195,3 milliards de dollars de créances d'APD et 138,9 milliards de créances non APD.

Certains montants pour lesquels les créanciers du Club de Paris et de l'Afrique du Sud ont décidé d'accorder un allègement de dette de 100% peuvent encore apparaître dans ce tableau pour des raisons techniques, compte tenu notamment des délais de signature des accords bilatéraux visant à mettre en œuvre les accords conclus par le Club de Paris. Il s'agit en particulier des créances sur les pays éligibles à l'initiative Pays pauvres très endettés (PPTE). •

Paris Club's and South Africa's claims

AS OF 31 DECEMBER 2023, EXCLUDING
LATE INTEREST (IN \$ MILLION)

ODA: Official Development Assistance
NODA: Non-Official Development Assistance

DEBTOR COUNTRIES PAYS DÉBITEURS	ODA APD	NODA NAPD	TOTAL
Afghanistan / Afghanistan	23	1 529	1 552
Albania / Albanie	767	57	824
Algeria / Algérie	96	6	102
Angola / Angola	584	1 447	2 031
Antigua and Barbuda / Antigua-et-Barbuda	4	153	157
Argentina / Argentine	282	1 491	1 772
Armenia / Arménie	672	102	774
Azerbaijan / Azerbaïdjan	902	122	1 024
Bangladesh / Bangladesh	13 170	7 825	20 995
Barbados / Barbade	28	-	28
Bahrain / Bahreïn	-	25	25
Belarus / Biélorussie	7	8 739	8 746
Benin / Bénin	214	329	542
Bolivia / Bolivie	805	2	807
Bosnia and Herzegovina / Bosnie-Herzégovine	246	247	492
Botswana / Botswana	131	-	131
Bulgaria / Bulgarie	74	-	74
Burkina Faso / Burkina Faso	362	63	425
Cambodia / Cambodge	2 697	1 416	4 114
Cameroon / Cameroun	1 383	120	1 503
Cape Verde / Cap Vert	138	55	192
Central African Republic / République centrafricaine	-	1	1

Créances du Club de Paris et de l'Afrique du Sud

AU 31 DÉCEMBRE 2023, HORS INTÉRÊTS
DE RETARD (EN MILLIONS DE DOLLARS)

APD: Aide Publique au Développement
NAPD: non consenties aux conditions de l'APD

DEBTOR COUNTRIES PAYS DÉBITEURS	ODA APD	NODA NAPD	TOTAL
Chad / Tchad	108	14	122
Chile / Chili	54	13	67
China / Chine	8 911	589	9 499
Colombia / Colombie	4 266	116	4 382
Comoros / Comores	-	2	2
Congo, Democratic Republic of the / Congo, République démocratique du	64	-	64
Congo, Republic of the / Congo, République du	208	306	514
Costa Rica / Costa Rica	525	15	540
Côte d'Ivoire / Côte d'Ivoire	1 495	589	2 084
Croatia / Croatie	7	-	7
Cuba / Cuba	259	4 360	4 620
Czech Republic / République tchèque	-	18	18
Djibouti / Djibouti	72	122	194
Dominica / Dominique	12	4	16
Dominican Republic / République dominicaine	1 664	29	1 693
Ecuador / Equateur	1 276	238	1 514
Egypt / Egypte	7 217	3 663	10 880
El Salvador / Salvador	419	18	436
Equatorial Guinea / Guinée équatoriale	-	58	58
Eritrea / Erythrée	88	-	88

DEBTOR COUNTRIES PAYS DÉBITEURS	ODA APD	NODA NAPD	TOTAL
Eswatini / Eswatini	24	1	26
Ethiopia / Ethiopie	773	528	1 301
Fiji / Fidji	177	29	205
Gabon / Gabon	491	150	641
Gambia / Gambie	0	-	0
Georgia / Géorgie	1 471	93	1 564
Ghana / Ghana	1 068	1 941	3 009
Greece / Grèce	-	42 302	42 302
Grenada / Grenade	2	3	5
Guatemala / Guatemala	185	-	185
Guinea / Guinée	158	199	357
Guinea-Bissau / Guinée-Bissau	-	65	65
Guyana / Guyana	2	55	57
Honduras / Honduras	342	3	345
Hungary / Hongrie	-	270	270
India / Inde	28 247	5 169	33 415
Indonesia / Indonésie	14 896	1 301	16 197
Iran / Iran	6	26	31
Iraq / Irak	5 470	2 915	8 385
Jamaica / Jamaïque	12	3	14
Jordan / Jordanie	3 602	39	3 641
Kazakhstan / Kazakhstan	210	-	210
Kenya / Kenya	2 687	220	2 907
Korea, Democratic People's Republic of / Corée, République populaire démocratique de	59	1 917	1 976
Kosovo / Kosovo	15	-	15
Kyrgyzstan / Kirghizstan	245	22	267
Laos / Laos	471	269	741
Lebanon / Liban	176	-	176
Lesotho / Lesotho	3	4	7
Liberia / Libéria	-	2	2
Libya / Libye	-	4 519	4 519

DEBTOR COUNTRIES PAYS DÉBITEURS	ODA APD	NODA NAPD	TOTAL
Macedonia, the former Yugoslav Republic of / Macédoine, ex République yougoslave de	138	0	138
Madagascar / Madagascar	393	18	410
Malawi / Malawi	1	-	1
Malaysia / Malaisie	1 136	0	1 136
Maldives / Maldives	59	-	59
Mali / Mali	291	44	335
Malta / Malte	0	-	0
Mauritania / Mauritanie	93	49	142
Mauritius / Maurice	718	-	718
Mexico / Mexique	2 291	0	2 291
Moldova / Moldavie	285	15	300
Mongolia / Mongolie	1 373	4	1 376
Montenegro / Monténégro	58	39	97
Morocco / Maroc	6 249	275	6 524
Mozambique / Mozambique	871	291	1 162
Myanmar / Myanmar	4 232	746	4 978
Namibia / Namibie	159	-	159
Nepal / Népal	457	-	457
Nicaragua / Nicaragua	394	27	421
Niger / Niger	262	-	262
Nigeria / Nigeria	871	75	946
Oman / Oman	-	186	186
Pakistan / Pakistan	6 333	951	7 284
Palau / Palau	-	7	7
Panama / Panama	420	246	666
Papua New Guinea / Papouasie-Nouvelle-Guinée	498	1 699	2 197
Paraguay / Paraguay	238	27	266
Peru / Pérou	1 353	1	1 354
Philippines / Philippines	9 922	-	9 922
Poland / Pologne	-	4 097	4 097
Romania / Roumanie	261	-	261

DEBTOR COUNTRIES PAYS DÉBITEURS	ODA APD	NODA NAPD	TOTAL
Rwanda / Rwanda	371	18	389
Saint Kitts and Nevis / Saint-Christophe-et-Nièvens	2	-	2
Saint Lucia / Sainte-Lucie	1	-	1
Saint Vincent and the Grenadines / Saint-Vincent- et-les-Grenadines	1	3	4
Sao Tome and Principe / Sao Tomé-et-Principe	1	17	18
Saudi Arabia / Arabie Saoudite	-	645	645
Senegal / Sénégal	1 884	414	2 299
Serbia / Serbie	650	1 024	1 674
Seychelles / Seychelles	28	14	42
Sierra Leone / Sierra Leone	47	-	47
Slovakia / Slovaquie	3	-	3
Somalia / Somalie	540	641	1 181
South Africa / Afrique du Sud	1 438	24	1 462
Sri Lanka / Sri Lanka	3 568	1 198	4 766
Sudan / Soudan	970	3 267	4 237
Suriname / Suriname	31	54	85
Syria / Syrie	901	248	1 149
Tajikistan / Tadjikistan	38	292	331
Tanzania / Tanzanie	1 188	246	1 434

DEBTOR COUNTRIES PAYS DÉBITEURS	ODA APD	NODA NAPD	TOTAL
Thailand / Thaïlande	2 197	93	2 290
Timor Leste / Timor-Leste	27	-	27
Togo / Togo	49	44	94
Trinidad and Tobago / Trinité-et-Tobago	-	158	158
Tunisia / Tunisie	3 605	144	3 749
Turkey / Turquie	3 669	1 326	4 995
Turkmenistan / Turkménistan	6	1 311	1 317
Uganda / Ouganda	583	390	973
Ukraine / Ukraine	5 205	4 522	9 728
United Arab Emirates / Emirats arabes unis	-	1 944	1 944
Uruguay / Uruguay	30	0	30
Uzbekistan / Ouzbékistan	2 683	1 218	3 901
Vanuatu / Vanuatu	43	-	43
Venezuela / Venezuela	66	8 457	8 524
Vietnam / Vietnam	14 135	1 109	15 244
Yemen / Yémen	434	1 221	1 655
Zambia / Zambie	189	1 360	1 549
Zimbabwe / Zimbabwe	1 050	776	1 826
Other countries / Autres pays	329	2 004	2 332
TOTAL GENERAL	195 337	138 906	334 243

Secrétariat du Club de Paris
Direction générale du Trésor
139, rue de Bercy – Télédéc 551
75572 Paris CEDEX 12 France

Site Internet du Club de Paris
www.clubdeparis.org
More information is available on the Paris Club website
www.clubdeparis.org