

PREMIERE PARTIE – MISE EN APPLICATION DES DIRECTIVES

I. INTRODUCTION

13. Le portefeuille de la dette publique est souvent le portefeuille financier le plus important du pays. Il contient fréquemment des montages financiers complexes, et peut faire peser un risque substantiel sur le compte de patrimoine de la nation. En outre, s'il est gros et mal structuré, il rend le pays plus vulnérable aux chocs économiques et financiers et est souvent l'une des principales causes des crises économiques. Reconnaisant le rôle important que la gestion de la dette publique peut jouer en aidant les pays à affronter les chocs économiques et financiers, le Comité monétaire et financier international (CMFI)¹ a demandé aux services du FMI et de la Banque mondiale de mettre au point, en collaboration avec les experts nationaux, un ensemble de directives sur la gestion de la dette publique afin d'aider les pays à réduire leur vulnérabilité financière. La demande du CMFI, à laquelle s'est associé le Forum de stabilité financière, s'inscrivait dans le cadre de travaux visant à dégager des principes généraux pour aider les pays à mieux gérer l'instabilité du système monétaire et financier international.

14. En faisant participer à la préparation des directives les responsables nationaux de la gestion de la dette, on s'efforçait de mieux internaliser ces directives et de s'assurer qu'elles correspondent à de saines pratiques. Les gestionnaires de la dette publique d'environ 30 pays ont contribué à la rédaction d'un projet initial qu'ont examiné en juillet 2000 les conseils d'administration du FMI et de la Banque mondiale. Ensuite, plus de 300 représentants de 122 pays ont assisté à cinq réunions de sensibilisation qui se sont tenues à Abu Dhabi, Hong Kong, Johannesburg, Londres et Santiago². Leurs réactions ont été prises en compte dans la version définitive que les deux conseils d'administration ont approuvée en mars 2001 et à laquelle ont souscrit le CMFI et le Comité du développement³ à l'occasion des réunions de printemps d'avril 2001. Depuis lors, les directives ont été publiées sur le site du FMI et de la

¹ Le CMFI est un organe consultatif chargé de faire rapport au Conseil des gouverneurs du FMI sur des questions concernant la gestion du système monétaire et financier international.

² En outre, les services du FMI et de la Banque mondiale et des représentants de pays de l'Hémisphère occidental ont participé à Whistler, Canada, à un séminaire sur la gestion de la dette et des finances publiques au cours duquel a été examiné le projet de directives.

³ Le Comité du développement du Conseil des Gouverneurs du FMI et de la Banque mondiale donne au Conseil d'administration des deux institutions son point de vue sur des questions cruciales de développement et sur les ressources financières nécessaires pour stimuler l'économie des pays en développement.

Banque en cinq langues (anglais, français, espagnol, russe et arabe), ainsi que sur support papier en septembre 2001⁴. On trouvera à l'appendice I un résumé des directives.

15. Au cours des discussions en conseil, les administrateurs du FMI et de la Banque mondiale ont demandé aux services des deux institutions de publier dans un document d'accompagnement des études sur un échantillon de pays qui se dotent actuellement d'un puissant dispositif de gestion de la dette publique. Les deux conseils ont également demandé que ce rapport serve non pas à développer ou compléter les directives existantes, mais à exposer l'expérience de plusieurs pays sous la forme d'études de cas. Les services du FMI et de la Banque mondiale ont alors rédigé le présent document qui porte sur 18 pays afin de montrer comment des pays qui se trouvent à des stades différents de développement économique et financier renforcent conformément aux directives les moyens dont ils disposent pour gérer leur dette. La diversité des pays examinés est illustrée par les indicateurs économiques et financiers présentés au tableau 1. Ces études de cas devraient donner à d'autres pays qui s'emploient à améliorer la gestion de leur dette publique quelques informations pratiques sur les mesures qu'ils pourraient prendre.

16. Comme les directives, le présent document a été préparé dans une optique d'internalisation et l'on a veillé à ce que les pratiques et l'expérience des différents pays soient décrites avec toutes les justifications voulues. Les 18 études ont été préparées par les gestionnaires de la dette publique, les services du FMI et de la Banque mondiale jouant un rôle de coordination. Elles couvrent à la fois la gestion de la dette intérieure et le financement extérieur. Après avoir recueilli les informations nécessaires et rédigé un avant-projet, les hauts responsables qui ont participé à ces études ont été invités à une réunion de sensibilisation à Washington en septembre 2002 pour examiner les conclusions qu'en ont tirées les services du FMI et de la Banque mondiale, ainsi que le document dans son ensemble.

A. Qu'est-ce que la gestion de la dette publique? Pourquoi est-elle importante ?

17. La gestion de la dette publique consiste à établir la stratégie permettant de mobiliser les financements dont l'État a besoin et de poursuivre ses objectifs de coût et de risque, ainsi que tous les autres objectifs qu'il peut avoir assignés à la gestion de sa dette, comme le développement et le maintien d'un marché des titres publics performant et liquide.

⁴ Fonds monétaire international et Banque mondiale, 2001, *Directives pour la gestion de la dette publique* (Washington).

Tableau 1 — Pays de l'échantillon : indicateurs macroéconomiques et financiers (2001)

| | PIB nominal par habitant (dollars EU) | Dette nette des administrations publiques | Masse monétaire au sens large (M2) | Capitalisation des marchés boursiers (données de 1999) | Notation par Standard and Poor's de la dette à long terme | Notation par Moody's de la dette à long terme | |
|------------------|---|---|--|--|---|--|------|
| | | | (En % du PIB) | | En devises | En monnaie locale | |
| Brésil | 2,986 | 56 | 25 | 30 | BB- | BB+ | B1 |
| Colombie | 2,021 | 47 1/ | 31 | 13 | BB | BBB | Ba2 |
| Danemark | 30,160 | 39 | 39 | 60 | AAA | AAA | Aaa |
| Inde | 466 | 90 | 65 | 41 | BB | BBB- | Ba2 |
| Irlande | 26,596 | 25 | n.d. 2/ | 45 | AAA | AAA | Aaa |
| Italie | 18,904 | 104 | n.d. 2/ | 62 | AA | AA | Aaa |
| Jamaïque | 3,758 | 130 3/ | 44 | 38 | B+ | BB- | Ba3 |
| Japon | 32,637 | 66 | 131 | 105 | AA | AA | Aa1 |
| Mexique | 6,031 | 42 | 29 | 32 | BBB- | A- | Baa2 |
| Maroc | 1,147 | 76 | 75 | 39 | BB | BBB | Ba1 |
| Nouvelle Zélande | 12,687 | 18 | 89 | 52 | AA+ | AAA | Aa2 |
| Pologne | 4,562 | 36 | 46 | 19 | BBB+ | A+ | Baa1 |
| Portugal | 10,587 | 59 1/ | n.d. 2/ | 58 | AA | AA | Aa2 |
| Slovénie | 10,605 | 1 | 52 | 11 | A | AA | A2 |
| Afrique du Sud | 2,490 | 43 1/ | 60 | 200 | BBB- | A- | Baa2 |
| Suède | 23,547 | -3 | 46 | 156 | AA+ | AAA | Aa1 |
| Royaume-uni | 23,765 | 31 | 95 | 203 | AAA | AAA | Aaa |
| États-unis | 36,716 | 42 | 53 | 182 | AAA | AAA | Aaa |

Sources : FMI, Perspective de l'économie mondiale ; Bankscope ; estimations des services du FMI.

1/ Dette brute en % du PIB.

2/ Dans le cas des membres de l'UEM, on ne dispose pas de données nationales sur M2.

3/ Fin de l'exercice 2001/2002.

18. Dans le contexte macroéconomique plus large de la politique nationale, les États doivent veiller à ce que tant le niveau que le rythme de croissance de la dette publique soient fondamentalement tolérables, et que son service puisse être assuré dans des situations très variables tout en respectant les objectifs de coût et de risque. Les gestionnaires de la dette publique partagent le souci des experts budgétaires ou monétaires de maintenir l'endettement du secteur public sur une trajectoire viable et de mettre en place une stratégie crédible pour réduire le niveau de l'endettement s'il est excessif. Il importe que les gestionnaires de la dette fassent comprendre aux autorités budgétaires l'incidence que les besoins de financement et le

niveau de la dette de l'État ont sur le coût du crédit⁵. Les variables permettant de déterminer si le degré d'endettement est tolérable sont, par exemple, le ratio du service de la dette du secteur public et les ratios dette publique/PIB et dette publique/recettes fiscales⁶.

19. Tout gouvernement doit faire des choix, qu'il s'agisse des objectifs de la gestion de la dette, du niveau de risque tolérable, de la partie du compte de patrimoine dont les gestionnaires de la dette devraient être responsables, de la manière dont il convient de gérer les passifs conditionnels et des moyens d'assurer une gestion saine de la dette publique. Sur beaucoup de ces points, le consensus grandit sur ce que doivent être des pratiques prudentes de gestion de la dette souveraine, capables de réduire également la vulnérabilité à la contagion et aux chocs financiers. Celles-ci reposent sur la notion qu'il convient i) de fixer des objectifs clairs à la gestion de la dette, ii) de peser les risques en regard des considérations de coût, iii) de coordonner, mais de maintenir distincts, les objectifs et les responsabilités en matière de gestion de la dette et de gestion monétaire, iv) de limiter l'expansion de la dette, v) de gérer avec prudence les risques de refinancement et de marché et les charges d'intérêts de la dette, vi) de mettre en place une structure et des politiques institutionnelles saines, notamment en répartissant clairement les compétences, et les responsabilités y afférentes, entre les différents organismes publics impliqués dans la gestion de la dette et vii) d'identifier et de gérer soigneusement les risques que comportent les passifs conditionnels.

20. Les problèmes de gestion de la dette publique tiennent souvent à ce que les décideurs ne prêtent pas suffisamment attention au fait qu'il est rentable de gérer avec prudence la dette et coûteux de mal maîtriser la gestion macroéconomique et d'accumuler un endettement élevé. Dans le premier cas, il est souhaitable que les autorités se rendent mieux compte des avantages qu'offre une stratégie d'endettement prudente menée dans un cadre et au moyen de mesures coordonnées avec une saine politique macroéconomique. Dans le second cas, une politique monétaire, budgétaire ou de change inappropriée engendre l'incertitude des marchés quant au rendement futur des investissements libellés dans la monnaie du pays, ce qui incite les investisseurs à demander des primes de risque plus élevées. Dans les pays à marché émergent ou en développement en particulier, il se peut que les prêteurs et les emprunteurs ne s'engagent à long terme, ce qui est susceptible de freiner le développement du marché financier intérieur et de compromettre gravement les efforts que déploient les gestionnaires

⁵ S'il est excessif, l'endettement alourdit les charges d'intérêt et peut avoir un effet défavorable sur la production réelle. Voir par exemple : A. Alesina, M. de Broeck, A. Prati et G. Tabellini, 1992 : «Default Risk on Government Debt in OECD Countries», *Economic Policy : A European Forum* (Octobre 1992), p. 428–463.

⁶ Voir page 1 des *Directives pour la gestion de la dette publique*. Pour un examen des indicateurs de vulnérabilité externe d'un pays, voir : International Monetary Fund, 2000, *Debt- and Reserve-Related Indicators of External Vulnerability*, (SM/00/65).

de la dette pour protéger l'État contre un risque excessif de refinancement et de change. De bons antécédents en matière de gestion macroéconomique peuvent aider à dissiper cette incertitude. Pour faciliter le développement du marché financier intérieur, il faut aussi mettre en place l'infrastructure technique nécessaire — fichier central des titres et système de paiement et de règlement.

21. En outre, un endettement mal structuré, qu'il s'agisse des échéances, des taux d'intérêt ou des devises de libellé, et l'existence de montants élevés de passifs conditionnels non provisionnés ont fortement contribué, tout au long de l'histoire et dans de nombreux pays, au déclenchement ou à la propagation des crises économiques. Par exemple, indépendamment du régime de change du pays ou de la monnaie de libellé, des crises ont souvent été déclenchées par des stratégies privilégiant à l'excès les économies que peuvent permettre de forts volumes d'emprunts à court terme ou à taux variable, qui exposent le budget de l'État à un risque grave si, au moment du refinancement de cette dette, les conditions du marché, notamment la cote de crédit du pays, ont changé. Un recours excessif à l'emprunt en devises peut susciter des pressions sur le taux de change ou d'intérêt si les investisseurs étrangers deviennent réticents à refinancer la dette publique en devises. En réduisant le risque que la gestion du propre portefeuille de l'État ne devienne une source d'instabilité pour le secteur privé, une gestion prudente de la dette publique, parallèlement à une saine gestion des passifs conditionnels, peut permettre aux pays d'être moins exposés à la contagion et au risque financier.

22. L'ampleur et la complexité du portefeuille de la dette publique peuvent souvent faire peser un risque substantiel sur le compte de patrimoine de la nation et la stabilité financière du pays. Ainsi que l'a noté le Groupe de travail du Forum de stabilité financière sur les flux de capitaux, «les événements récents ont mis en lumière la nécessité pour les États de limiter leur exposition au risque de liquidité et à d'autres risques qui rendent leur économie particulièrement vulnérable aux chocs extérieurs⁷». Une gestion saine des risques dans le secteur public est donc aussi capitale pour celle des risques dans les autres secteurs de l'économie, «car les entités du secteur privé se trouvent en général confrontées à d'énormes problèmes lorsqu'une mauvaise gestion des risques souverain ouvre la possibilité d'une crise de liquidité». Un endettement bien structuré permet aux États de réduire leur exposition aux risques de taux d'intérêt, de change ou autres. Parfois, il est possible de s'attaquer facilement à ces risques par des mesures relativement simples, par exemple en allongeant les échéances et en acquittant le service de la dette plus élevé qui en résulte (en supposant une pente de la courbe des rendements orientée à la hausse), en ajustant le montant, l'échéance et la composition des réserves de change et en révisant les critères et les règles de gouvernance applicables aux passifs conditionnels.

⁷ Forum de stabilité financière, «Report of the Working Group on Capital Flows», 5 avril 2000, p. 2.

23. Cependant, une bonne politique de gestion de la dette ne peut pas tout résoudre à elle seule. Elle n'est ni une panacée ni un substitut à une gestion budgétaire et monétaire prudente. Une gestion appropriée de la dette souveraine ne peut en soi éviter une crise si les orientations macroéconomiques sont mauvaises. Toutefois, une bonne politique de gestion de la dette peut réduire la vulnérabilité à la contagion et au risque financier en favorisant, par catalyse, l'élargissement et le renforcement des marchés financiers.

B. Objet des directives

24. Les directives visent à aider les pays à concevoir des réformes pour améliorer la qualité de la gestion de leur dette publique et réduire leur vulnérabilité aux chocs financiers tant nationaux qu'internationaux. Les pays de petite taille ou à marché émergent sont souvent plus vulnérables, peut-être parce que leur économie est moins diversifiée, la base de leur épargne financière intérieure (par rapport aux PIB) réduite et leur système financier moins développé; il se peut aussi que, lorsque l'investissement étranger y est élevé, ils soient plus exposés à la contagion financière en raison de l'ampleur relative des flux financiers. Les directives doivent donc être abordées dans le contexte plus large des facteurs et des forces qui affectent plus généralement la liquidité de l'État, ainsi que la gestion du compte de patrimoine de la nation. L'État gère souvent un gros portefeuille de réserves en devises, sa situation budgétaire subit fréquemment l'effet de chocs réels ou monétaires et il est possible que les passifs conditionnels soient élevés et qu'il soit fortement exposé aux conséquences d'une mauvaise gestion bilancielle dans le secteur privé. Mais, que les chocs financiers trouvent leur origine dans le secteur financier intérieur ou proviennent d'une contagion financière mondiale, une politique prudente de gestion de la dette publique, associée à une politique macroéconomique et un cadre réglementaire sains, est indispensable pour contenir le coût qu'ils entraînent sur le plan humain et sur celui de la production.

25. Les directives couvrent la dette publique extérieure et intérieure et englobent une large gamme de créances financières sur l'État. Elles visent à identifier les domaines dans lesquels existe un large consensus sur ce qui constitue d'une manière générale de bonnes pratiques de gestion de la dette publique, et surtout à dégager des principes applicables à un large éventail de pays qui ne sont pas tous au même stade de développement et sont dotés d'une variété de structures institutionnelles de gestion de la dette nationale. Il ne faudrait pas y voir un ensemble de pratiques contraignantes ou de normes et codes à respecter obligatoirement, ni en déduire qu'il existe un ensemble unique de pratiques ou de solutions valables qui peuvent être appliquées dans tous les cas à tous les pays. Les directives sont principalement destinées à aider les dirigeants en diffusant les bonnes pratiques adoptées par les pays membres dans leur stratégie et la conduite de leurs opérations de gestion de la dette. Elles trouveront des applications différentes d'un pays à l'autre, en fonction de la situation propre à chacun, en particulier de son stade de développement financier. Les pays pauvres

très endettés (PPTE)⁸ ont à cet égard des défis particuliers à relever. L'amélioration, conformément aux directives, de leurs pratiques en matière de gestion de la dette figure en général parmi les conditions dont s'accompagne l'allègement de leur dette (voir encadré 1).

Encadré 1. Application des directives aux PPTE

Le FMI et la Banque mondiale ont lancé l'initiative en faveur des PPTE en 1996, et l'ont renforcée en 1999, dans le cadre d'une offensive généralisée en vue d'éliminer la dette insoutenable des pays les plus pauvres très lourdement endettés. En allégeant la dette des PPTE qui affichent d'excellents résultats en matière d'ajustement et de réformes économiques, l'initiative les aide à parvenir à un endettement viable à moyen terme. On estime en général que le peu d'attention accordé à la gestion de la dette publique a été l'une des principales causes de l'endettement intolérable de ces pays. Afin de sortir durablement de cette situation, il est indispensable qu'ils appliquent une politique macroéconomique globalement saine et gèrent leur dette avec prudence.

Il ressort d'une récente étude menée par les services de la Banque mondiale du FMI que, dans les PPTE, la gestion de la dette continue de comporter de très graves déficiences, notamment en ce qui concerne son cadre légal et institutionnel et sa coordination avec la politique macroéconomique, ainsi que la politique en matière de nouveaux emprunts et les conditions à remplir sur le double plan humain et technique pour exécuter les fonctions essentielles de gestion de la dette^{1/}. Le cadre légal n'est pas toujours clairement défini, ni adéquatement appliqué, même si, dans la plupart des PPTE, un texte juridique régit explicitement le service responsable de la dette et ses fonctions. En outre, il convient de renforcer la transparence et la responsabilisation dans le domaine de la gestion de la dette, et notamment l'accès du public aux informations sur la dette. Dans nombre de PPTE, les responsabilités institutionnelles en matière de gestion de la dette ne sont pas non plus clairement définies ni coordonnées ; par ailleurs, un certain nombre de carences institutionnelles et la faiblesse des capacités de mise en œuvre, qui résultent de ressources humaines, techniques et financières insuffisantes, compromettent la gestion de la dette. Pour surmonter ces difficultés, les PPTE pourraient tout d'abord mettre en place un cadre légal et institutionnel explicite et transparent. Les directives, ainsi que les leçons en matière de gouvernance tirées des études de cas, peuvent les aider à renforcer ce cadre. Par exemple, elles montrent comment le parlement ou le conseil des ministres peut déléguer, avec la responsabilisation voulue, les compétences en matière d'emprunt aux gestionnaires de la dette et comment des moyens appropriés de contrôle peuvent être mis en place pour gérer les risques opérationnels accompagnant la gestion de la dette ; elles font en outre ressortir les avantages d'une centralisation des opérations de gestion de la dette dans un seul service. Elles montrent aussi comment plusieurs pays ont pris des mesures afin de mieux maîtriser les passifs conditionnels émis au nom de l'État.

En ce qui concerne la coordination entre la gestion de la dette et la politique macroéconomique, l'étude montre que plus de la moitié des PPTE appliquent une stratégie globale clairvoyante axée sur la viabilité à moyen terme de la dette. Nombre de ces pays n'analysent pas régulièrement cette viabilité et il n'y a guère de coordination des informations entre les services responsables de la dette et les autres organismes participant à la gestion macroéconomique. À l'évidence, il est crucial de coordonner la gestion de la dette avec la politique macroéconomique et d'analyser régulièrement la viabilité de la dette, non seulement pour répondre aux

⁸ Quarante et un pays sont classés PPTE. On trouvera une liste des PPTE et un résumé de l'initiative en faveur des PPTE dans le document du FMI et de la Banque mondiale intitulé *Debt Relief for Poverty Reduction: The Role of the Enhanced HIPC Initiative* (Washington, 2001).

exigences du processus PPTE, mais aussi pour éviter que ces pays ne retombent dans un endettement insoutenable. En particulier, une coordination étroite entre les services budgétaires, de gestion des mouvements de trésorerie et de planification, d'une part, et les gestionnaires de la dette, d'autre part, est essentielle. Là encore, les directives et les leçons tirées des études de cas donnent des informations sur la façon dont les pays peuvent mettre au point des stratégies de gestion de la dette qui tiennent compte des conséquences à moyen et à long terme des politiques économiques, ainsi que de l'impact qui peut en résulter sur la viabilité de la dette. Par exemple, elles montrent comment, dans divers pays, des relations ont été établies entre les gestionnaires de la dette, ceux des mouvements de trésorerie et les autorités monétaires et budgétaires pour qu'ils échangent sur une base régulière des informations pertinentes et coordonnent adéquatement leurs politiques et opérations.

L'endettement insoutenable des PPTE a aussi, par le passé, résulté de l'application d'une mauvaise politique en matière de nouveaux emprunts, même après que des conditions concessionnelles (y compris des rééchelonnements) leur eurent été accordées. À l'heure actuelle, les deux tiers de ces pays n'ont toujours pas assaini cette politique — l'une des causes directes de cette situation est qu'ils n'ont pas encore mis au point une stratégie globale de la dette — et beaucoup d'entre eux ne disposent pas d'informations complètes sur le total de la dette qu'ils ont souscrite ou garantie. En outre, même si la dette intérieure joue un rôle de plus en plus important dans la viabilité budgétaire de certains pays à faible revenu, y compris des PPTE, le sous-développement des marchés financiers intérieurs limite gravement la place de la dette intérieure dans la plupart des PPTE. Cependant, pour que leur dette devienne viable à long terme après le point d'achèvement, ils doivent mettre au point une stratégie d'emprunt explicite, transparente et réaliste et instaurer un marché obligataire de façon à élargir l'éventail des emprunts auxquels ils peuvent recourir. Les directives et les études de cas montrent comment les autorités pourraient concevoir une stratégie globale de gestion de la dette, y compris une saine politique en matière de nouveaux emprunts, et mettre en place un marché obligataire intérieur, et les gestionnaires de la dette identifier et gérer les arbitrages à faire entre les coûts et les risques escomptés dans le portefeuille d'emprunts de l'État. Par exemple, elles font ressortir les avantages que comporte l'approche bilancielle pour évaluer le coût du service de la dette dans différentes stratégies d'emprunt en même temps que les caractéristiques financières des recettes, des dépenses et des actifs de l'État. Elles encouragent les gestionnaires de la dette à soumettre les résultats obtenus à des tests de résistance de façon à ce que ceux qui arrêteront la stratégie de la dette voient comment elle se comportera dans un certain nombre de contextes économiques et financiers. Enfin, elles montrent comment une meilleure transparence dans la gestion de la dette et le choix des instruments d'emprunt pourrait faciliter le développement d'un marché liquide des titres publics intérieurs.

Afin de pouvoir mettre au point un puissant dispositif pour gérer leur dette conformément aux directives, les PPTE continueront d'avoir besoin d'une assistance technique pour renforcer les capacités dont ils disposent déjà à cet égard. Il conviendrait d'analyser la viabilité à long terme de la dette non seulement par rapport à la charge qu'elle représente, mais aussi en fonction des structures, règles et services informatiques nécessaires pour la gérer efficacement. À ce sujet, le processus PPTE lui-même met l'accent, entre autres, sur les besoins d'assistance technique des pays atteignant le point de décision. En même temps, les pays doivent compléter cette assistance en veillant à ce que les effectifs des services responsables de la dette susceptibles d'en bénéficier soient suffisamment motivés. En outre, un soutien intégral sur le plan politique est indispensable pour le succès des efforts déployés afin de renforcer les capacités de gestion de la dette.

Si les directives et les leçons tirées des études de cas sont utiles pour tous les pays qui cherchent à renforcer leur politique et leurs capacités de gestion de la dette, elles sont, d'une façon générale, particulièrement pertinentes pour les PPTE. Elles peuvent non seulement aider ces pays à franchir les points de décision et d'achèvement, mais aussi, ce qui est plus important, à assurer la viabilité de leur dette pendant de nombreuses années à venir.

^{1/} Voir *External Debt Management in Heavily Indebted Poor Countries*, Board Discussion Paper, IDA/SecM2002-0148, Washington, 2002.

26. Plusieurs années sont peut-être nécessaires pour renforcer les capacités en matière de gestion de la dette souveraine, et les situations et les besoins varient considérablement d'un pays à l'autre. Ces besoins dépendent de plusieurs facteurs : les contraintes auxquelles le pays se heurte sur le marché des capitaux, son régime de change, la qualité de ses politiques macroéconomique et budgétaire et de sa réglementation, l'efficacité de sa gestion budgétaire, ses capacités institutionnelles à concevoir et mettre en oeuvre des réformes et sa solvabilité. L'assistance technique doit donc être soigneusement modulée en fonction des objectifs poursuivis, tout en tenant compte des orientations de la politique économique du pays, ainsi que de son cadre institutionnel et de ses ressources technologiques, humaines et financières. Les directives devraient aider les décideurs et leurs conseillers à élaborer des réformes de la gestion de la dette, car elles soulèvent des questions d'intérêt public qui concernent tous les pays. Cela vaut tout autant que la dette consiste en instruments négociables ou soit officielle bilatérale ou multilatérale, encore que les mesures spécifiques qui seront prises différeront selon la situation propre à chaque pays.

II. LEÇONS TIRÉES DES ÉTUDES PAR PAYS

27. On trouvera dans le présent chapitre une synthèse des principales leçons tirées des 18 études par pays que contient la deuxième partie du document, ainsi que les résultats, résumés au tableau 2, d'une enquête sur les pratiques en matière de gestion de la dette, afin de montrer comment plusieurs pays qui se trouvent à des stades différents de développement économique et financier conçoivent actuellement, pour gérer leur dette publique, des pratiques conformes aux directives. L'objectif est d'exposer les différentes solutions que les pays peuvent utiliser pour améliorer cette gestion en indiquant comment les grands principes exposés dans les directives sont appliqués en pratique. Des renvois à des pratiques spécifiques mentionnées dans les études montrent comment les directives sont mises en oeuvre (il est possible de trouver des précisions supplémentaires sur les pratiques des différents pays dans la deuxième partie). Les conséquences de ces pratiques pour les pays qui s'emploient à renforcer leurs capacités de gestion de la dette sont également examinées. Les conclusions sont présentées en suivant l'ordre des six sections des directives : objectifs de la gestion de la dette et coordination avec les politiques monétaire et budgétaire ; transparence des opérations de gestion de la dette et responsabilisation ; cadre institutionnel des opérations de gestion de la dette ; stratégie de gestion de la dette, structure de gestion des risques ; développement et bon fonctionnement d'un marché de titres public performant.

Tableau 2. Enquête sur les pratiques en matière de gestion de la dette

| | Oui | | Non | |
|---|-----|-----|-----|-----|
| <i>Cadre institutionnel</i> | | | | |
| Compétence annuelle en matière d'emprunt | 14 | 78% | 4 | 22% |
| Plafond d'endettement | 10 | 56% | 8 | 44% |
| Gestion conjointe des programmes d'endettement en monnaie nationale et en devises | 13 | 76% | 4 | 24% |
| Service distinct de gestion de la dette | 4 | 22% | 14 | 78% |

| | | | | |
|--|----|------|----|------|
| Salle des marchés et service post-marché distincts | 15 | 83% | 3 | 17% |
| Service distinct de gestion des risques (service intermédiaire) | 12 | 67% | 6 | 33% |
| Directives officielles pour la gestion des risques de marché et de crédit | 10 | 56% | 8 | 44% |
| Rapport annuel sur la gestion de la dette | 15 | 83% | 3 | 17% |
| Examens réguliers de la gestion de la dette par des homologues externes | 10 | 63% | 6 | 38% |
| Audit annuel de la gestion de la dette | 16 | 89% | 2 | 11% |
| Code de conduite et directives visant à éviter les conflits d'intérêt | 12 | 67% | 6 | 33% |
| Procédures de reprise des opérations | 11 | 69% | 4 | 25% |
| <i>Gestion du portefeuille de la dette</i> | | | | |
| Test de résistance aux risques du marché | 10 | 59% | 7 | 41% |
| Transactions visant à tirer parti des variations des taux d'intérêt et de change | 5 | 29% | 12 | 71% |
| Gestion séparée de la trésorerie de l'État et de la dette | 11 | 65% | 6 | 35% |
| Gestion intégrée des emprunts en devises et des réserves de change | 5 | 31% | 11 | 69% |
| Gestion informatisée des risques | 9 | 56% | 7 | 44% |
| <i>Marché primaire de la dette publique</i> | | | | |
| Émission des emprunts intérieurs par voie d'adjudication | 18 | 100% | 0 | 0% |
| PU = prix uniforme | 10 | 56% | 8 | 44% |
| PM = prix multiple | 15 | 83% | 3 | 17% |
| Émissions de dette intérieure à prix fixe à des syndicats | 5 | 28% | 13 | 72% |
| Émissions de référence sur le marché intérieur | 16 | 89% | 2 | 11% |
| Publication à l'avance du calendrier des adjudications | 17 | 94% | 1 | 6% |
| Participation de la banque centrale au marché primaire | 6 | 33% | 12 | 67% |
| - sur une base non concurrentielle seulement | 6 | 43% | 8 | 57% |
| Réseau d'opérateurs primaires | 13 | 72% | 5 | 28% |
| Adjudications ouvertes à tous | 10 | 56% | 8 | 44% |
| Limitation de la participation étrangère | 1 | 6% | 17 | 94% |
| Clauses d'action collective, émissions intérieures | 0 | 0% | 18 | 100% |
| Clauses d'action collective, émissions extérieures | 6 | 33% | 12 | 67% |
| <i>Marché secondaire de la dette publique</i> | | | | |
| Marché hors cote | 15 | 88% | 2 | 12% |
| Marché boursier | 14 | 82% | 3 | 18% |
| Saines pratiques de compensation et de règlement | 17 | 94% | 1 | 6% |
| Limitation de la participation étrangère | 1 | 6% | 17 | 94% |
| <i>Statistiques sur la gestion du portefeuille de la dette : repères stratégiques</i> | | | | |
| Duration | 11 | 65% | 6 | 35% |
| Échéances restant à courir | 12 | 71% | 5 | 29% |
| Ratio taux fixe-taux variable | 12 | 71% | 5 | 29% |
| Composition en devises | 14 | 88% | 2 | 13% |
| Diffusion des repères ? | 8 | 50% | 8 | 50% |
| Utilisation de dérivés | 9 | 56% | 7 | 44% |

Note : les pourcentages ont été calculés à partir du nombre de réponses par question, certains pays n'ayant pas répondu à toutes les questions.

A. Objectifs et coordination de la gestion de la dette

28. Dans cette section, les directives sont axées sur les principaux objectifs de la gestion de la dette publique, le champ couvert par cette gestion et la nécessité de la coordonner avec les politiques monétaire et budgétaire. Elles encouragent les autorités à étudier les risques inhérents aux stratégies et structures d'endettement dangereuses lorsqu'elles assignent des objectifs aux gestionnaires de la dette et semblent indiquer que la gestion de la dette devrait englober les principales obligations financières relevant de l'administration centrale. Étant donné qu'il est important de bien coordonner la gestion de la dette et les politiques monétaire et budgétaire, elles recommandent aux autorités de s'entendre sur les objectifs d'intérêt public dans ces domaines. Elles encouragent en outre les échanges d'informations sur les besoins de liquidité actuels et futurs de l'État, tout en précisant que, si le niveau de développement financier le permet, les objectifs et les responsabilités en matière de gestion de la dette et de politique monétaire devraient être distincts.

Application

Objectifs

29. Dans les 18 pays, le principal objectif de la gestion de la dette est de satisfaire au moindre coût possible à moyen et à long terme les besoins de financement de l'État et ses obligations de paiement. Cependant, la plupart des pays, mais non la totalité, prévoient expressément de gérer les risques avec prudence. Par exemple, les États-Unis insistent sur la nécessité de répondre aux besoins financiers de l'État au moindre coût. De même, la Jamaïque s'emploie à mobiliser au moindre coût des concours financiers suffisants pour l'État, tout en appliquant une stratégie qui permet d'augmenter la dette publique en la maintenant à des niveaux soutenables à moyen terme. Même si la nécessité de gérer les risques avec prudence n'est pas mentionnée expressément, ces pays ne cherchent pas purement et simplement à réduire les coûts au minimum à court terme sans tenir compte des dangers que cela présente.

30. Dans de nombreux pays, l'un des objectifs complémentaires importants de la gestion de la dette est de faciliter le développement et le bon fonctionnement de marchés primaire et secondaire performants pour les titres publics intérieurs. À court terme, les pays doivent éventuellement accepter que le coût du crédit augmente à mesure qu'ils s'emploient à développer un marché national pour leurs titres. Cependant, la plupart d'entre eux sont prêts à supporter ce coût, car ils s'attendent à ce qu'à moyen terme, celui-ci diminue à mesure que le marché intérieur deviendra mature et plus liquide pour l'ensemble de la courbe des rendements. En outre, les risques associés au stock de leur dette devraient s'atténuer, car un marché intérieur très performant leur permettrait d'émettre une fraction plus importante de leur dette sous forme de titres à plus long terme assortis d'un taux fixe et libellés en monnaie

nationale et, ainsi, de réduire les risques de taux d'intérêt, de change et de refinancement du stock de la dette⁹. Par exemple, des pays comme l'Afrique du Sud, le Brésil, la Jamaïque et le Maroc se sont employés à promouvoir le marché obligataire intérieur afin de moins dépendre des sources extérieures de financement. Et même lorsque cet objectif n'est pas explicitement prévu, les gestionnaires de la dette jouent en fait un rôle actif dans le développement du marché intérieur des titres publics. À cet égard, on peut signaler que, dans de nombreux pays, ils ont collaboré activement avec les participants au marché à l'informatisation des opérations du marché obligataire public intérieur.

31. Développer le marché obligataire public peut aussi aider à stimuler le marché obligataire privé intérieur. Au Japon par exemple, on considère que le développement du marché secondaire des titres d'État est un objectif important de la gestion de la dette, car, les risques de crédits y étant faibles, ce marché sert de base aux marchés financiers intérieurs et est de loin le segment le plus actif du marché intérieur des obligations garanties ou non.

Champ couvert

32. Dans la plupart des 18 pays, la gestion de la dette englobe les principales obligations financières gérées par l'administration centrale. Les différences qui existent le cas échéant entre eux concernent en général la gestion des emprunts placés au détail directement auprès des ménages (par exemple, des instruments d'épargne non négociables), des passifs conditionnels et des emprunts des collectivités territoriales, et dépendent en outre du niveau d'intégration de la gestion de la dette en devises et de la dette intérieure. Par exemple, les programmes d'emprunts sont gérés par des organismes distincts au Royaume-Uni selon que les titres sont placés en gros ou au détail, mais par un seul service aux États-Unis. En Irlande, la gestion des passifs conditionnels explicites est assurée par le ministère des finances, tandis que le financement des emprunts placés en gros relève de l'organisme chargé de gérer la dette. En Colombie et en Suède en revanche, les responsables de la gestion de la dette jouent un rôle actif dans celle des passifs conditionnels explicites. En Colombie, cela tient en partie au fait que, par le passé, ces obligations s'étaient rapidement multipliées à cause de la faiblesse des contrôles et d'une stratégie de prix inadéquate. Dans ces deux pays, la participation des gestionnaires de la dette à la valorisation des passifs conditionnels explicites a permis aux autorités de trouver les compétences nécessaires pour que les prix soient fixés de façon plus rigoureuse.

33. La plupart des gestionnaires de la dette nationale ne s'occupent pas des emprunts des collectivités territoriales, car le gouvernement n'est pas en général responsable de ce type

⁹ L'existence d'un marché financier intérieur performant facilite aussi la conduite de la politique monétaire. Voir : A. Carare, A. Schaechter, M. Stone et M. Zelmer, *Establishing Initial Conditions in Support of Inflation Targeting*, 2002, document de travail du FMI WP/02/102.

d'emprunts. Les États-Unis sont un bon exemple de ce qui précède. En Colombie et en Inde toutefois, les responsables de la gestion de la dette jouent un rôle actif dans celle des dettes nationale et territoriale. Dans le cas de la Colombie, les difficultés qu'ont causées dans certains autres pays d'Amérique latine les emprunts excessifs de leurs collectivités territoriales ont amené les gestionnaires de la dette fédérale à plafonner les emprunts des collectivités territoriales pour que la situation financière de celles-ci ne fragilise pas les finances fédérales. En Inde, la participation de la banque centrale à la gestion de la dette des États résulte d'une convention qui permet à ceux-ci de bénéficier de l'expérience et des ressources de cet établissement.

34. Même si les responsables de la gestion de la dette nationale ne participent pas directement à celle des emprunts des collectivités territoriales, les récentes crises financières ont montré que ces emprunts peuvent aggraver l'instabilité financière. C'est pourquoi, dans certains pays comme l'Italie, le gouvernement demande aux collectivités territoriales de lui communiquer des informations sur leurs emprunts. Il peut aussi arriver que le gouvernement doive jouer un rôle dans la gestion de ces emprunts, même si les gestionnaires de la dette nationale n'ont pas à intervenir directement. Au Brésil par exemple, lorsque le gouvernement central a refinancé les emprunts des États en 1997 et des municipalités en 1999, le Trésor a conclu avec ces collectivités des conventions imposant des règles strictes en matière de dépenses et de nouveaux emprunts territoriaux. Le respect de ces règles et la situation budgétaire de ces collectivités font l'objet d'un suivi régulier par le Trésor.

Coordination avec les politiques monétaire et budgétaire

35. Ce sont dans les pays industrialisés que la séparation entre les objectifs et les responsabilités en matière de gestion de la dette et de politique monétaire est la plus poussée et où les gestionnaires de la dette et la banque centrale échangent le plus d'informations sur les mouvements de trésorerie de l'État. Il en est tout particulièrement ainsi dans les pays européens membres de l'Union économique et monétaire (UEM) qui ont été étudiés : la Banque centrale européenne (BCE) conduit leur politique monétaire alors qu'ils continuent de gérer leur dette, de sorte que les risques de conflit entre la gestion de la dette et la politique monétaire sont réduits au minimum. La séparation entre la gestion de la dette et la politique monétaire est renforcée par le Traité de Maastricht qui empêche les États d'emprunter à leur banque centrale et plafonne leur dette, la rendant ainsi plus viable. En outre, des mécanismes d'échanges d'informations sont en place de sorte que les banques centrales nationales disposent des informations dont elles ont besoin sur les flux de liquidités de leur pays et peuvent gérer, en collaboration avec la BCE, les liquidités circulant dans la zone euro. En Italie par exemple, les services du Trésor qui gèrent la dette suivent constamment les projections sur les mouvements de trésorerie de l'État, et formulent eux-mêmes de telles projections, en fonction des évolutions cycliques annuelles et exceptionnelles des recettes et des dépenses. En outre, les gestionnaires de la dette échangent régulièrement des informations avec la Banque d'Italie sur les mouvements du compte du Trésor ouvert dans ses livres, par lequel transitent la plupart des flux de trésorerie de l'État. Seul le Trésor est

autorisé à utiliser ce compte de façon à ce qu'un contrôle adéquat soit exercé sur les finances de l'État.

36. Les pays industrialisés passés en revue ont également pris des mesures pour s'assurer que les gestionnaires de la dette et les banques centrales coordonnent leurs opérations sur les marchés financiers. Au Royaume-Uni par exemple, le DMO (service de gestion de la dette) évite de tenir des adjudications lorsque la Banque d'Angleterre effectue des opérations d'open market et ne procède pas à des mises en pension à l'échéance de 14 jours. Il n'effectue pas non plus d'adjudications ponctuelles lorsque le Monetary Policy Committee (comité de la politique monétaire) de la banque annonce ses orientations en matière de taux d'intérêt. Toutefois, ces restrictions ne s'appliquent pas aux opérations bilatérales du DMO à cause du rôle faible qu'elles jouent par rapport aux adjudications. L'un des pays ayant participé à la réunion de sensibilisation a évoqué ce qui peut se passer lorsque que la coordination est insuffisante au niveau opérationnel. Il a admis qu'un défaut de coordination entre les opérations de la banque centrale et celles des gestionnaires de la dette sur les marchés financiers a abouti à la situation embarrassante suivante : le ministère des finances remboursait une dette en devises à un moment où la banque centrale avait besoin d'accroître réserves de change.

37. Les pays industrialisés ont également résolu les conflits qui peuvent survenir entre les gestionnaires de la dette et la banque centrale lorsque celle-ci souhaite utiliser des titres publics dans ses opérations d'open market. Ce problème est particulièrement aigu lorsque les besoins d'emprunt de l'État sont faibles, voire inexistants, mais que la banque centrale doit se procurer beaucoup d'actifs à faible risque pour mettre en oeuvre la politique monétaire. Dans l'UEM par exemple, la BCE a arrêté une longue liste de titres publics et privés qu'elle se propose d'utiliser pour ses opérations d'open market, de façon à ne pas compter uniquement sur les titres publics. Les banques centrales des autres pays industrialisés étudiés ont pris des mesures analogues¹⁰.

38. Les problèmes de coordination sont plus graves dans les pays à marché émergent ou en développement dont le marché financier n'est pas mature. La banque centrale n'étant pas par ailleurs indépendante, il est difficile pour le gouvernement de ne pas recourir au crédit de la banque centrale, ainsi que de séparer les objectifs de gestion de la dette de ceux de la politique monétaire, car ce sont les mêmes instruments du marché qui sont utilisés et l'on est obligé d'opérer à l'extrémité « courte » de la courbe des rendements.

¹⁰ M. Zelmer examine dans *Monetary Operations and Central Bank Balance Sheets in a World of Limited Government Securities*, 2001, Document de synthèse du FMI PDP/01/7, divers points concernant les titres que les banques centrales des pays industrialisés utilisent dans leurs opérations d'open market et qui figurent dans leur compte de patrimoine.

39. De nombreux pays, comme la Pologne, ont également éprouvé des difficultés à faire des projections sur les recettes et les dépenses publiques¹¹ et à mettre en place des dispositifs appropriés de coordination et d'échanges d'informations entre le ministère des finances et la banque centrale¹². Néanmoins, certains ont pris d'importantes mesures en vue de coordonner adéquatement la gestion de la dette et la politique monétaire. Au Brésil et en Colombie par exemple, les gestionnaires de la dette et des responsables de la banque centrale se réunissent régulièrement pour échanger des informations et établir des projections sur les besoins actuels et futurs de liquidité de l'État¹³. Au Mexique, la gestion de la dette et les politiques budgétaire et monétaire sont formulées à partir des mêmes hypothèses économiques et budgétaires ; en outre, la banque centrale agit en qualité d'agent financier de l'État dans de nombreuses transactions. Cela aide à cimenter des relations de travail durables entre les gestionnaires de la dette et les autorités budgétaires et monétaires et encourage les échanges d'informations. En Slovénie, la banque centrale a la possibilité de commenter à l'avance le programme annuel de financement exposé dans les documents budgétaires et la loi interdit à l'État d'emprunter directement à la banque centrale. Par ailleurs, le ministère des finances s'est formellement engagé à communiquer à la banque centrale des prévisions régulièrement mises à jour des flux de recettes et de dépenses de l'État à un horizon de un à trois mois. Des responsables des deux institutions se réunissent en outre régulièrement pour échanger des informations sur des points techniques concernant l'application de leurs politiques respectives.

40. Dans le cas des autres pays à marché émergent, la Jamaïque par exemple, le transfert de la gestion de la dette de la banque centrale au Ministry of Finance and Planning (ministère des finances et du plan) a permis de mieux la coordonner avec la politique budgétaire et, comme dans de nombreux pays, de mieux définir une série d'objectifs de gestion de la dette (en dehors de toute considération de politique monétaire). Au niveau de la prise de décision, de hauts fonctionnaires du ministère des finances et du plan, de la BOJ (banque centrale), du Planning Institute of Jamaica (institut de la planification) et du Statistical Institute of Jamaica (institut de la statistique) se réunissent régulièrement en vue d'assurer la cohérence du programme économique et financier de l'État. Au niveau technique, des réunions ont lieu toutes les semaines, au cours desquelles des informations sont échangées sur les besoins de

¹¹ L'un des pays ayant participé à la réunion de sensibilisation a indiqué que, faute de prendre en compte les incertitudes entourant les projections budgétaires, il avait émis trop d'emprunts à court terme. Ces emprunts ont été reconduits sous forme d'emprunts à plus long terme au milieu d'une crise financière alors que les taux d'intérêt étaient élevés.

¹² P. Ugolini donne dans *National Bank of Poland: The Road to Indirect Instruments*, 1996, Étude spéciale du FMI n° 144, des informations sur l'expérience de la Pologne.

¹³ Au Brésil, la banque centrale a la possibilité de commenter à l'avance le programme annuel de financement et la loi interdit à l'État d'emprunter directement à la banque centrale.

liquidité et les programmes d'emprunt de l'État, ainsi que sur la situation monétaire courante et l'évolution des marchés financiers. En Inde, la coordination nécessaire entre la gestion de la dette et les politiques budgétaire et monétaire est assurée dans le cadre de diverses réunions tenues à la banque centrale, ainsi que d'entretiens réguliers entre les services de la banque et ceux du ministère des finances sur la situation des finances publiques et les conséquences des besoins d'emprunt. En outre, les responsables de la gestion de la dette assistent tous les mois à la réunion de politique monétaire et il existe tous les ans une phase de travaux pré budgétaires pendant laquelle on s'emploie à assurer la cohérence entre les programmes monétaire et budgétaire (au niveau tant de l'administration centrale que des collectivités territoriales). Toutefois, les autorités indiennes estiment que, pour que la gestion de la dette et la politique monétaire soient formellement séparées, il faudrait : i) développer les marchés financiers intérieurs ; ii) limiter à un niveau raisonnable le déficit des finances publiques ; iii) procéder aux modifications législatives voulues. Au Maroc, la direction du Trésor et des finances extérieures, qui est responsable de la gestion de la dette, participe activement à l'élaboration des orientations de la loi de finances, notamment en ce qui concerne le niveau du déficit budgétaire et des ressources nécessaires pour le combler.

Aspects pratiques

41. Une mesure importante que tout pays peut prendre, indépendamment de son stade de développement économique et financier, est d'adopter pour la gestion de sa dette des objectifs appropriés et explicites. En fait, de nombreux pays se sont dotés ces dernières années d'objectifs qui mentionnent clairement la nécessité de gérer les risques, ainsi que de parvenir à des coûts de financement faibles pour l'État, ou, tout au moins, mettent à l'évidence l'accent sur les coûts à moyen ou à long terme, de façon que les gestionnaires de la dette ne soient pas incités à réaliser des économies sur le service de la dette en privilégiant l'emprunt à court terme, ce qui pourrait aboutir à une structure d'endettement dangereuse qui accroîtrait les risques de défaillance souveraine. Insister dans les objectifs sur l'arbitrage à effectuer entre les risques et les coûts pourrait être un thème de réflexion important pour les travaux ultérieurs sur la stratégie de gestion de la dette et l'exécution des décisions d'emprunt.

42. La situation des pays (état des marchés financiers intérieurs et degré d'indépendance de la banque centrale, par exemple) est importante lorsqu'il s'agit de déterminer les activités que doivent prendre en main les gestionnaires de la dette et de savoir dans quelle mesure les objectifs et les instruments relatifs à la gestion de la dette et à la politique monétaire peuvent être distincts. La coordination entre la gestion du budget et celle de la dette est cruciale, surtout dans les pays en transition ou en développement où, faute de moyens pour prévoir exactement les flux de recettes et de dépenses publiques, il est nécessaire de coordonner fréquemment et expressément les besoins de liquidité et les mouvements quotidiens de trésorerie de l'État. Néanmoins, il existe de nombreuses mesures que, indépendamment de leur stade de développement économique et financier, les pays peuvent prendre pour mettre en place des mécanismes de coordination appropriés (voir supra).

43. Il est important, notamment pour les pays en développement ou à marché émergent, de bien coordonner la politique budgétaire et la gestion de la dette. Le rôle des gestionnaires de la dette dans ces pays est de faire connaître non seulement leur point de vue sur les coûts et les risques des besoins de financement de l'État, mais aussi celui des marchés financiers sur la viabilité de la dette publique.

B. Transparence et responsabilité

44. Dans cette section, les directives préconisent de divulguer la répartition des compétences entre les responsables de l'application des différents volets de la gestion de la dette, ainsi que les objectifs de gestion de la dette et les indicateurs de coûts et de risques qui sont utilisés. Elles encouragent en outre les pays à divulguer les aspects très importants des opérations de gestion de la dette, ainsi que des informations sur la situation financière de l'État et ses avoirs et engagements financiers, et insistent sur la nécessité d'un audit de la gestion de la dette à des fins de responsabilisation.

Application

Clarté des rôles, responsabilités et objectifs des organismes financiers chargés de la gestion de la dette

45. Dans de nombreux pays industrialisés, les objectifs de gestion de la dette et les fonctions et attributions des institutions chargées de les réaliser sont clairement exposées dans les lois adoptées à cet effet. Souvent, ces informations figurent aussi dans les rapports annuels des organismes de gestion de la dette et sur des sites officiels. En fait, 15 pays ont indiqué qu'ils publient un rapport annuel sur la gestion de la dette (voir tableau 2). On constate que, dans les pays à marché émergent ou en développement, des moyens moins formels sont utilisés pour diffuser ces informations. Au Maroc par exemple, le ministère de l'économie et des finances annonce chaque année les objectifs de gestion de la dette lors d'une conférence de presse, tandis que la Slovaquie les mentionnent, ainsi que les instruments de gestion de la dette, dans son programme annuel de financement et d'autres documents de politique économique qui peuvent être consultés sur le site de l'État.

46. D'après le tableau 2, un tiers environ des pays étudiés, dont le Japon et les États-Unis, ne se dotent pas d'objectifs spécifiques de risques (dans les domaines par exemple de la durée et de la composition en devises), mais la plupart de ceux qui fixent de tels objectifs les divulguent. Le Brésil, par exemple, publie des objectifs de référence dans le programme annuel d'emprunt de l'État, qui offre en outre un tour d'horizon complet de la gestion de la dette et de la situation financière de l'État. Le Danemark diffuse de tels objectifs dans un communiqué spécial à la bourse et dans son rapport annuel, tandis que les objectifs de la Suède sont indiqués dans les directives annuelles de gestion de la dette que le gouvernement (cabinet) donne au SNDO avant l'exercice. L'Italie diffuse dans le public une analyse coût/risques qui en est à ses premiers stades de développement ; cependant, les dernières versions de ces analyses sont disponibles sur le site du Trésor.

Accès du public à l'information sur les politiques de gestion de la dette

47. Tous les pays divulguent des aspects très importants de leurs opérations de gestion de la dette, ainsi que des informations sur la situation financière de l'État et ses avoirs et engagements financiers. Le Trésor italien, par exemple, tient à jour un vaste site qui contient des renseignements sur le calendrier annuel des adjudications de l'État, le programme trimestriel d'émissions, les soumissions et les résultats des adjudications, ainsi que sur les titres publics et les opérateurs primaires sur le marché des titres publics.

48. En ce qui concerne les pays à marché émergent, le gouvernement jamaïcain présente au Parlement sa stratégie d'endettement au début de l'exercice sous la forme d'un document du ministère des finances qui est largement diffusé dans le public et peut être consulté sur le site du ministère, sur lequel on trouve également des informations complètes sur la dette de la Jamaïque. En outre, les règles de participation aux adjudications sur le marché primaire sont elles aussi largement diffusées et les futures émissions intérieures et les résultats des adjudications sont communiqués dans la presse écrite et électronique, ainsi que sur le site du ministère. L'Inde a publié pour la première fois en avril 2002 un calendrier des adjudications, ce qui a amélioré la transparence du programme d'emprunt. En outre, la banque centrale diffuse régulièrement des statistiques sur les marchés primaire et secondaire des titres publics et a commencé, en octobre 2002, à communiquer sur son site des données sur les transactions en temps réel sur titres publics. Au Maroc, le ministère de l'économie et des finances présente dans sa conférence de presse annuelle (voir supra) les principaux résultats et statistiques sur la dette publique de l'exercice précédent, ainsi qu'un tour d'horizon des mesures à prendre au cours de l'exercice suivant. Par ailleurs, les autorités publient tous les mois les résultats des adjudications du mois précédent et des précisions sur les adjudications à venir, et rencontrent régulièrement les participants au marché pour qu'ils se familiarisent davantage avec la gestion de la dette.

Responsabilité et garanties d'intégrité des organismes chargés de la gestion de la dette

49. Dans la quasi-totalité des pays, les opérations de gestion de la dette sont vérifiées tous les ans par un organisme public indépendant qui fait part de ses constatations au Parlement. D'après le tableau 2, 16 pays soumettent la gestion de leur dette à un audit annuel et 10 la font examiner régulièrement par des services homologues externes. En Irlande par exemple, les comptes annuels sont vérifiés par les services du Comptroller and Auditor General (cour des comptes), encore que l'organisme de gestion de la dette engage un important cabinet international d'experts comptables pour effectuer un audit interne de toutes les données, systèmes et contrôles. Au Danemark, un service analogue vérifie la gestion de la dette publique avec le concours de la direction de l'audit interne de la banque centrale. En Inde par contre, les opérations de gestion de la dette effectuées à la banque centrale ne font pas l'objet de comptes financiers distincts, qui ne peuvent donc être soumis à un audit formel. La comptabilité de la dette publique est tenue par les services du Controller General of Accounts, mais vérifiée par ceux du Comptroller and Auditor General of Accounts, dont

l'existence est prévue dans la constitution. Les directions pertinentes de la banque centrale font également l'objet d'un audit opérationnel interne et d'un audit parallèle.

Aspects pratiques

50. Tous les pays étudiés diffusent à l'intention des participants au marché et du public en général des informations très diverses sur leurs objectifs de gestion de la dette, les procédures qu'ils suivent pour leurs émissions et leurs besoins financiers, le volume des informations ainsi diffusées ne dépendant pas trop, semble-t-il, du niveau de leur développement économique et financier. Ce processus est considérablement facilité par Internet qui permet de divulguer avec efficacité ces renseignements à l'échelle mondiale. Cependant, dans de nombreux pays en développement, la publication de données exhaustives et fiables sur les obligations découlant de leur dette permettrait d'améliorer sensiblement la transparence de la gestion de cette dette (voir encadré 1). Cette mesure est indispensable pour respecter les conditions que prévoient les directives en matière de divulgation d'informations.

C. Cadre institutionnel

51. Dans cette section, les directives soulignent l'importance d'une saine gouvernance et d'une bonne gestion des risques opérationnel. Elle recommande que les compétences en matière de gestion de la dette, et notamment d'emprunt, ainsi que le cadre organisationnel de cette gestion, soient claires et bien précises. Afin de réduire le risque opérationnel, elles insistent sur la nécessité d'exposer explicitement les responsabilités des personnels et de prévoir des procédures claires de suivi, de contrôle et d'information. Elles soulignent en outre l'importance de séparer les opérations sur le marché (salle des marchés) de la comptabilité (service post-marché). Elles encouragent enfin l'adoption d'un système informatique de gestion précis et complet, d'un code de conduite, de directives visant à éviter les conflits d'intérêts et de saines procédures de reprise des opérations.

Application

Gouvernance

52. Dans presque tous les pays étudiés, la loi confère au parlement ou à l'organe législatif le pouvoir d'emprunter au nom de l'administration centrale. Cependant, les pratiques suivies pour déléguer ce pouvoir aux gestionnaires de la dette varient. Dans la plupart des pays, la loi autorise le ministère (ou le ministre) des finances (ou un organe équivalent) à emprunter pour le compte de l'État. Dans d'autres, ce pouvoir est délégué au conseil des ministres (cabinet) et, dans un pays, l'Inde, directement à la banque centrale. Cette délégation semble être davantage une formalité qui reflète les conventions appliquées dans le pays en matière de prise de décision au niveau de l'État qu'une question pratique.

53. Le pouvoir d'emprunt est en général limité, soit par un plafond net ou brut, soit par une clause précisant l'objet de l'emprunt. La plupart des pays étudiés plafonnent leur dette ou

leurs emprunts annuels (tableau 2) ; en général, le parlement fixe un plafond annuel lorsqu'il approuve la loi de finances, et utilise ce plafond pour contrôler l'exécution du budget. Lorsque le pouvoir d'emprunt est limité par une clause, le plus souvent celle-ci précise que l'emprunt doit servir à financer le déficit budgétaire ou à refinancer des obligations. En pratique, le parlement conserve la haute main sur la dette même lorsque l'emprunt est limité à certaines fins. La principale de ces fins est toujours de couvrir le déficit budgétaire, sur lequel il peut agir lorsqu'il approuve les recettes et les dépenses contenues dans la loi de finances. Si le déficit s'écarte sensiblement des projections budgétaires, il peut intervenir durant l'exercice, ou encore modifier la loi de finances des exercices ultérieurs.

54. La Pologne (qui doit adhérer à UEM) est un autre pays dont le parlement plafonne la dette. Selon la constitution, la dette publique et les décaissements anticipés au titre de garanties ne doivent pas dépasser 60 % du PIB, plafond prévu dans le traité de Maastricht. Au Danemark et aux États-Unis également, le parlement plafonne l'encours de la dette.

55. Le pays où le pouvoir d'emprunt est le plus large est le Royaume-Uni, le National Loans Act de 1968 autorisant le Trésor à mobiliser, selon les modalités qu'il estime adéquates, les fonds qu'il juge nécessaires pour assurer de bonnes conditions monétaires. Cependant, le parlement exerce une influence indirecte sur le montant du déficit et, en conséquence, celui de la dette, en ce sens qu'il approuve les taux d'imposition et les programmes de dépenses de l'État. En outre, la politique budgétaire actuellement en vigueur plafonne la dette publique nette à 40 % du PIB.

56. Le conseil des ministres ou le ministère des finances délègue en général ses compétences en matière de gestion de la dette par décret ou par procuration. Cependant, la plupart des pays étudiés veillent à ce que le gouvernement ou le ministère conserve le pouvoir de définir la stratégie de gestion de la dette, normalement après avoir examiné les propositions des gestionnaires. La majorité des pays, surtout ceux qui disposent d'un organisme distinct de gestion de la dette, ont adopté des directives officielles à cet effet. Lors de la réunion de sensibilisation, on a noté l'importance pour les autorités d'arrêter cette stratégie en en connaissant parfaitement toutes les conséquences. Dans un pays, la méconnaissance de ces conséquences a exposé les gestionnaires de la dette à des critiques lorsque la stratégie choisie n'a pas donné les résultats escomptés. En outre, d'autres pays ont admis que, par le passé, faute d'objectifs clairs et d'une bonne gouvernance, des pressions politiques ont été exercées sur les gestionnaires de la dette pour qu'ils réalisent des économies sur le service de la dette en privilégiant l'emprunt à court terme, malgré le risque d'un alourdissement ultérieur de ce service. Dans un pays enfin, on a abouti à une situation embarrassante : les interventions politiques dans le calendrier des émissions ont obligé les gestionnaires de la dette à mobiliser une fraction importante des emprunts annuels requis à la fin de l'exercice alors qu'il était devenu manifeste que les taux d'intérêt n'avaient pas évolué comme prévu.

57. Le contenu de ces directives varie d'un pays à l'autre. En Suède par exemple, elles sont établies tous les ans par le conseil des ministres et fixent des objectifs pour la dette en

devises, la dette indexée sur l'inflation et la dette en monnaie nationale. Elles indiquent également la durée moyenne qui a la préférence du gouvernement pour la dette nominale, la structure des échéances et les règles d'évaluation de la gestion de la dette. Au Portugal en revanche, pays qui dispose également d'un organisme distinct de gestion de la dette, les directives font intervenir trois niveaux de décision. Premièrement, le ministre des finances fixe des repères à long terme pour la composition du portefeuille de la dette ; ces repères correspondent aux objectifs prévus pour la durée, le risque de change et le risque de refinancement et sont utilisés pour évaluer le coût et les résultats du portefeuille de la dette. Deuxièmement, le gouvernement (conseil des ministres) précise tous les ans les instruments de la dette à utiliser et les limites brutes à ne pas dépasser pour chacun d'eux. Enfin, le ministre des finances approuve tous les ans des directives pour des opérations spécifiques comme les rachats ou les mises en pension, la stratégie d'émission (instruments, échéances, calendrier et procédures de placement), le placement des emprunts et les relations avec les opérateurs primaires et les autres intermédiaires financiers.

58. Les études de cas font ressortir une tendance manifeste à la centralisation de la gestion de la dette publique. Cette centralisation se fait dans la plupart des cas au ministère des finances. La Jamaïque par exemple (voir supra) a centralisé en 1998 les fonctions essentielles de gestion de la dette au DMU (service de gestion de la dette) du ministère des finances et du plan ; auparavant, ces fonctions étaient réparties entre le ministère et la banque centrale. La même année, la Pologne a également centralisé la gestion de sa dette intérieure et extérieure à la direction de la dette publique du ministère des finances. Le Brésil prévoit de centraliser totalement la gestion de sa dette au sein du Trésor en septembre 2003 ; à l'heure actuelle, la banque centrale assure les opérations de salle des marchés pour les emprunts sur les marchés internationaux de capitaux et le Trésor gère la dette intérieure. Quatre pays (Irlande, Portugal, Royaume-Uni et Suède) se sont dotés d'un organisme distinct qu'ils ont situé en dehors du cadre du ministère des finances, de sorte que, sur le plan organisationnel, il ne fait pas partie directement du ministère (tableau 2) ; il jouit en outre d'une certaine indépendance en ce qui concerne la politique du personnel et ses bureaux ne sont pas dans le ministère. Cependant, il est responsable devant le conseil des ministres ou le ministère des finances qui en évalue les activités. Le Portugal a consolidé la gestion de sa dette dans un organisme distinct en 1997 ; auparavant, celle-ci était partagée entre la direction du Trésor (dette extérieure et bons du Trésor) et celle du crédit public (dette intérieure, hors bons du Trésor). Dans deux pays (Danemark et Inde), le service de gestion de la dette est situé à la banque centrale. Dans le cas du Danemark, cela résulte de la consolidation d'activités qui étaient précédemment réparties entre le ministère des finances et la banque centrale. En Inde, la banque centrale gère la dette intérieure, tandis que le ministère des finances est responsable de la dette extérieure.

59. Exception faite de la Slovaquie, tous les pays dont le service de gestion de la dette dépend du ministère des finances demandent à la banque centrale de procéder aux adjudications sur le marché intérieur. Par contre, dans les pays où existe un organisme distinct, celui-ci gère toutes les opérations sur le marché, y compris les adjudications. En Suède, même l'acquisition sur le marché des devises nécessaires pour assurer le service de la

dette extérieure a été transférée en juillet 2002 de la banque centrale à l'organisme responsable de la dette.

60. Les raisons pour lesquelles les structures organisationnelles sont différentes varient selon les pays. Alors qu'ils délèguent à la banque centrale la gestion de la dette en devises et des réserves de change, le Royaume-Uni et le Danemark ne suivent pas la même approche pour la dette intérieure. Le Royaume-Uni, qui a transféré la gestion de celle-ci de la banque centrale à un organisme créé à cet effet en 1998, estime qu'il est important que ses objectifs soient distincts de ceux de la politique monétaire afin d'atténuer l'impression que cette dernière pourrait bénéficier d'informations privilégiées pour définir la future orientation des taux d'intérêt. Le Danemark, où la gestion de la dette est passée du ministère des finances à la banque centrale en 1991, applique des règles financières rigoureuses à la gestion de la dette et à la politique monétaire et estime que ce transfert a aidé à centraliser les connaissances sur de nombreux aspects des marchés financiers au sein d'une administration unique ; en outre, les taux d'intérêt étant essentiellement déterminés par ceux de la zone euro, la participation de la banque centrale à la gestion de la dette intérieure ne permet guère de penser que celle-ci bénéficie d'informations privilégiées sur la future orientation des taux d'intérêt.

61. L'Irlande et le Portugal, qui ont confié la gestion de leur dette à un organisme distinct (en 1990 et 1996, respectivement), ont souligné la nécessité d'attirer et de conserver un personnel doté des qualifications voulues et de centraliser toutes les fonctions de gestion de la dette dans un seul service. La Suède, dont l'organisme responsable de la dette a été créé en 1789, indique les raisons historiques de cette création et souligne que le système prévoit une répartition claire des responsabilités entre les parties prenantes. Cependant, il correspond aussi à une longue tradition de ce pays où de petits ministères restent responsables des décisions stratégiques, mais délèguent les fonctions opérationnelles à des organismes autonomes qui ont leur propre personnel de gestion.

62. La Pologne a donné la gestion de sa dette à la direction de la dette publique du ministère des finances, car, étant donné que son marché financier intérieur en était aux tous premiers stades de son développement lorsque s'est amorcé le passage à l'économie de marché, cette direction disposait d'un plus grand nombre d'outils pour soutenir le développement du marché, coopérer avec les autres institutions de tutelle et préparer une infrastructure et un cadre juridique efficaces. La Nouvelle-Zélande, qui a également choisi de créer un service de gestion de la dette, le NZDMO, au sein du ministère des finances et non un organisme indépendant, a laissé entendre qu'autrement, d'importants effets de synergie auraient été perdus. Outre des prévisions sur le service de la dette pour la loi de finances et d'autres publications budgétaires, le NZDMO donne de nombreux conseils sur les marchés des capitaux aux autres services du Trésor.

63. Le rôle du pouvoir législatif dans la gestion de la dette, outre la délégation de ses compétences en matière d'emprunt, varie selon les pays. En Suède par exemple, le parlement définit l'objectif de gestion de la dette de l'administration centrale dans une loi et le conseil des ministres est tenu de lui remettre un rapport annuel dans lequel est évaluée la gestion de

la dette. Au Mexique, le congrès approuve le plafond annuel des emprunts intérieurs et extérieurs, ainsi que la stratégie de la dette ; cette dernière fait l'objet d'un examen attentif, les problèmes de gestion de la dette ayant joué un rôle considérable dans les précédentes crises financières. À la fin de l'exercice, le congrès examine également (par l'intermédiaire de son organe d'audit) les comptes et d'autres sujets précis présentant un intérêt pour ses membres. En Irlande et au Royaume-Uni, le directeur de l'organisme de gestion de la dette est directement responsable devant le parlement de la présentation des comptes.

Gestion des opérations internes

64. Quinze pays prévoient pour la gestion de leur dette une salle des marchés et un service post-marché distincts (tableau 2). Douze pays, y compris ceux qui s'emploient activement à tirer parti des variations escomptées des taux d'intérêt ou de change, disposent en outre d'un service intermédiaire distinct (Table 2). Sur le plan des risques opérationnels, il est utile d'avoir un tel service intermédiaire dans un organe de gestion de la dette qui se livre, sur une base régulière, à de nombreuses transactions. Ses principales fonctions sont les suivantes : veiller à ce que toutes les transactions effectuées par la salle des marchés ne s'écartent pas des limites prévues en matière de risques, évaluer, s'il y a lieu, les résultats des opérations de la salle des marchés par rapport à un portefeuille repère stratégique, établir des procédures opérationnelles adéquates et s'assurer qu'elles sont suivies et, dans certains pays, jouer un rôle de premier plan dans l'élaboration de la stratégie de gestion de la dette.

65. La plupart des pays étudiés ont publié, à l'intention des gestionnaires de leur dette, un code de conduite et des directives visant à éviter les conflits d'intérêts et disposent de procédures de reprise des opérations (tableau 2). Le Brésil a en outre créé un comité d'éthique et de déontologie professionnelle.

66. Dans certains pays, comme l'Irlande, la Nouvelle-Zélande, le Portugal, le Royaume-Uni et la Suède, il existe un comité qui prêle son concours au service de gestion de la dette dans des domaines spécifiques. Dans le cas de l'Irlande, le comité conseille l'organisme responsable de la dette (NTMA) sur les questions que celui-ci lui soumet. En Nouvelle-Zélande, il assure le contrôle de la qualité. Il surveille les opérations du NZDMO, le cadre de gestion des risques et le programme d'activités de l'office et est directement responsable devant le secrétaire au trésor. Au Portugal, il joue un rôle de conseiller pour les questions stratégiques. En Suède, il existe un comité de prise de décision présidé par le directeur général du SNDO dont quatre des membres externes appartiennent au parlement et les trois autres bénéficient d'une expérience d'économiste. Au Royaume-Uni, le comité conseille les hauts responsables du DMO sur des questions stratégiques, opérationnelles et de gestion, sans jouer aucun rôle officiel dans la prise de décision.

67. De nombreux gestionnaires de la dette ont souligné qu'ils étaient confrontés à de graves problèmes de recrutement et de maintien des effectifs en raison de l'intense concurrence du secteur privé. Cela a parfois été (voir supra) l'une des principales causes du transfert de la gestion de la dette du ministère des finances à la banque centrale ou à un

organisme distinct. En vue d'atténuer ce problème, de nombreux pays s'efforcent de confier à leur personnel des tâches stimulantes et intéressantes et de leur assurer une bonne formation ou un complément d'études. Le Brésil, par exemple, offre un cours de gestion de la dette à l'université. La Slovénie et le Brésil permettent à leur personnel de suivre des études universitaires supérieures en leur allouant le temps nécessaire et en acquittant les frais d'inscription.

68. Tous les pays dont le système informatique de gestion a été examiné (Colombie, Danemark, Irlande, Maroc, Nouvelle-Zélande et Portugal) ont suivi des approches différentes pour mettre au point ce système. Certains ont conçu leur propre système, alors que d'autres ont acheté un système clés en main et l'ont adapté à leur situation particulière. La Nouvelle-Zélande, par exemple, s'est appuyée jusqu'au milieu des années 90 sur un système qu'elle avait elle-même mis en place, puis a acheté un système qu'elle a dû adapter sensiblement pendant plusieurs années de façon à répondre à l'évolution des besoins du NZDMO.

69. Un exemple de stratégie visant à réduire le risque opérationnel peut être trouvé au Portugal. Lorsque que l'agence responsable de la dette a été créée, les autorités ont, à la suite d'une analyse du risque opérationnel, adopté une structure organisationnelle calquée sur celle de l'industrie financière (salle des marchés, service intermédiaire et service post-marché dotés de fonctions et d'attributions nettement définies). Depuis lors, elles ont lancé trois grandes initiatives : elles ont massivement investi dans l'informatique (y compris en acquérant un système informatique de gestion), elles ont ensuite mis au point un manuel de procédures de fonctionnement interne et, enfin, elles ont recruté des experts. À l'avenir, la mise en place d'un audit interne complétera l'audit externe que réalise déjà la cour des comptes.

Considérations pratiques

70. Les études montrent que seulement quatre pays (Irlande, Portugal, Royaume-Uni et Suède), qui se trouvent tous à un stade de développement avancé et disposent d'un marché intérieur des capitaux performant, ont créé un organisme distinct pour gérer la dette de l'administration centrale. Cependant, d'autres pays examinent actuellement les avantages d'une telle solution. L'un des arguments souvent avancés à cet égard est qu'un tel organisme permet de donner plus d'importance à la politique de gestion de la dette, en partie parce qu'il comporte une haute direction dont la principale responsabilité est la gestion de la dette, et non la politique budgétaire ou monétaire, et qu'il peut donc y consacrer le temps voulu. (Lorsque la gestion de la dette est assurée au sein du ministère des finances ou de la banque centrale, il y a un risque qu'on lui confère moins d'importance.) Cette priorité accordée à la gestion de la dette favorise le professionnalisme et amène la direction de l'organisme à être à l'écoute de son personnel, ce qui, conjugué à des traitements compétitifs, rend plus facile le recrutement de spécialistes et permet de les garder. Cependant, comme certains pays l'ont souligné lors de la réunion de sensibilisation, la mise en place d'un organisme distinct doit s'accompagner de mécanismes internes puissants dans les domaines de la gouvernance, de la responsabilité et

de la transparence afin que les résultats correspondent aux attentes et que l'organisme rende compte des décisions prises dans son champ de compétences.

71. Cela ne veut pas dire que tous les pays doivent confier la gestion de leur dette à un organisme distinct. L'un des arguments souvent avancés pour donner la gestion de la dette au ministère des finances est l'importance d'entretenir des relations étroites avec les autres services de l'État, comme ceux qui sont responsables du budget et de la politique budgétaire. Dans le cas surtout des pays dont les marchés financiers sont peu développés, la coordination de la gestion de la dette avec les politiques budgétaire et monétaire présente un tel intérêt qu'il est souvent judicieux de centraliser les responsabilités au ministère des finances ou à la banque centrale. En outre, même lorsqu'il est distinct, l'organisme chargé de gérer la dette relève toujours du conseil des ministres (cabinet) ou du ministère des finances, qui arrête la stratégie de gestion de la dette et évalue ses travaux. Dans l'exécution de ces fonctions, le ministère des finances peut en outre juger utile de disposer de certains experts en gestion de la dette.

72. Le rôle du parlement varie d'un pays à l'autre, en partie pour des raisons historiques. Cependant, si le parlement est d'ordinaire l'organe politique qui approuve les recettes et les dépenses, on peut soutenir qu'il doit également approuver les emprunts de l'État, ainsi que certaines orientations générales de la gestion de la dette (comme ses objectifs et les plafonds d'endettement), étant donné qu'à terme, celle-ci a d'importantes répercussions sur les recettes et les dépenses. Dans le cadre de ces plafonds et objectifs, le conseil des ministres et les gestionnaires de la dette devraient avoir suffisamment de pouvoirs pour appliquer comme ils le jugent bon les politiques approuvées, sous réserve d'en être responsables devant le parlement.

D. Stratégie de gestion de la dette

73. Les directives énoncées dans cette section soulignent l'importance du suivi et de l'évaluation des risques afférents à la structure de la dette, et recommandent que les caractéristiques financières et les autres aspects du risque liés aux flux de trésorerie des administrations publiques soient pris en compte lorsque l'on détermine la structure souhaitable de la dette. Il importe en particulier que les gestionnaires évaluent et gèrent avec soin les risques liés à la dette en devises — à court terme ou à taux flottant — et s'assurent d'un accès aux liquidités suffisant pour éviter de se trouver dans l'impossibilité d'honorer leurs obligations financières lorsqu'elles viennent à échéance.

Application

74. Les gestionnaires de la dette sont tout à fait conscients des risques encourus, et la plupart d'entre eux peuvent s'appuyer sur des directives formelles pour gérer les risques de marché et de crédit (tableau 2). Cependant, les risques sur lesquels l'accent est mis varient selon la situation des pays concernés. La Colombie, par exemple, s'efforce de limiter les risques que les perturbations du marché et les crises internationales font peser sur son

portefeuille de dettes en devises. L'Italie, dont la dette publique a culminé à l'équivalent de 124 % du PIB en 1994, s'applique avant tout à abaisser les risques de taux d'intérêt et de refinancement. Les crises financières qui ont secoué récemment l'Amérique latine et la Russie ont montré que la gestion des risques de refinancement est une tâche primordiale pour beaucoup de pays en développement et d'économies de marché émergentes. L'incapacité de refinancer la dette en période de turbulence des marchés aggrave sensiblement, en effet, l'effet des chocs économiques et financiers.

75. Les études de cas font apparaître une tendance à utiliser la gestion bilancielle pour évaluer les risques et le coût du portefeuille de la dette en estimant dans quelle mesure le coût du service de la dette est corrélé aux recettes des administrations publiques et à leurs dépenses hors intérêts¹⁴. Cela conduit à s'interroger sur la façon de mesurer ce coût et ce risque. Au Portugal, par exemple, l'un des objectifs énoncés dans la loi sur la dette publique est d'étaler le coût de la dette, de manière équilibrée, sur plusieurs années. Dans ces conditions, l'agence chargée de gérer la dette portugaise, consciente de l'instabilité de la situation budgétaire, a jugé utile de mesurer le risque de marché sur la base des flux de trésorerie. Elle continue toutefois de travailler à la mise au point d'un indicateur intégré du budget exposé au risque pour le portefeuille de la dette. En Suède, le SNDO utilise un ratio coût/PIB dans son analyse des coûts pour différents portefeuilles de la dette. Il s'agit là d'une étape vers le passage à la gestion bilancielle, car les autorités font l'hypothèse d'une covariance de l'équilibre budgétaire et du PIB par le double canal des impôts et des dépenses. Un portefeuille de dettes associé à un ratio coût/PIB relativement stable aidera par conséquent à lisser le déficit (et donc la fiscalité).

76. Certains pays incorporent aussi, de façon explicite, des actifs et passifs spécifiques de l'État (tels que les réserves de change et les passifs conditionnels) dans le cadre d'une gestion globale du risque. Le Brésil, le Danemark, la Nouvelle-Zélande et le Royaume-Uni ont d'ores et déjà opté pour cette méthode ou commencent à s'y intéresser. Ils ont constaté, par exemple, que l'utilisation d'un tel cadre met en lumière les avantages qu'il y a à coordonner les échéances et la composition monétaire de la dette en devises émise par l'État avec celles des réserves de change détenues par celui-ci ou par la banque centrale, de façon à couvrir l'exposition de l'État aux risques de taux d'intérêt et de taux de change. De fait, la Banque d'Angleterre gère à la fois les réserves de change et les emprunts en devises sous un système de gestion bilancielle.

77. Au sein de la Banque centrale du Danemark, la Division de gestion de la dette gère aussi les actifs du Social Pension Fund (la caisse de retraite de la sécurité sociale). Dans la gestion des risques de taux d'intérêt, elle intègre actifs et passifs, et suit la durée de la dette

¹⁴ Pour de plus amples informations sur la gestion bilancielle appliquée à la dette publique, voir G. Wheeler et F. Jensen, à paraître, *Sound Practice in Sovereign Debt Management* (Banque mondiale : Washington, DC)

nette. Résultat, il est possible de réduire la durée de la dette nette en augmentant celle du portefeuille d'actifs. La Nouvelle-Zélande applique depuis plus de dix ans la gestion bilancielle, qu'elle a confiée à une division *ad hoc* créée au sein de l'administration du Trésor en 1997, dont le NZDMO est un élément. La gestion bilancielle est incorporée, implicitement, dans l'objectif du NZDMO consistant à maximiser le rendement économique à long terme des actifs financiers et de la dette de l'État dans le cadre de la stratégie budgétaire de ce dernier, et en particulier de son aversion au risque. L'objectif tient compte des conséquences de la stratégie de la dette sur le compte de patrimoine et l'équilibre budgétaire. À l'avenir, la stratégie de la dette de la Nouvelle-Zélande devrait être influencée par l'analyse confiée aux services du Trésor, qui doit aider à mieux comprendre les risques financiers liés aux opérations de l'État et prévoir comment le "compte de patrimoine" de ce dernier risque d'évoluer avec le temps.

78. Les stratégies de gestion de la dette, telles que la détermination des échéances et le choix entre la levée de fonds sur le marché des changes national ou sur les marchés étrangers, dépendent dans une large mesure de la situation de chaque pays, et notamment des caractéristiques du portefeuille de sa dette, de la vulnérabilité de son économie aux chocs économiques et financiers et du stade de développement de son marché obligataire. C'est ainsi que le Brésil, qui s'efforçait avant la crise financière asiatique d'allonger la durée moyenne des échéances restant à courir sur sa dette en émettant des titres à taux fixe d'échéance plus longue, est passé en octobre 1997 à des titres à taux flottant indexés sur l'inflation afin de réduire plus vite le risque de refinancement. À cette époque, les investisseurs étaient mieux disposés à investir à plus long terme si on leur proposait des titres à taux flottant ou indexés sur l'inflation plutôt que des conditions fixes sur la durée de la vie de l'instrument. Cependant, la réduction du risque de refinancement s'est faite aux dépens de la dynamique de la dette, qui est devenue plus sensible aux fluctuations des taux d'intérêt. Avant que ne se déclenchent les turbulences qui ont agité le marché financier en 2002, le Brésil cherchait aussi à rendre sa dette moins vulnérable aux fluctuations des taux d'intérêt en étendant la courbe des rendements sur le marché intérieur et en renforçant ses réserves liquides.

79. L'expérience mexicaine souligne la nécessité de conduire une politique macroéconomique saine, de maintenir la discipline budgétaire et de gérer la dette avec prudence et cohérence. Dans le sillage de la crise de 1994-95, durant laquelle les finances publiques avaient souffert de leur trop grande dépendance vis-à-vis de la dette extérieure à court terme liée à une devise étrangère, le gouvernement s'est appliqué activement à développer le marché obligataire intérieur en créant de nouveaux instruments et en procédant aux ajustements réglementaires requis pour être moins tributaire de la dette intérieure à court terme et de la dette libellée en devises (ou liée à une devise). Aujourd'hui, la stratégie de gestion de la dette du Mexique vise à réduire les risques de refinancement, de taux d'intérêt et de taux de change en émettant des effets à moyen terme et à taux flottant ainsi que des instruments à taux fixe assortis d'échéances à moyen et à long terme, le tout libellé en monnaie nationale. L'émission de la dette à taux flottant vise à réduire le risque de refinancement. Avec le temps, l'émission d'instruments à taux fixe libellés en monnaie

nationale et assortis d'échéances de plus en plus longues devrait diminuer encore le risque de refinancement, tout en abaissant les risques de taux d'intérêt et de taux de change.

80. Au Maroc, les gestionnaires de la dette ont cherché à abaisser le coût du service de la dette extérieure en exerçant leurs options d'échange de créances contre actifs, faisant jouer les clauses d'annulation et de paiement anticipé afin d'amortir la dette onéreuse, et en refinançant ou révisant les taux d'intérêt quand les clauses des accords de prêt le permettaient. Leur politique consiste aussi à favoriser le développement du marché obligataire intérieur de façon à ce qu'une plus grande part des besoins de financement puisse être couverts en monnaie nationale.

81. Quant aux pays les plus développés, les États-Unis ont entrepris de réduire au minimum le coût du service de leur dette en mettant en place un marché actif et liquide des bons du Trésor. Pour ce faire, les autorités se sont efforcées d'assurer la prévisibilité et la cohérence des émissions de titres du Trésor dans leur programme de financement, d'émettre ces effets sur l'ensemble de la courbe des rendements pour séduire l'éventail le plus large possible d'investisseurs, et de consolider tous les besoins de financement de l'État central en un seul programme d'émissions. Le Portugal, qui participe à la zone euro, a pour stratégie de bâtir une courbe des rendements d'obligations d'État liquides (au moins 5 milliards d'euros d'encours pour chaque série) aux différentes échéances. Depuis 1999, priorité est donnée chaque année au lancement d'une nouvelle émission à échéance de 10 ans, puis d'une nouvelle émission d'effets à 5 ans. Dans le cadre de cette stratégie, l'accent est mis sur le développement de marchés primaire et secondaire efficients des effets du Trésor. En Nouvelle-zélande, la stratégie de gestion de la dette intérieure consiste à être transparent et prévisible. Le NZDMO gère un ensemble de dettes à taux fixe et à taux variable d'échéances relativement comparables sur l'ensemble de la courbe des rendements. Il a pris des mesures pour développer un marché intérieur des effets publics (y compris les dérivés financiers) étayé par un triple engagement de transparence, de prévisibilité et d'équité.

82. La participation au MCE II (au Danemark) et la perspective d'adhésion à l'UEM (en Slovénie) jouent un rôle important dans la gestion des risques de change associé à la dette émise par ces deux pays. Depuis 2001, l'exposition du Danemark au risque de change concerne uniquement l'euro, qui représente aussi 90 % de l'exposition au risque de change pour la Slovénie. Cette dernière émet par ailleurs des effets libellés en euros sur son marché intérieur pour faciliter la fixation du taux des instruments à long terme émis par d'autres emprunteurs Slovènes.

83. Bien que tous ces pays accordent une grande attention à l'arbitrage entre coût et risque, ceux qui bénéficient de conditions macroéconomiques stables, d'une situation budgétaire solide et d'un marché obligataire intérieur bien développé sont mieux à même que les autres d'économiser sur les coûts moyennant une certaine augmentation du risque sur la dette. Ainsi, la Suède s'est donnée un objectif de durée de 2,7 ans pour la dette nominale, tandis que le Danemark a ramené la durée de sa propre dette de 4,4 ans fin 1998 à 3,4 ans fin 2001. Dans les deux cas, cette initiative reflète i) l'allègement très sensible de la dette de

ces pays ces dernières années, ii) leur conviction qu'il est possible d'économiser sur le service de la dette, avec le temps, dans le cadre d'une courbe des rendements croissante, iii) le fait qu'ils sont en général bien abrités des chocs économiques et financiers par l'assise macroéconomique solide qu'ils ont su se donner.

84. L'avantage d'un marché des changes intérieur efficace apparaît aussi dans la gestion de la trésorerie. La plupart des pays détiennent des encaisses liquides pour être sûrs de pouvoir honorer leurs obligations financières à l'échéance même si leur capacité à lever des fonds sur le marché est temporairement limitée ou n'est possible qu'à des conditions trop onéreuses. La Suède, en revanche, est suffisamment sûre de pouvoir accéder à tout moment au marché pour ne pas détenir de telles encaisses et s'en remettre totalement à son aptitude à mobiliser des fonds sur le marché. Cependant, pour pouvoir agir ainsi, il importe de maîtriser parfaitement les flux de trésorerie de l'État, afin de pouvoir moduler en conséquence le calendrier de ces entrées et sorties.

85. Comme nous verrons plus en détail par la suite, la quasi totalité des pays étudiés ont introduit — ou prévoient d'introduire — sur leur marché des changes des titres de référence liquides (tableau 2). Les méthodes les plus communément utilisées pour abaisser le risque de refinancement lié à l'existence de volumes importants de tels titres sont le rachat ou l'échange bilatéral d'obligations à proximité des dates d'échéance.

86. En général, les pays ajustent les caractéristiques financières du portefeuille de leur dette en modifiant le dosage des titres émis dans le cadre de leur programme d'emprunts ou en rachetant des titres avant leur échéance pour les remplacer par de nouveaux instruments reflétant mieux leurs préférences en matière de coût et de risque. En outre, comme le montre le tableau 2, la moitié des pays examinés utilisent les dérivés financiers, sous forme essentiellement d'échanges de taux d'intérêt ou de monnaies, pour séparer les décisions de financement des décisions de gestion de portefeuille et ajuster les caractéristiques de risque de leurs portefeuilles de dettes. Toutefois, tous les pays n'ont pas cette possibilité. Ceux dont le marché intérieur reste embryonnaire peuvent ne pas avoir accès aux dérivés financiers, et ceux dont la cote de crédit est médiocre risquent de ne pas pouvoir accéder aux marchés internationaux des dérivés financiers à un coût raisonnable. Qui plus est, le risque de contrepartie associé aux opérations sur dérivés doit être géré avec soin. Le Danemark, la Nouvelle-Zélande et la Suède, par exemple, ont indiqué qu'ils utilisent les plafonds d'exposition au risque et les accords de garantie pour réduire le risque de crédit (de contrepartie) inhérent à ses opérations.

Considérations pratiques

87. Les stratégies de gestion de la dette adoptées par les pays étudiés reflètent en général leur propre situation et l'analyse qu'ils font des risques associés à leur portefeuille de dettes. Il n'est donc pas surprenant que ces stratégies diffèrent grandement d'un pays à l'autre. Cependant, un élément semble commun à tous les pays, quel que soit leur stade de développement : l'importance accordée à la mise en place et au maintien d'un marché

obligataire intérieur efficient afin de réduire la dépendance excessive vis-à-vis de la dette à court terme ou liée à des devises. Il convient aussi de noter la tendance à utiliser de plus en plus la gestion bilancielle pour évaluer le risque et le coût de la dette afin de déterminer une structure d'endettement appropriée.

88. Dans les pays en développement et les économies de marché émergentes, en particulier, le niveau de la dette et la bonne orientation de la politique économique menée déterminent en grande partie la marge de manoeuvre des autorités dans la formulation et la conduite de leur stratégie de gestion de la dette. S'agissant du niveau d'endettement, la capacité de l'administration centrale à recouvrer des recettes fiscales et mobiliser l'épargne et sa sensibilité aux chocs extérieurs apparaissent comme des déterminants décisifs.

E. Cadre de la gestion des risques

89. Les directives énoncées dans cette section portent sur la mise en place d'un cadre permettant aux gestionnaires de la dette d'identifier et de gérer les arbitrages qui s'imposent entre les coûts et les risques attendus du portefeuille de la dette publique. Elles préconisent aussi de soumettre les portefeuilles de dettes à des tests de résistance s'inscrivant dans le processus d'évaluation des risques, et invitent ceux qui gèrent ces portefeuilles à prendre en compte l'impact des passifs conditionnels. L'importance de la gestion des risques liés aux positions prises sur le marché est aussi analysée.

Application

90. Le cadre utilisé pour arbitrer entre les coûts escomptés et les risques liés aux portefeuilles de dettes varie considérablement selon les pays étudiés. Une majorité d'entre eux semble recourir à des modèles plutôt simples fondés sur des scénarios déterministes et sur le jugement des analystes eux-mêmes. Cependant, bon nombre de pays ont entrepris de se doter de nouveaux modèles de risque. Seuls quelques-uns (le Brésil, le Danemark, la Colombie, la Nouvelle-Zélande et la Suède) utilisent des simulations stochastiques. La Nouvelle-Zélande, par exemple, a mis au point un modèle de ce type afin de mieux comprendre les arbitrages entre coût et risque associés à différentes structures possibles du portefeuille de la dette intérieure. La plupart des pays recourent aussi à des tests de résistance pour évaluer les risques de marché pesant sur le portefeuille de la dette et tester la robustesse de différentes stratégies d'émission. Les tests de résistance sont particulièrement utiles pour l'évaluation de la viabilité de la dette.

91. Conformément au cadre de gestion bilancielle évoqué plus haut, la plupart des pays mesurent les coûts sur la base des flux de trésorerie à moyen et à long terme, ce qui facilite une analyse de la dette axée sur son impact budgétaire. Le plus souvent, le risque est mesuré par rapport à l'augmentation potentielle des coûts résultant de chocs financiers ou autres. Certains pays (le Brésil, le Portugal et la Suède) ont mis à l'essai des mesures telles que le ratio coût/PIB ou le concept de "budget exposé au risque", qui reviennent à incorporer aux chocs, de façon explicite, une analyse conjuguée de la dette et du PIB ou des flux budgétaires.

92. Quatre pays (le Brésil, la Colombie, le Danemark et la Nouvelle-Zélande) utilisent des modèles “d’exposition au risque” pour quantifier le risque de marché. Ainsi, la Colombie a mis au point un modèle “d’exposition du service la dette au risque” pour chiffrer le coût maximal (à l’intervalle de confiance de 95 %) du service de sa dette. La méthodologie utilisée prend en compte l’exposition aux différentes variables de marché, telles que les taux d’intérêt et de change ou les prix des produits de base (24,5 % de la dette est indexée aux prix). Le service chargé de gérer les dimensions coût et risque du portefeuille de la dette présente, dans un rapport mensuel, diverses possibilités de financement fondées sur l’analyse de l’exposition du service la dette au risque. Ce rapport compare, pour chaque possibilité de financement, le coût du scénario escompté à celui du scénario de risque à l’intervalle de confiance de 95 %. Le Danemark utilise un modèle de coût exposé au risque pour chiffrer le risque de taux d’intérêt en simulant de multiples scénarios de taux d’intérêt. Dans ce modèle, différentes stratégies (émissions, rachats de titres, objectif de duration) sont analysées.

Limites de la gestion active

93. Parmi les pays examinés ici, seuls l’Irlande, la Nouvelle-Zélande, le Portugal et la Suède gèrent de façon active leur portefeuille afin de tirer parti des fluctuations attendues des taux d’intérêt et de change. La Nouvelle-Zélande et la Suède limitent les positions prises au seul portefeuille des dettes en devises, tandis que l’Irlande et le Portugal, qui sont des acteurs relativement modestes sur la zone euro, sont prêts à négocier le segment euro de leurs dettes. Les arguments avancés en faveur des prises de position sur le marché varient, et il est bon de noter que ces pays ont centralisé leurs activités liées à la gestion de la dette hors de la banque centrale. En effet, des gestionnaires opérant dans l’enceinte de l’institut d’émission pourraient hésiter à prendre des positions actives sur le marché par crainte que ces initiatives ne soient considérées comme des signaux donnés à d’autres politiques qui pèsent sur les marchés financiers. Les autorités néo-zélandaises font valoir qu’il arrive que la détermination des prix par le marché soit temporairement imparfaite, ce qui permet de dégager un bénéfice en effectuant des transactions tactiques sur le marché. Elles estiment en outre que de telles opérations peuvent aider les gestionnaires du portefeuille de la dette à mieux comprendre comment les marchés réagissent dans un large éventail de situations, ce qui ne peut qu’aider le NZDMO à mieux gérer le portefeuille de la dette. Elles avancent, à cet égard, que ces transactions tactiques leur permettent d’affiner et d’entretenir leurs capacités d’analyse, de décision en environnement incertain, et de négociation ou conclusion d’accords. L’avantage immédiat de ce type de transactions est de réduire le risque d’erreurs dans les opérations sur marché et de donner à leurs contreparties une image plus professionnelle que celle qui était la leur au début des années 90.

94. Pour atténuer le risque de marché associé à ces transactions tactiques, la Nouvelle-Zélande utilise les systèmes de la valeur exposée au risque et du plafonnement des pertes potentielles, les plafonds étant déterminés à l’aide des tests de résistance auxquels est soumis le portefeuille. La valeur exposée au risque est mesurée (à l’intervalle de confiance de 95 %) par rapport à des portefeuilles ou sous-portefeuilles notionnels de référence qui expriment la stratégie approuvée. Les bénéfices des transactions sur le marché sont mesurés en les ajustant

en fonction des risques et en utilisant un capital-risque notionnel pour traiter les risques de marché, de crédit et opérationnel. Le bénéfice ajusté en fonction des risques est défini comme la valeur ajoutée nette divisée par le capital-risque notionnel.

95. Même si quelques pays seulement prennent activement des positions sur le marché, la plupart d'entre eux s'efforcent de tirer profit des anomalies de prix qui peuvent s'y créer. La méthode la plus communément utilisée pour ce faire est le rachat d'émissions obligataires non liquides financé par de nouvelles émissions de titres de référence liquides. Le Maroc a évoqué une méthode similaire consistant à refinancer des prêts bancaires onéreux en faisant jouer l'option de remboursement anticipé qui peut être prévue dans l'accord de prêt et en finançant cet achat anticipé par de nouveaux prêts assortis de conditions plus favorables. Il est possible aussi de se porter sur le marché des swaps pour abaisser ses coûts d'emprunt : en émettant du papier commercial libellé en dollars et en échangeant le produit de cette émission contre des euros, par exemple, l'Irlande obtient des financements à court terme en monnaie nationale à des conditions plus favorables qu'en levant directement des fonds libellés en euros.

Passifs conditionnels

96. Dans la plupart des cas étudiés, la gestion des passifs conditionnels n'est pas abordée¹⁵. Parmi les pays qui ont soulevé cette question, seuls la Colombie, le Maroc, la Nouvelle-Zélande et la Suède semblent avoir mis en place une structure organique dans le cadre de l'unité de gestion de la dette/Ministère des finances pour coordonner plus facilement la gestion des garanties financières explicites et la gestion de la dette elle-même. Or, cette coordination est essentielle car, dans bon nombre d'économies en développement ou en transition, les passifs conditionnels (telles que les garanties données par l'État) constituent un volet non négligeable de la dette publique. Lors de la réunion de sensibilisation, certains pays ont observé que le niveau de ces garanties est déterminé le plus souvent à un autre échelon de l'État, et que leur nature conditionnelle rend très difficile leur chiffrage très complexe. Cependant, d'autres pays ont fait valoir que cette complexité ne doit pas servir d'alibi pour laisser de côté les passifs conditionnels. Par conséquent, ils ont recommandé de ne pas oublier ces garanties au moment d'arrêter la stratégie de la dette, et en particulier dans les tests de résistance auxquels sont soumises les stratégies prospectives.

97. Aucun des pays étudiés ne semble impliquer les gestionnaires de la dette dans la gestion des passifs conditionnels implicites. Cela n'est guère surprenant, car les créances y afférentes naissent souvent des lacunes du contrôle et de la réglementation prudentiels -- deux domaines qui ne relèvent pas d'ordinaire de la gestion de la dette. Quoiqu'il en soit, ces

¹⁵ Pour de plus amples informations sur la gestion des passifs conditionnels par les États souverains, voir Banque mondiale, 2002, *Government at Risk : Contingent Liabilities and Fiscal Risk*, sous la direction de H.P. Brixi et A. Schick (Washington).

créances peuvent constituer des risques majeurs pour les pouvoirs publics, comme le montrent les coûts imposés à plusieurs pays d'Asie et d'Amérique latine par la recapitalisation de systèmes bancaires en faillite dans les années 90. Ces passifs doivent donc être jugés en conjonction avec les autres facteurs de risque macroéconomique. De même, les autorités argentines et brésiliennes ont dû assumer subitement des passifs considérables au titre des emprunts excessifs contractés par leurs collectivités territoriales. Au Brésil, des dispositions ont été prises depuis pour contrôler les emprunts de ces collectivités, qui doivent rembourser les montants refinancés par l'État. Comme on l'a vu précédemment, cette question a conduit des pays tels que le Brésil ou la Colombie à plafonner ce type d'emprunt, tandis que d'autres pays préfèrent en assurer un suivi régulier et veiller à ce que les collectivités territoriales disposent de sources de recettes indépendantes pour honorer le service de leur dette.

Considérations pratiques

98. La plupart des pays étudiés ici utilisent des modèles relativement simples pour évaluer les arbitrages entre les coûts escomptés et les risques afférents au portefeuille de la dette. Certains d'entre eux ont adopté cette solution faute de disposer de données suffisantes pour utiliser des modèles plus complexes. Il importe aussi de garder à l'esprit que l'utilité d'un modèle dépend dans une large mesure de la qualité des données utilisées et des hypothèses retenues. Les modèles peuvent se comporter de façon différente dans les cas extrêmes, évoluer au cours du temps et être influencés par la réponse des politiques économiques. Les paramètres et hypothèses qui les sous-tendent doivent donc être soumis à des examens réguliers, et il faut être conscient des limites des modèles et des hypothèses sur lesquelles ils reposent. Ces limites doivent être décrites avec soin et bien comprises lorsque les résultats du modèle sont utilisés pour prendre des décisions.

F. Mise en place d'un marché des titres publics performant

99. La majorité des directives énoncées à cette section concernent les avantages que l'État peut avoir à lever des fonds en utilisant les mécanismes du marché, de façon transparente et prévisible, et l'intérêt qu'il y a à disposer d'une large base d'investisseurs susceptibles de souscrire aux émissions obligataires. Les autres directives examinent l'intérêt que l'État et la Banque centrale peuvent avoir à travailler avec les opérateurs pour favoriser le développement de marchés secondaires solides, et la nécessité de disposer de systèmes de compensation et de règlement capables de traiter les opérations sur titres publics. On trouvera de plus amples informations sur les mesures qui peuvent être prises pour mettre en place un marché intérieur des obligations publiques dans une brochure consacrée à cette question par la Banque mondiale et le FMI en 2001¹⁶.

¹⁶ Banque Mondiale et Fond monétaire international, 2001, *Developing Government Bond Markets: A Handbook* (Washington, DC).

Application

Marché primaire

100. La majorité des pays examinés ici utilisent des techniques similaires pour émettre des titres publics sur le marché intérieur : à l'exception du Danemark, en effet, tous organisent des adjudications annoncées à l'avance. La majorité aussi ont opté pour des adjudications à prix multiples pour les émissions de titres traditionnels, complétées parfois par des adjudications à prix uniforme pour les instruments indexés sur l'inflation. Aux États-Unis, cependant, le Trésor émet désormais l'ensemble de ces titres par voie d'adjudication à prix uniforme. Il a décidé de renoncer aux adjudications à prix multiples lorsqu'il est apparu que l'éventail des adjudicataires tendait à être plus large lors des adjudications à prix uniforme, et que les soumissionnaires se montraient plus combatifs compte tenu de la diminution de ce que l'on appelle la "malédiction du gagnant" (c'est-à-dire le risque que le soumissionnaire paye davantage que la valeur du titre sur le marché secondaire après l'adjudication).

101. Le passage à l'euro a profondément modifié les méthodes de gestion de la dette dans certains petits pays membres de l'UEM. Le Portugal, par exemple, a désormais recours aux prêts syndiqués pour lancer la première tranche de chaque nouvel emprunt obligataire, soit environ 40 % de l'objectif du volume d'émission final escompté. Les autorités portugaises estiment qu'un pays qui n'est pas un acteur majeur du marché des obligations publiques en euros a avantage à utiliser les prêts syndiqués, qui l'aident à mieux contrôler le prix d'émission et à diversifier sa base d'investisseurs. La procédure des adjudications est utilisée pour les émissions suivantes du même titre.

102. La plupart des pays qui empruntent sur les marchés étrangers font appel aux syndicats de placement pour les aider à déterminer le prix des titres émis et à les placer auprès d'investisseurs étrangers, car le volume et la périodicité de leurs emprunts ne sont pas suffisants, en général, pour justifier le recours aux adjudications. Cependant, certains pays comme la Suède et le Royaume-Uni ont jugé plus efficient de séparer les décisions de financement des décisions de portefeuille en utilisant les dérivés financiers, et lèvent des fonds en devises en émettant des obligations en monnaie nationale qu'ils échangent (via des opérations de swap) contre des obligations libellées en devises — technique qui présente l'avantage, en outre, de leur permettre de maintenir des volumes d'émission considérables sur le marché national lorsque les besoins de financements intérieurs sont modestes. Les deux principaux pays industriels — États-Unis et Japon — ont pour politique, depuis longtemps, de n'émettre que des titres libellés en monnaie nationale sur leur marché intérieur et d'éviter de lever des fonds à l'étranger. Des pays comme la Pologne et la Slovaquie, qui sont candidats à l'UEM, et un participant au MCE II, le Danemark, préfèrent émettre des titres libellés en euros lorsqu'ils souhaitent mobiliser des financements extérieurs, car ces financements deviendront à terme des instruments libellés en monnaie nationale s'ils s'adhèrent à l'UEM.

103. La plupart des pays étudiés ont pris des mesures pour accroître la transparence des adjudications effectuées sur le marché intérieur afin de réduire l'incertitude sur le marché

primaire et d'abaisser le coût de leurs emprunts. La quasi-totalité d'entre eux annoncent à l'avance leur programme d'émissions et le calendrier des adjudications (tableau 2) de façon à ce que les investisseurs potentiels puissent ajuster leurs portefeuilles en temps utile pour être en mesure de souscrire aux nouvelles émissions obligataires. Les règles gouvernant les adjudications, de même que le rôle et les responsabilités des chefs de file, sont également rendues publiques afin que les participants au marché comprennent bien les règles du jeu. Au Brésil et en Pologne, par exemple, les grandes lignes des émissions d'obligations et de bons du Trésor sont énoncées dans des ordonnances du Ministère des finances, et le détail de chaque émission est précisé dans une lettre d'émission affichée sur le site Web du ministère. Les dates des adjudications sont annoncées en début d'année en Pologne et tous les mois au Brésil, et le calendrier des émissions peut être consulté sur le site Web du ministère. En Pologne, deux jours avant l'adjudication elle-même, des informations détaillées sur celle-ci sont affichées sur le site Web et sur celui de l'agence Reuters.

104. Les adjudications gagnent aussi en efficacité à mesure que les pays en automatisent le processus et utilisent le potentiel de l'Internet pour faciliter ces émissions. Ainsi, l'Irlande et le Portugal procèdent à leurs adjudications par l'intermédiaire du système électronique mis en place par Bloomberg, ce qui réduit à moins de 15 minutes le décalage entre la clôture des soumissions et la publication des adjudicataires. Parmi les pays en développement et les économies de marché émergentes, l'Inde et la Jamaïque ont commencé à faire appel aux soumissions par voie électronique pour les adjudications de titres de la dette, tandis que le Brésil, qui les avait précédés dans cette voie dès septembre 1996, place des titres auprès de petits investisseurs par l'intermédiaire d'Internet depuis janvier 2002.

105. Les pays ont entrepris aussi de lever les réglementations qui créent des groupes d'investisseurs captifs et faussent les résultats des adjudications, et un seul des pays étudiés a indiqué qu'il limite la participation des investisseurs étrangers aux adjudications (tableau 2). Ce type de règlements a causé des problèmes dans bon nombre de pays en développement et d'économies de marché émergentes, en particulier lorsque les règles prudentielles obligeaient certaines institutions à détenir une fraction déterminée de leurs actifs sous forme de titres publics. Conséquence, des pays comme le Maroc ou l'Afrique du Sud ont pris des mesures pour abolir progressivement ces conditions et élargir la base des investisseurs détenant des titres publics. La levée de ces contraintes risque d'entraîner une hausse des taux d'intérêt à court terme pour équilibrer le marché, mais elle permet un élargissement de la base d'investisseurs propice au développement d'un marché des titres publics plus liquide et plus actif. Cela devrait abaisser à terme le coût du service de la dette car les autorités seront mieux à même de mettre en place la structure de la dette souhaitée.

106. Faut-il utiliser les opérateurs primaires pour appuyer les émissions de titres sur le marché intérieur? C'est une des questions débattues¹⁷. Le tableau 2 montre que treize des

¹⁷ Les opérateurs primaires sont un groupe de courtiers en titres désignés par les autorités pour jouer un rôle d'intermédiaire spécialisé entre ces dernières et les investisseurs. Ils

(à suivre...)

pays étudiés font appel à ce type d'opérateurs sur le marché primaire, car cela les aide à assurer la bonne fin des adjudications et à alimenter régulièrement le marché secondaire en liquidités. Ils estiment aussi que ces opérateurs peuvent donner des informations utiles aux gestionnaires de la dette sur l'évolution du marché et la gestion de ces portefeuilles. Lors de la réunion de sensibilisation, certains pays ont estimé en outre qu'un système offrant aux opérateurs primaires des privilèges spécifiques pouvait encourager ces derniers à jouer un rôle dans le développement du marché, en particulier quand celui-ci se trouve encore à un stade embryonnaire. Cela dit, plusieurs pays industriels — le Danemark, le Japon et la Nouvelle-Zélande — n'ont pas jugé nécessaire d'adopter ce système. De fait, un des pays présent à cette réunion a indiqué que ses coûts d'emprunts ont très sensiblement baissé après l'abolition du système des opérateurs primaires. De même, certaines économies de marché émergentes ont mis en doute les avantages liés à l'adoption d'un tel système, faisant valoir que leur marché intérieur est trop exigu, et le nombre d'opérateurs trop restreint, pour justifier l'existence d'opérateurs primaires. Elles préfèrent donc laisser le marché secondaire déterminer lui-même quels opérateurs joueront le rôle de teneur de marché. Enfin, certains pays des pays qui disposent d'opérateurs primaires, tels les États-Unis, ne limitent pas l'accès aux adjudications à ces derniers, mais autorisent les autres participants à soumissionner s'ils disposent d'un mécanisme de paiement de nature à faciliter les règlements afférents aux adjudications. Il revient donc à chaque pays d'évaluer, en fonction de sa situation propre, si les avantages potentiels du système d'opérateurs primaires l'emportent sur ses coûts. L'arbitrage se fera vraisemblablement en fonction du stade de développement du marché financier, et il se peut que certains pays n'aient pas besoin d'offrir des privilèges spécifiques pour encourager les opérateurs à prendre la tête des efforts déployés en vue de développer le marché.

107. Pour faciliter la mise en place de marché actif et liquide des titres publics, la plupart des pays étudiés ont pris des mesures visant à réduire au minimum le morcellement de leur dette. Seize d'entre eux ont indiqué qu'ils ont entrepris de mettre en place un nombre restreint de titres de référence à des points clés de la courbe des rendements (tableau 2). Pour ce faire, ils utilisent en général une gamme de bons du Trésor ordinaires et de bons à coupon sans options intégrées. Ils «construisent» le plus souvent ces titres de référence en procédant à une série d'adjudications du même titre (via l'émission de nouvelles tranches), et en rachetant parfois, avant qu'elles ne viennent à échéance, des émissions anciennes qui ne sont plus négociées activement sur le marché. Les pays handicapés par des antécédents de fragilité macroéconomique ont rencontré des problèmes majeurs lorsqu'ils ont essayé d'étendre la courbe des rendements des instruments à taux fixe au-delà d'un petit nombre d'échéances courtes. C'est la raison pour laquelle le Brésil, la Colombie, la Jamaïque ou le Mexique, par

bénéficient en général de privilèges spécifiques lors des soumissions aux adjudications de titres publics sur le marché primaire (et d'un certain accès au crédit de la banque centrale), en échange desquels ils s'engagent à souscrire en totalité à ces émissions et à jouer le rôle de teneur de marché sur le marché secondaire.

exemple, se sont efforcés d'allonger les échéances de leur dette en offrant initialement des titres indexés sur l'inflation ou sur un taux de change donné jusqu'à ce qu'ils puissent intéresser les investisseurs à des titres à taux fixe assortis d'échéances plus longues.

108. En dépit de leur volonté de réduire au minimum la fragmentation de leur dette, certains pays industriels, de même que l'Afrique du Sud, n'ont pas ménagé leurs efforts pour développer un marché des titres publics indexés sur l'inflation. Ces pays — contrairement aux autres pays développés et aux marchés émergents, où ce type d'instrument est jugé utile pour étendre la courbe des rendements — ont trouvé là un moyen d'abaisser le coût de leurs emprunts en évitant d'avoir à offrir aux investisseurs la prime qui couvre le risque d'inflation et qui est considérée comme incluse dans les rendements obligataires nominaux. C'était particulièrement vrai lors du lancement de ces programmes car, dans bien des cas, l'écart observé alors entre le rendement nominal et le rendement indexé sur l'inflation (indicateur des anticipations du marché quant à l'inflation future) tendait à être supérieur à l'objectif d'inflation affiché par la banque centrale, alors même que les titres indexés sur l'inflation étaient moins liquides que leurs contreparties nominales. Ces programmes ont permis aussi de réduire, globalement, le risque associé à la dette, car le coût du service de la dette afférente aux titres indexés sur l'inflation n'est pas fortement corrélé à celui des titres ordinaires¹⁸. Cela dit, la majorité des pays étudiés ont eu des difficultés à créer un marché secondaire liquide des titres indexés sur l'inflation, ce qui implique que les rendements payés par l'État pourraient inclure une prime visant à compenser les investisseurs de ce manque de liquidité.

109. Lorsque les besoins d'emprunts intérieurs étaient modestes ou diminuaient progressivement du fait des excédents budgétaires, les gestionnaires de certains pays (Afrique du Sud, Brésil, Danemark, Irlande, Nouvelle-Zélande, Royaume-Uni, Suède et, dans une moindre mesure, États-Unis) ont racheté les titres qui n'étaient plus activement négociés sur le marché afin de maximiser le volume des nouvelles émissions de titres de la dette, et ont proposé souvent d'échanger les anciens titres contre de nouvelles émissions de référence dont l'échéance restant à courir était comparable. Cela aide à réduire au minimum le morcellement de la dette et à concentrer la liquidité du marché sur un éventail restreint de titres, assurant ainsi que ces derniers continueront de faire l'objet d'un marché actif même si l'encours total

¹⁸ L'émission de titres indexés sur l'inflation a un effet secondaire bénéfique : les banques centrales des pays qui disposent de tels titres ont observé que l'écart de rendement entre la dette nominale et la dette indexée sur l'inflation peut être un indicateur des anticipations d'inflation utile pour conduire la politique monétaire. Si l'on veut que cet indicateur soit fiable, cependant, le marché des titres indexés sur l'inflation doit être assez liquide pour que les prix ne soient pas faussés par des facteurs techniques associés aux diverses transactions, ou, à tout le moins, que ces distorsions soient relativement stables dans le temps. Pour plus d'informations sur les titres indexés sur l'inflation et leurs avantages, voir R.T. Price, 1997, *The Rationale and Design of Inflation-Index Bonds*, Document de travail du FMI (WP/97/12).

de la dette diminue. Pour maintenir le volume des émissions obligataires nouvelles en période d'excédent budgétaire, le Royaume-Uni a laissé ses actifs financiers augmenter temporairement lorsque la vente de licence de téléphonie cellulaire s'est traduite par l'injection d'un volume inattendu de liquidités. D'autre part, le Danemark, le Royaume-Uni et la Suède offrent aux opérateurs du marché un mécanisme qui permet d'emprunter temporairement ou d'obtenir (via des opérations de pension assorties d'un taux d'intérêt dissuasif, toutefois) des titres spécifiques dont l'offre sur le marché est réduite, afin d'assurer que le marché des titres publics ne souffre pas outre mesure de distorsions des prix.

110. Les pays étudiés se sont appliqués aussi à entretenir des relations suivies avec les investisseurs, organisant à intervalle régulier des réunions avec les principaux participants au marché pour discuter des besoins de financement de l'État et de l'évolution du marché, ou pour examiner avec eux comment améliorer le fonctionnement du marché primaire. Lorsque des ressources humaines suffisantes y ont été affectées, ces efforts ont montré leur utilité, car ils ont aidé les pays à gérer leur dette lorsque la situation devenait difficile et ont permis aux créanciers intérieurs et extérieurs de mieux comprendre la politique économique et financière du gouvernement. Les autorités sud-africaines, par exemple, ont conduit ainsi un programme de relations avec les investisseurs dans le cadre duquel les gestionnaires de la dette sont allés à la rencontre des investisseurs, opérateurs primaires et autres institutions financières pour expliquer l'évolution des marchés et des finances publiques en Afrique du Sud. De même, les programmes mis en oeuvre dans ce domaine au Danemark et au Japon ont permis aux gestionnaires de la dette d'entretenir des relations étroites et suivies avec la communauté financière. Les deux pays considèrent qu'il s'agit là d'un canal important pour aider les investisseurs à comprendre la situation financière de l'État et la gestion de sa dette, et donnent donc à ces programmes une priorité élevée dans les activités de gestion de la dette. Les participants au marché des deux pays ont pu, lors de ces réunions régulières avec les gestionnaires de la dette, discuter de la gestion de la dette publique et notamment des instruments financiers à modifier ou à créer, le cas échéant.

111. Le défaut de paiement invoqué par l'Argentine en 2001 a conduit à se demander si les instruments de la dette devaient être assortis de clauses de renégociation ou d'action collective couvrant le coupon et les conditions de remboursement, telles que des règles de vote à la majorité. De fait, comme l'indique son communiqué du 28 septembre 2002, le CMFI encourage la communauté officielle, le secteur privé et les émetteurs de dette souveraine à continuer de travailler ensemble à la mise en place de clauses d'action collective et de promouvoir leur insertion dans les émissions internationales d'obligations souveraines. Selon les données du tableau 2, cinq pays (Brésil, Pologne, Royaume-Uni, Slovénie et Suède) ont prévu des dispositions de ce type dans leurs émissions sur les marchés étrangers, mais aucun ne l'a fait pour sa dette intérieure. La possibilité pour un pays d'insérer des clauses d'action collective dans ses émissions obligataires internationales dépend de la pratique et des lois en vigueur sur le marché où sont émis les titres. Ainsi, la Slovénie et la Suède ont inséré ce type de clauses dans des émissions sur le marché des euro-obligations, qui obéit à la législation britannique. En revanche, ces clauses ne figurent pas dans les émissions effectuées sur le marché allemand ou sur celui de l'État de New York.

Marché secondaire

112. Les gestionnaires de la dette de nombreux pays travaillent activement avec les participants au marché et les autres parties prenantes pour améliorer le fonctionnement du marché secondaire des titres publics. Les autorités italiennes, polonaises, portugaises, suédoises et britanniques, par exemple, ont adopté un système d'opérateurs primaires et, en étroite collaboration avec les participants au marché, s'appliquent à promouvoir les transactions sur titres par voie électronique. Par ailleurs, les gestionnaires de la dette en Inde et en Italie se sont efforcés, avec les autres parties prenantes, d'atténuer les distorsions causées par le traitement fiscal des rendements de ces titres. En Afrique du Sud, au Japon, en Nouvelle-Zélande et au Royaume-Uni, autorités et participants marchés ont travaillé de concert au développement de marchés annexes tels que les marchés des contrats à terme, des pensions ou des obligations coupon détaché, qui devraient permettre d'approfondir le marché des titres publics.

113. L'existence de systèmes de compensation et le règlement solides est essentielle au bon fonctionnement d'un marché des titres publics. Il n'est donc pas surprenant que de nombreux gestionnaires à la dette aient tâché, avec les parties prenantes, d'améliorer les dispositifs en place dans leur pays. Au Brésil, au Japon ou en Pologne, par exemple, les gestionnaires de la dette ont préconisé l'application d'un système de règlement brut en temps réel aux transactions sur titres publics. En Inde, la banque centrale a participé à la création d'une contrepartie centralisée pour le règlement des opérations sur titres publics (achat ou vente définitifs, prise ou mise en pension), qui devrait favoriser l'essor rapide de l'activité sur ces marchés. En Jamaïque, autorités et participants au marché travaillent ensemble à la dématérialisation des titres publics (dans le cadre du système de dépositaire central) pour améliorer le fonctionnement du marché secondaire.

Considérations pratiques

114. Bien qu'il ressorte de ce qui précède que les pays étudiés peuvent prendre diverses mesures pour développer leur marché primaire et secondaire des titres publics, l'échelonnement des réformes et le rythme de la déréglementation dépendront de la situation de chacun d'eux. Ceci étant, l'expérience accumulée par de nombreux pays dans la mise en place de ces marchés montre qu'il importe de s'appuyer sur un cadre macroéconomique et une politique budgétaire solides si l'on veut que les investisseurs soient disposés à détenir des titres publics sans craindre que le rendement de leurs investissements ne soit subitement érodé par l'inflation ou par des problèmes de viabilité de la dette.

115. Les pays qui s'efforcent de développer leur marché des titres publics doivent aussi être conscients que les tentatives faites pour développer un marché intérieur couvrant la totalité de la courbe des rendements peuvent entraîner certains coûts à court terme pour l'État lorsque les gestionnaires de la dette essaient d'élargir la base des investisseurs qui souscrivent à ses titres. Par exemple, la pente de la courbe des rendements risque d'être abrupte si le cadre macroéconomique est fragile et, dans certains cas, il est possible qu'un surcoût de

service de la dette ait un impact très sensible sur la viabilité de celle-ci ou que les investisseurs ne souhaitent tout simplement pas souscrire à ces titres. Les gestionnaires de la dette doivent donc décider, cas par cas, si les avantages d'une nouvelle émission l'emportent sur ses coûts. Pour que le marché fonctionne bien, enfin, la dette doit être émise de façon prévisible en s'appuyant sur des instruments et des pratiques normalisés, afin que le comportement de l'émetteur ne perturbe pas l'activité du marché et que les investisseurs puissent s'accoutumer aux instruments qui sont négociés. Il peut arriver, bien sûr, qu'il soit onéreux pour l'État d'honorer ses engagements ou tentant pour lui de chercher à dégager des économies à court terme en manipulant les résultats d'une adjudication. Sur la longue période, cependant, les autorités qui s'appliqueront résolument à développer le marché devraient contribuer à la liquidité de celui-ci et voir le coût de leurs emprunts diminuer.