

## DEUXIÈME PARTIE — ÉTUDES DE CAS

116. Cette deuxième partie du document contient des études de cas préparées par les gestionnaires de la dette de dix-huit pays différents. Chaque étude porte sur la démarche suivie par le pays pour améliorer la gestion de la dette publique ces dernières années, et replace cette démarche dans l'optique des *Directives pour la gestion de la dette publique*.

## I. BRÉSIL<sup>19</sup>

117. Les autorités brésiliennes ont adopté diverses mesures en vue d'améliorer la gestion de la dette publique. Cette note donne un aperçu des grands principes directeurs qui guident actuellement les agents responsables de la dette publique brésilienne et propose des éléments de comparaison entre ces principes et ceux proposés dans le rapport conjoint du FMI et de la Banque mondiale intitulé *Directives pour la gestion de la dette publique*.

118. La section A porte sur un éventail assez large de questions. On y trouvera tout d'abord une brève analyse des objectifs et de l'ampleur du cadre de gestion de la dette publique au Brésil, ainsi que de l'articulation de ce cadre avec les politiques monétaire et budgétaire. Vient ensuite une description des principales mesures destinées à renforcer la transparence et l'obligation de rendre des comptes, et notamment des attributions et des définitions de rôle concernant la gestion de la dette, la divulgation complète des informations pertinentes et l'examen fréquent par des auditeurs externes des opérations de gestion de la dette. La section se termine par un exposé des principales données sur la direction et la gestion des opérations internes, y compris de récentes réformes à caractère institutionnel.

119. La section B porte sur les principes directeurs qui ont servi à déterminer les stratégies optimales visant à limiter à des niveaux soutenables les coûts et les risques afférents à la dette publique. Cette section illustre l'évolution récente de plusieurs indicateurs de gestion de dette et décrit la mise en œuvre d'un cadre de Gestion de l'actif et du passif (GAP) et de stratégies de réduction des opérations de refinancement et des risques de marché. Les principaux paramètres des modèles de gestion des risques actuellement utilisés et en voie d'élaboration y sont également présentés.

120. La troisième et dernière section porte sur les mesures prises pour développer les marchés de titres publics. L'accent est mis sur la description de certaines mesures importantes annoncées par le Trésor brésilien et la Banque centrale en novembre 1999 et sur les efforts constants visant à accroître la demande d'obligations à long terme.

### A. Mise en place d'une structure de gestion et d'un cadre institutionnel adaptés

#### Objectifs de la gestion de la dette et coordination

##### *Objectifs*

121. Conformément aux principes directeurs proposés par le FMI et la Banque mondiale, l'objectif fondamental des autorités brésiliennes en matière de gestion de la dette publique

---

<sup>19</sup> L'étude de cas a été préparée par l'Unité de gestion de la dette/Secad III du Trésor national brésilien.

consiste à minimiser le coût de l'endettement à long terme tout en maintenant les risques à un niveau raisonnable. Le bureau brésilien de la dette publique s'est également fixé comme objectif complémentaire l'adoption de mesures susceptibles de donner un nouvel essor au marché intérieur des titres publics.

122. Bien que les agents responsables de la gestion de la dette s'attachent à mettre en œuvre des stratégies visant à limiter autant que faire se peut le coût de l'endettement public brésilien, une attention particulière est accordée aux risques inhérents à chaque stratégie. Il importe aussi de signaler que les autorités cherchent à acquérir une réputation solide auprès des créanciers en respectant les contrats et en évitant toute démarche opportuniste dans leurs relations avec les marchés.

123. Pour ce qui est des risques, on s'emploie à surveiller les risques de refinancement et de marché (mais surtout de refinancement). À cet égard, le Trésor brésilien, comme on l'explique de manière plus détaillée ci-après, a réussi à faire reculer l'échéance moyenne de la dette et à créer une structure d'amortissement remboursement plus lissée. Une plus grande attention est accordée au montant de la dette exigible à court terme (12 mois), l'objectif étant de réduire les risques auxquels est exposé le Trésor.

124. Un autre principe directeur auquel le bureau brésilien de gestion de la dette cherche à se conformer consiste à remplacer progressivement les titres à taux variables par des titres à taux fixes. Cependant, bien que contribuant sensiblement à réduire les risques de marché, les mesures visant à accroître la part des titres à taux fixe dans la composition de la dette vont parfois à l'encontre de l'objectif consistant à maintenir les risques de refinancement à un niveau raisonnable. Ce dilemme survient en raison de la demande encore limitée pour des obligations à long terme et à taux fixe. Dans la mesure où les politiques macroéconomiques demeureront stables et fermes et que s'affermira la demande pour ces obligations, celles-ci pourront faire l'objet d'une stratégie plus agressive.

125. Enfin, il convient de signaler que le Trésor brésilien cherche à donner un essor au marché secondaire pour atteindre les objectifs mentionnés. Certaines mesures (voir la section C) sont déjà en vigueur, notamment :

- l'amélioration de la structure des échéances des taux d'intérêt;
- la normalisation des instruments financiers; et
- l'interchangeabilité des titres à taux variables.

### ***Portée***

126. La portée de la gestion de la dette brésilienne est également conforme aux principes directeurs du FMI et de la Banque mondiale. Elle englobe les principaux engagements financiers assujettis au contrôle de l'administration centrale, lesquels comprennent les titres

négociables et non négociables, la dette intérieure, la dette en devises et les passifs conditionnels<sup>20</sup>. Comme le Trésor brésilien a adopté un cadre de gestion intégrée de l'actif et du passif, les caractéristiques de l'actif sont également prises en considération dans la gestion de la dette publique.

### ***Coordination avec les politiques budgétaire et monétaire***

127. Pour ce qui est de la coordination avec la politique budgétaire, les programmes d'emprunt reposent sur les projections figurant dans le budget fédéral et approuvées par le Parlement. Le Trésor élabore et publie en outre un plan annuel d'emprunt qui est soumis à l'examen et à l'approbation du Ministre des finances.

128. Quant à la politique monétaire, il y a interaction étroite entre le Trésor et la Banque centrale. Les agents des deux institutions se réunissent régulièrement et échangent des informations sur les besoins de liquidités courants et futurs de l'État. En outre, bien que les décisions finales concernant les stratégies de financement de la dette publique relèvent de la compétence du Trésor national, les agents de la Banque centrale du Brésil (BCB) sont toujours consultés au préalable afin de mesurer l'impact que de telles stratégies sont susceptibles d'avoir sur la politique monétaire et la politique de change.

129. En mai 2002, la Banque centrale du Brésil a perdu le pouvoir que lui conférait la *Loi sur la responsabilité budgétaire* d'émettre ses propres titres, ce qui représente un moment important dans l'histoire de ce pays<sup>21</sup>. La politique monétaire s'exerce maintenant par le truchement d'opérations sur le marché secondaire visant les titres du Trésor, ce qui accroît la transparence entre les politiques budgétaire et monétaire.

### **Transparence et obligation de rendre compte**

130. Les autorités brésiliennes responsables de la gestion de la dette cherchent à assurer une plus grande transparence en rendant publics les rôles et les responsabilités en matière de gestion de la dette et en diffusant des informations et des statistiques sur les politiques de gestion de la dette. De plus, les auditeurs externes évaluent fréquemment les activités afférentes à la gestion de la dette.

---

<sup>20</sup> Aux fins de la gestion de la dette, le Trésor national tient compte des passifs conditionnels qui ne se sont pas encore concrétisés et pour lesquels il existe une obligation juridique ou contractuelle, par exemple les garanties de l'État visant les emprunts en devises et les programmes gouvernementaux.

<sup>21</sup> Anticipant cette mesure, la banque centrale a cessé d'émettre ses propres titres en octobre 2001.

### ***Rôles et responsabilités en matière de gestion de la dette***

131. Les rôles et responsabilités en matière de gestion de la dette sont clairement définis dans des textes juridiques. On trouvera un résumé des lois pertinentes sur le site Internet du Trésor<sup>22</sup>. La gestion de la dette intérieure et extérieure relève du ministère des finances, plus précisément du Secrétariat du trésor national (ou Bureau de la dette publique) établi au sein de ce ministère. De même, toutes les règles concernant la gestion de la dette sont rendues publiques, y compris celles visant les activités des marchés primaire et secondaire et les dispositifs de règlement et de compensation des opérations sur titres publics.

### ***Diffusion des informations***

132. Les informations sur les opérations et les politiques de gestion de la dette sont diffusées par le biais de calendriers d'adjudications et de rapports réguliers que l'on peut consulter sur le site Internet du Trésor. En plus de son plan annuel d'emprunt, qui comprend les grands principes directeurs et les principales stratégies qui seront poursuivies au cours de l'année, le Secrétariat du trésor national publie des statistiques détaillées sur la dette publique dans le cadre de deux rapports mensuels : le Rapport du gouvernement fédéral sur la dette intérieure (publié en collaboration avec la Banque centrale) et les Résultats budgétaires du Trésor national.

### ***Audit externe***

133. Les activités de gestion de la dette font l'objet d'un audit annuel effectué par des auditeurs externes. Cette responsabilité incombe généralement à deux organismes qui agissent de concert : le *Secretaria Federal de Controle* – SFC (l'organisme interne d'audit du pouvoir exécutif) et le *Tribunal de Contas da União* – TCU (un organisme d'audit externe). Ces organismes sont liés respectivement aux pouvoirs exécutif et législatif du gouvernement fédéral. Bien que le SFC joue un rôle important en effectuant un audit préliminaire des activités de gestion de la dette publique, c'est au TCU qu'il appartient en dernier ressort de les approuver.

134. Le Parlement exige en outre la diffusion de rapports sur les activités de gestion de la dette, dont, en particulier :

- le Rapport sur la gestion budgétaire : il a pour objet la surveillance des plafonds d'endettement<sup>23</sup>; et

---

<sup>22</sup> [www.tesouro.fazenda.gov.br](http://www.tesouro.fazenda.gov.br)

<sup>23</sup> Les plafonds d'endettement ont été fixés aux termes de la Loi sur la responsabilité budgétaire et sont actuellement débattus par le Parlement et le pouvoir exécutif. Le Secrétariat du trésor présente régulièrement des rapports au Parlement sur ces plafonds.

- le Solde des comptes du gouvernement fédéral : il s'agit d'une description de toutes les dépenses fédérales pendant l'année qui est présentée à la fin de chaque exercice au Parlement et au TCU.

## **Cadre institutionnel**

### ***Gouvernance***

135. Depuis novembre 1999, le Secrétariat du trésor national dispose d'un nouveau cadre de gestion de la dette reposant sur l'expérience internationale du Bureau de gestion de la dette (BGD). Ce bureau comprend trois grands services :

- le service post-marché, qui s'occupe du registre, des contrôles, des paiements et de la comptabilité des dettes intérieure et extérieure;
- le service intermédiaire, à qui incombe la responsabilité d'élaborer des stratégies à moyen et long termes visant à réduire le coût et les risques de l'endettement, la surveillance macroéconomique et les relations avec les investisseurs;
- la salle des marchés, à qui incombe la responsabilité d'élaborer et de mettre en œuvre des stratégies à court terme concernant les émissions d'obligations sur le marché intérieur. Les activités de la salle des marchés afférentes aux emprunts sur les marchés financiers internationaux relèvent actuellement de la Banque centrale mais seront transférées au Trésor en septembre 2003.

136. Le nouvel aménagement institutionnel a permis d'uniformiser les contrôles opérationnels, d'assurer une surveillance des risques et de séparer la fonction de planification à long terme (éléments stratégiques) et celle de planification à court terme (éléments tactiques). Le Bureau de gestion de la dette publique compte présentement environ 90 analystes financiers.

### ***Gestion des activités internes***

137. Pour renforcer les activités internes et régler des difficultés liées à la multiplication de systèmes de données non intégrés qui, tout en alourdissant et en ralentissant le processus de collecte des informations, l'exposent à des risques opérationnels, le Trésor a mis en place un programme de coopération avec la Banque mondiale. Celui-ci comporte trois modules :

- développement de systèmes de technologie de l'information;
- contrôles, audit interne et normes de sécurité, gouvernance et structure organisationnelle;
- gestion des risques.

138. Bien que les modules soient interconnectés, on a mis l'accent sur le développement des systèmes de technologie de l'information. Le projet vise donc surtout la mise en place d'une plate-forme intégrée qui rehaussera la fiabilité et l'efficacité de la comptabilité de la

dette publique et de la présentation des données y afférant tout en accroissant les capacités administratives du Trésor et la transparence de sa gestion de la dette publique.

139. Le nouveau cadre institutionnel contribuera également à réduire sensiblement les risques opérationnels. On a clairement séparé les fonctions de la salle des marchés et du service post-marché, et un service intermédiaire a été créé pour permettre au Secrétariat du trésor de prendre des mesures conformes aux analyses de risque sans faire intervenir les agents responsables de l'exécution des opérations boursières. Il convient de mentionner que, suite à un accord officiel conclu récemment, les services de registre et d'adjudications relèvent actuellement de la banque centrale.

140. Le processus d'embauche du personnel a été amélioré afin de tenir compte des effets de la concurrence entre diverses filières professionnelles au sein du pouvoir exécutif. Bien qu'il y ait encore une certaine concurrence avec d'autres organismes des secteurs tant privé que public, le Trésor a réussi à embaucher et à retenir des employés compétents en réaménageant le profil de carrière de ses analystes financiers et en mettant en œuvre un processus rigoureux de sélection visant surtout les professionnels ayant une solide formation en science économique et en finances. Des ressources considérables ont également été affectées à la formation des employés; ceux-ci peuvent même suivre un cours de deuxième cycle sur la gestion de la dette.

141. Pour améliorer les activités de gestion de la dette, un code de déontologie destiné aux gestionnaires de la dette publique a été adopté en février 2001. En plus de certaines restrictions, par exemple l'interdiction d'acheter des titres publics, le code prévoit la création d'un Comité d'éthique professionnelle composé de gestionnaires de la dette publique.

### ***Cadre juridique des emprunts***

142. Les principales dispositions concernant les emprunts figurent dans quatre documents juridiques : i) la Constitution brésilienne, notamment les articles traitant des limites relatives à la dette publique; ii) la Loi sur la Responsabilité budgétaire (LRB), qui établit un cadre de réglementation pour la politique budgétaire; iii) la Loi sur les principes directeurs du budget, et iv) la Loi annuelle sur le budget (LAB) (le montant total des emprunts effectués pendant l'année ne peut être supérieur au total fixé dans les ressources budgétaires particulières figurant dans la LAB). En outre, le Sénat adopte une résolution assujettissant les emprunts extérieurs à un plafond.

143. De tous les instruments juridiques mentionnés ci-dessus, il y en a un — la Loi sur la responsabilité budgétaire — qui marque un tournant dans l'évolution des finances publiques à tous les échelons de gouvernement. Par le biais de diverses dispositions, cette loi limite le montant des crédits affectés aux salaires des employés de l'administration et l'encours de la

dette<sup>24</sup>, impose des exigences plus élevées concernant la transparence des comptes publics et la conduite des membres élus de l'exécutif à la fin de leur mandat et prévoit des sanctions administratives pour les administrateurs qui ne se conforment pas aux dispositions budgétaires.

144. La LRB renforce la « règle d'or » figurant dans l'article 167-III de la Constitution fédérale brésilienne, laquelle précise qu'il est interdit d'effectuer des opérations de crédit qui dépassent le montant des dépenses d'investissement, impose des restrictions sur les opérations de crédit entre organismes publics, y compris le Trésor national et la Banque centrale du Brésil, et stipule que celle-ci, à compter de mai 2002, n'est plus autorisée à émettre ses propres obligations sur le marché primaire.

## **B. Capacité d'évaluation et de gestion des coûts et des risques**

### **Stratégie de gestion de la dette**

145. La stratégie de gestion de la dette respecte les principes directeurs qui ont été formulés par le Bureau de la dette publique et soumis à l'approbation du Secrétaire du Trésor national et du Ministre des finances.

146. Le Trésor a progressivement mis en place un cadre de gestion de l'actif et du passif (GAP). Dans ce contexte, les risques inhérents à la structure actuelle de la dette sont évalués en tenant compte des caractéristiques des actifs, des recettes fiscales et des autres rentrées de fonds susceptibles d'être affectées au service de la dette. La valeur nette des engagements dans le bilan de l'administration centrale est déterminée en sélectionnant les éléments financiers de l'actif et du passif, y compris les garanties, les contre-garanties et les passifs conditionnels.

147. Les résultats de cette analyse GAP indiquent que, dans le cas du Brésil (comme dans celui de la plupart des pays), les gestionnaires de la dette devraient avoir pour objectif une composition de la dette faisant une plus grande place aux instruments à taux fixes et indexés sur l'inflation. La Graphique 1 illustre les principaux déséquilibres entre les éléments de l'actif et du passif de l'administration centrale brésilienne, en décembre 2001.

148. Il convient de signaler que les principaux déséquilibres portent sur les risques de taux d'intérêt et de taux de change. Bien qu'il faille surmonter diverses difficultés pour obtenir à court et à moyen termes un portefeuille d'emprunts dont les caractéristiques concordent avec celles des éléments de l'actif, les responsables de la gestion de la dette trouvent ce genre

---

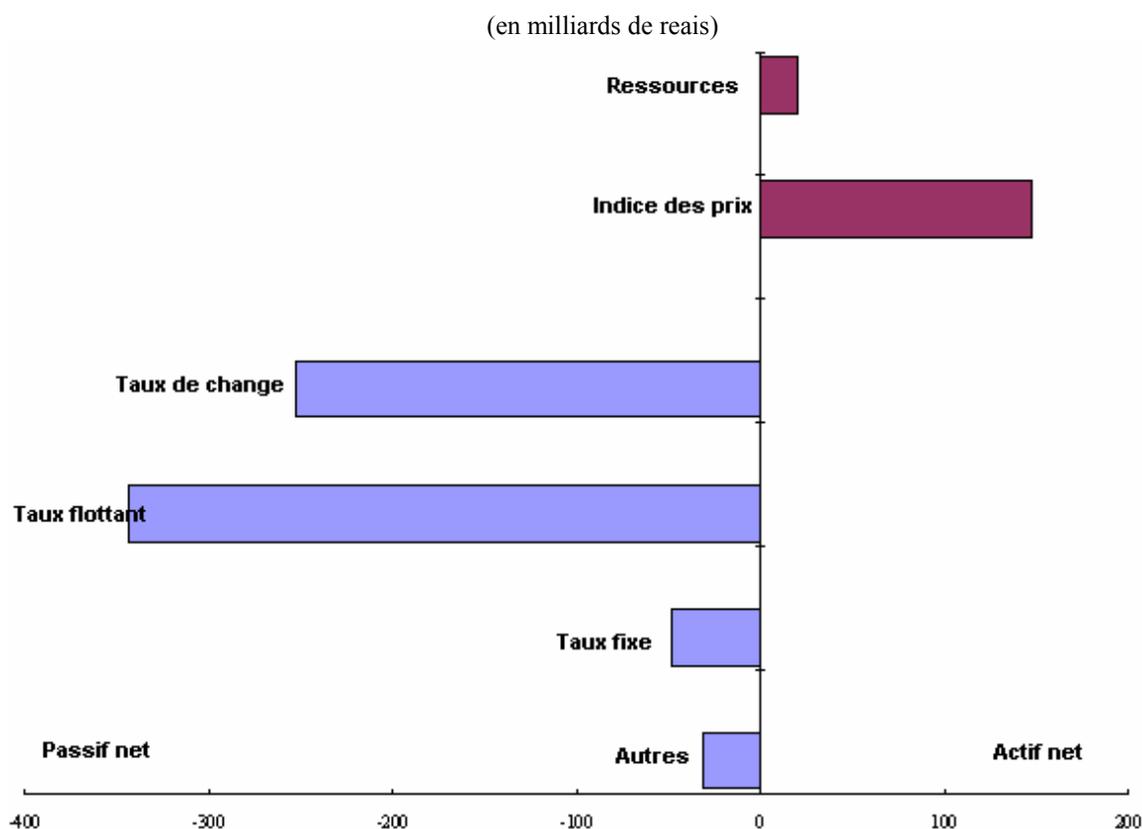
<sup>24</sup> Ces limites sont déterminées en fonction de la relation entre l'encours de la dette et les recettes courantes nettes.

d'analyse GAP très utile pour l'élaboration de stratégies à long terme axées sur l'optimisation de la composition de la dette.

149. Non contentes de chercher à réduire au possible les risques de taux d'intérêt et de change, les autorités brésiliennes, conformément aux principes directeurs du FMI et de la Banque mondiale, ont décidé de considérer la réduction du risque de refinancement comme une priorité. Toutefois, compte tenu de la demande encore limitée pour les obligations à long terme à taux fixe et les titres indexés sur l'inflation, ces objectifs sont parfois contradictoires. Entre-temps, le Trésor national et la banque centrale ont centré leurs efforts sur les marchés secondaires en développement et sur l'expansion des opérations fondées sur des instruments à taux d'intérêt fixes et indexés sur l'inflation. Ces mesures se sont avérées utiles pour ouvrir la voie à une recomposition plus satisfaisante de la dette publique.

150. La gestion de la trésorerie représente un autre aspect important de la stratégie de gestion de la dette qu'ont adoptée les autorités brésiliennes. Le Trésor a accumulé des liquidités pour disposer d'une plus grande souplesse dans la poursuite de ses stratégies de financement et, surtout, pour réduire les risques de refinancement de la dette dans une conjoncture provisoirement défavorable.

Graphique 1. Déséquilibres entre éléments d'actif et de passif, décembre 2001



151. Les principes directeurs pour la gestion de la dette insistent sur la nécessité de réduire le risque de refinancement et sont compatibles avec un cadre GAP. Ils ont d'ailleurs déjà produit de bons résultats. On trouvera dans les paragraphes qui suivent des données sur l'évolution de divers indicateurs de gestion de la dette et les enseignements tirés par les gestionnaires de la dette brésilienne au cours des dernières années. Tout en mettant en évidence les principaux résultats obtenus grâce à cette stratégie, ces informations indiquent qu'il faudra encore beaucoup de temps avant de parvenir à une structure d'endettement plus appropriée.

***Allongement de la durée moyenne de la dette afin de réduire le risque de refinancement***

152. La durée moyenne de la dette obligataire actuelle a atteint 35 mois en décembre 2001, soit huit mois de plus qu'en décembre 1999. Ce résultat a été obtenu grâce aux efforts visant à augmenter la durée des obligations émises dans le cadre des adjudications, qui représentent

environ 70 % de la dette intérieure<sup>25</sup>. Le graphique 2 indique l'augmentation de la durée moyenne de ces obligations, passée de 4,6 mois en juillet 1994 à environ 29 mois en décembre 2001. La hausse est liée à l'objectif de réduction du risque de refinancement et s'explique principalement par des émissions d'obligations à long terme à taux flottants (LFT) et indexées sur l'inflation (NTN-C).

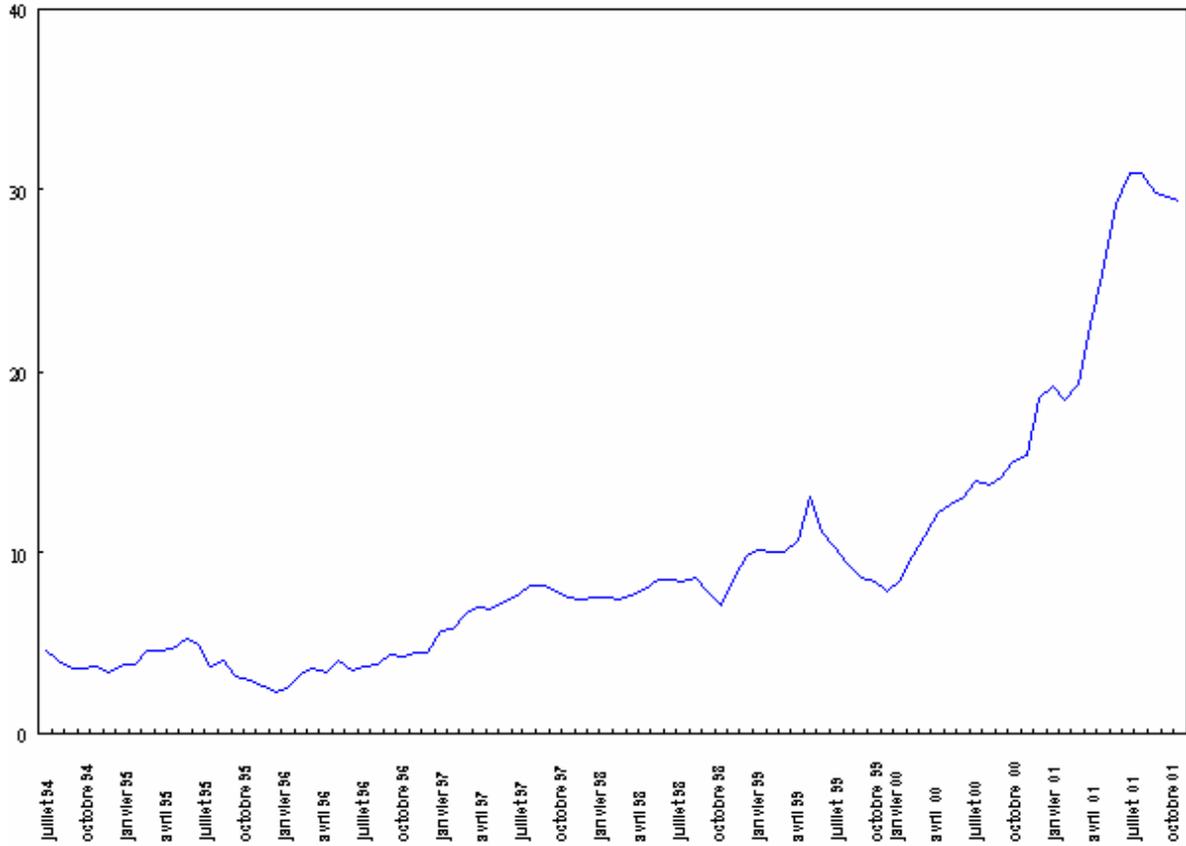
### ***L'amélioration de la structure d'amortissement***

153. La politique de financement du Trésor s'est sensiblement améliorée si on en juge par le pourcentage des titres publics venant à échéance dans 12 mois qui, comme l'indique le graphique 3, est tombé de 53 % en décembre 1999 à 26 % en décembre 2001.

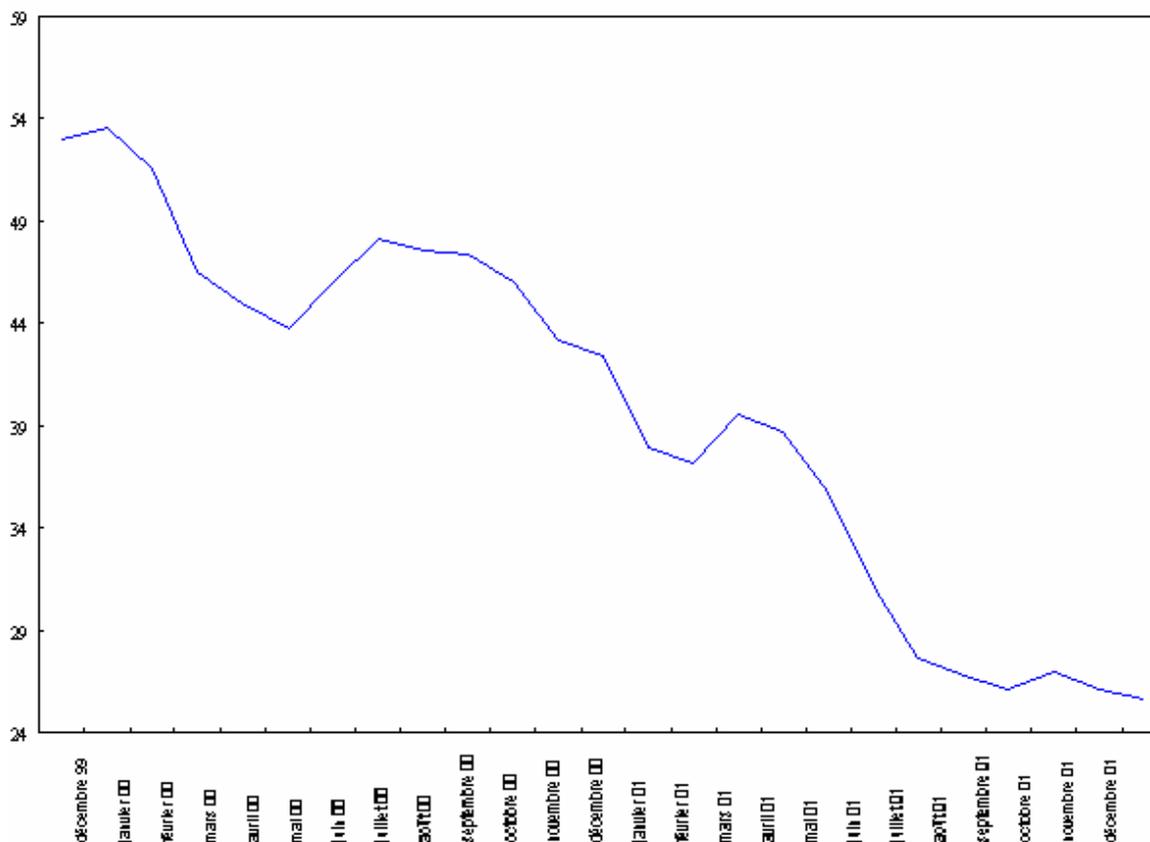
---

<sup>25</sup> En plus des obligations émises dans le cadre d'adjudications, le Trésor brésilien est parfois légalement tenu de remettre des obligations directement à des créanciers particuliers, surtout dans le cadre d'opérations de titrisation.

Graphique 2. Durée moyenne – Dette émise lors d’adjudications  
Trésor national  
(en mois)



Graphique 3. Pourcentage de la dette intérieure de l'administration centrale venant à échéance dans 12 mois



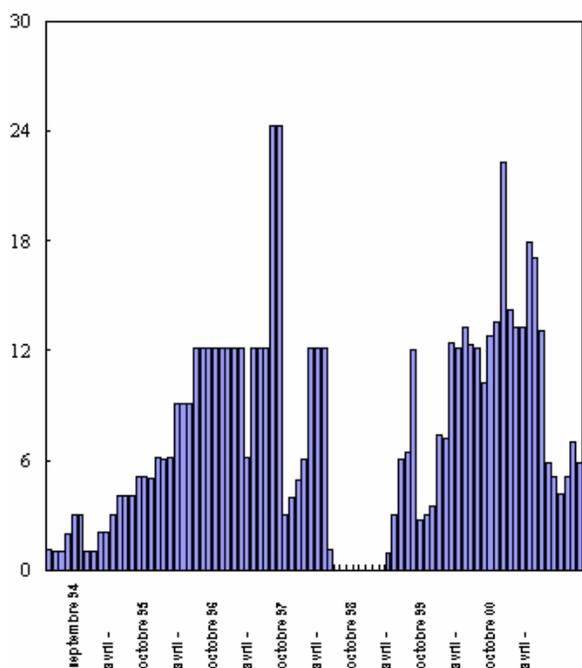
### *Substitution progressive d'obligations à taux fixes aux obligations à taux variables*

154. À compter de la mi-1995, le Trésor national a entamé un processus visant à modifier la composition de sa dette. Une des principales mesures envisagées a été la désindexation de la dette publique par le biais d'une augmentation graduelle de la part de la dette portant un taux fixe. Les deux graphiques ci-dessous illustrent la stratégie de substitution progressive d'obligations à taux fixes (LTN) aux obligations à taux flottants (LFT). Il importe de souligner que, jusqu'au déferlement des crises auxquelles se sont heurtés les marchés émergents à compter d'octobre 1997, les obligations à taux fixe ont été émises avec des durées de plus en plus longues. Jusqu'alors, le Trésor avait réussi à suspendre les nouvelles émissions d'obligations à taux flottants.

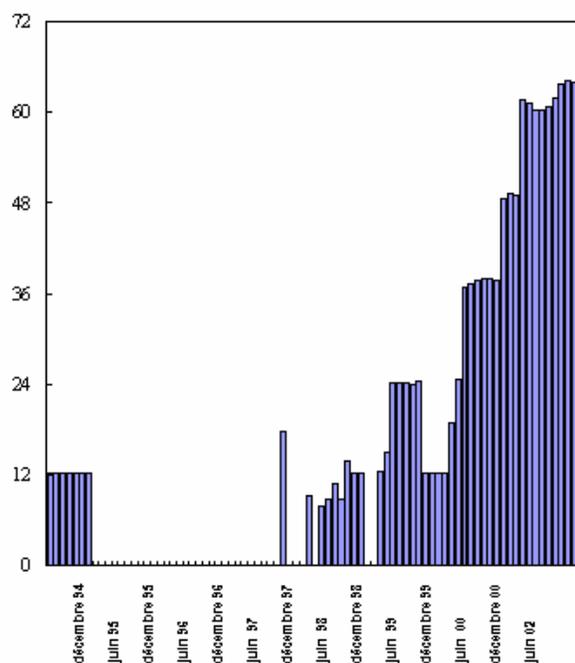
155. Les données qui suivent (graphiques 4 et 5) indiquent également que la stratégie de gestion de la dette brésilienne a dû être modifiée pour donner la priorité à une réduction du risque de refinancement et à l'émission d'instruments à taux fixes. Pour atteindre ces buts, le Trésor effectue périodiquement depuis 1999 des émissions d'obligations à long terme à taux

fixe de référence et a décidé d'allonger la durée de la dette en émettant des titres à taux flottants dont les échéances sont beaucoup plus longues que celles observées dans le passé.

**Figure 4. Durée maximum à l'émission - Obligations à taux fixe (LTN), en mois**



**Figure 5. Durée maximum à l'émission - Obligations à taux flottant (LFT), en mois**



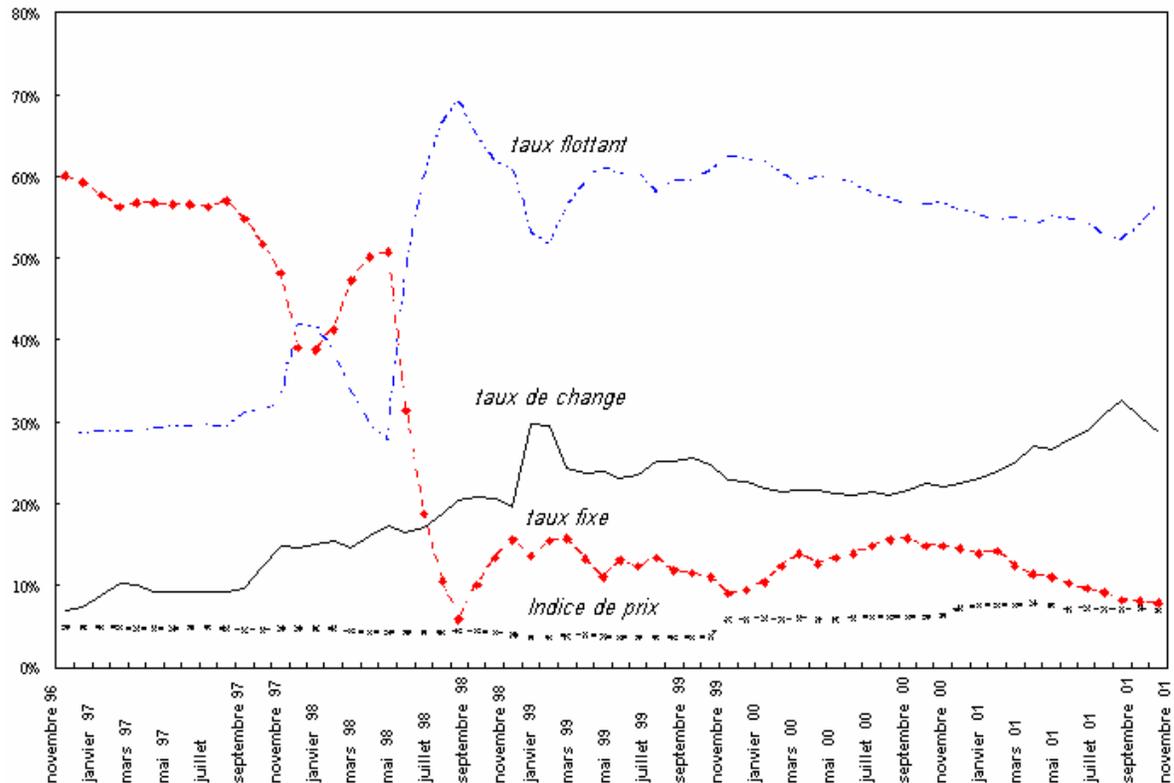
### *Composition de la dette*

156. Au cours des sept dernières années, la composition de la dette intérieure a subi une profonde transformation (voir graphique 6). La hausse sensible de la part des instruments à taux fixe dans la dette totale pendant les premières années de stabilisation économique qui ont suivi le lancement du Plan Real en juillet 1994 s'est révélée insoutenable, les économies des marchés émergents se heurtant à une grande instabilité après octobre 1997. Compte tenu de la nouvelle conjoncture économique, les autorités brésiliennes ont dû accepter une augmentation de la part de la dette constituée d'instruments à taux flottant et une réduction consécutive de la portion correspondant aux instruments à taux fixe afin d'éviter une hausse du risque de refinancement.

157. Une leçon très importante tirée de l'expérience de la gestion de la dette brésilienne se dégage de l'analyse présentée ci-dessus. Pour assurer une bonne gestion de la dette publique, il faut au préalable adopter des politiques macroéconomiques stables et fermes. Mais cela ne suffit pas : le développement d'un marché de la dette à long terme joue également un rôle fondamental. À cet égard, les mesures prises récemment pour rehausser la liquidité des marchés secondaires et le lancement d'émissions d'obligations à long terme à taux fixe de

référence et d'obligations indexées sur l'inflation (mentionnées ci-dessus) représentent des étapes importantes en vue d'améliorer durablement la composition de la dette.

Graphique 6. Composition de la dette



### *Dette extérieure*

158. En 1995, après 15 ans d'absence sur les marchés internationaux, le gouvernement brésilien y est revenu en émettant des obligations publiques qui ont été bien accueillies. Depuis, les principales règles qui sous-tendent les stratégies brésiliennes concernant les marchés financiers internationaux sont :

- la consolidation des courbes de rendement brésiliennes dans les marchés stratégiques (dollar américain, euro, yen) avec des titres de référence liquides;
- la préparation du terrain pour d'autres emprunteurs voulant obtenir du financement à long terme; et
- l'élargissement de la base des investisseurs intéressés par les titres publics brésiliens.

159. À compter de 1996, les autorités brésiliennes ont également adopté une stratégie visant à racheter la dette restructurée (les obligations dites « Brady ») en la remplaçant par de nouvelles obligations.

160. Les graphiques qui suivent illustrent les activités en matière d'argent frais et les opérations de change depuis 1995 : les émissions de titres publics dans divers marchés ont totalisé 25,5 milliards de dollars américains. Il convient de noter que les autorités brésiliennes ont effectué sept opérations d'échange entre mai 1997 et mars 2001 qui ont permis de réduire la part des titres Brady dans la dette obligataire extérieure de 95,1 % en décembre 1996 à 36,5 % en décembre 2001.

Figure 7. Émission d'obligations étrangères sur les marchés internationaux de capitaux (en millions de dollars EU)

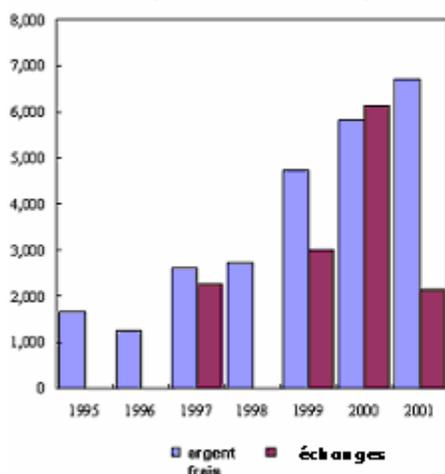
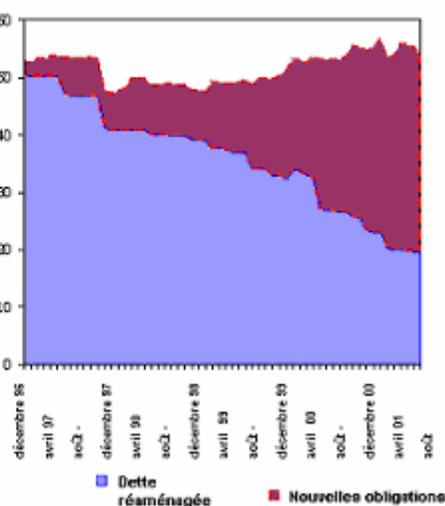


Figure 8. Dette obligataire étrangère - Administration fédérale (en millions de dollars EU)



## Cadre de gestion des risques

161. Dans le cadre GAP, l'analyse de risque repose sur un modèle qui permet aux gestionnaires de la dette de projeter les coûts attendus et potentiels de la dette selon diverses stratégies de refinancement à moyen et à long termes. Des indicateurs clés de gestion de la dette, comme la durée moyenne et la composition de la dette, sont obtenus pour chaque stratégie, ce qui permet aux gestionnaires supérieurs de déterminer la stratégie la plus appropriée. Les principaux risques faisant l'objet d'une surveillance sont le risque de refinancement, le risque de marché et le risque de crédit (la plupart des actifs des autorités fédérales sont constitués de créances sur les autorités étatiques et municipales).

162. Un nouveau système de gestion des risques adapté aux besoins du groupe de gestion des risques a été mis en œuvre pendant le premier semestre de 2002. Tout en permettant au groupe d'effectuer le même genre d'analyse que dans le passé, ce nouveau système permet un examen plus exhaustif et intégré des caractéristiques de l'actif et du passif, et l'adoption de plusieurs modèles d'évaluation de risques comme, par exemple, les modèles afférents aux risques de coût, les modèles afférents aux risques de flux de liquidités et les modèles de risques budgétaires. À l'heure actuelle, le groupe de gestion des risques effectue des analyses

de risque fondées sur des scénarios déterministes et stochastiques. On a également recours à l'analyse au moyen de scénarios d'évolution des marchés (stress scenarios).

163. Le Bureau de gestion de la dette brésilienne a cherché nonseulement à améliorer le système de gestion des risques, mais aussi à accroître les compétences de ses employés en encourageant la formation et les contacts avec le monde extérieur et en embauchant des conseillers. Ainsi, dans le cadre du programme de coopération avec la Banque mondiale dont il a été question plus haut, on envisage de créer un module de gestion des risques qui offrira une formation approfondie concernant les pratiques optimales des principaux bureaux responsables de la gestion de la dette publique à l'échelle internationale. Il s'agit avant tout de développer des capacités en vue d'évaluer et de gérer les risques financiers d'un portefeuille de titres publics; les efforts seront d'abord axés sur un cadre de gestion de l'actif et du passif (GAP). Les participants seront initiés aux diverses méthodes utilisées par les bureaux responsables de la gestion de la dette et à la modélisation reposant sur des variables de marché. Dans la mesure où ces diverses méthodes sont déjà en voie d'élaboration par le personnel brésilien, un examen plus approfondi des instruments de gestion des risques utilisés dans d'autres pays permettra d'effectuer des comparaisons utiles.

### **C. Mise en place du marché des titres publics**

#### **Mesures destinées à améliorer le marché des titres publics**

164. Pendant le deuxième semestre de 1999, le Trésor brésilien et la Banque centrale brésilienne ont créé un groupe de travail dont le mandat est d'étudier les problèmes relatifs au marché des titres publics. Depuis, certaines procédures ont été modifiées et des nouveaux instruments et de nouvelles normes ont été adoptés en vue de donner plus de vigueur au marché des titres publics. Le groupe de travail a également analysé diverses stratégies susceptibles de renforcer la demande d'obligations à long terme et a proposé plusieurs mesures, produits et projets axés sur les titres publics dans les marchés primaire et secondaire. Parmi les mesures envisagées, il convient de mentionner :

- la réduction du nombre de séries d'obligations négociées sur le marché intérieur;
- le recours à des mécanismes de rachat et de nouvelle offre;
- l'institution d'adjudications fondées sur des cours d'achat fermes pour l'émission d'obligations à long terme à taux fixe;
- la publication d'un calendrier mensuel des adjudications de titres du Trésor;
- la divulgation régulière et complète d'informations sur les politiques d'endettement public et des statistiques afférentes;
- la tenue régulière de rencontres avec les agents en placement, les investisseurs institutionnels, les agences de notation et les autres intervenants.

165. Les adjudications fondées sur des cours d'achat fermes comportent deux étapes. Lors de la première étape, seuls les agents en placement sont autorisés à faire des offres les engageant à acheter les titres mis aux enchères aux prix et selon les quantités indiqués dans

leur offre. Toutefois, cela ne garantit pas que ces établissements aient fait une offre gagnante. Le Trésor détermine le nombre de titres devant être mis aux enchères lors de l'étape finale et publie cette information et le prix butoir correspondant constaté lors de la première étape, lequel sert de prix de référence pour la deuxième étape. On procède ensuite à une adjudication fondée sur une discrimination des prix à laquelle participent tous les établissements financiers. Cette procédure permet de réduire les incertitudes entourant l'établissement du prix des obligations à long terme et à taux fixe émises par le Trésor car les précédents pour de telles obligations dans le marché brésilien sont presque inexistants.

166. Les mesures visant à développer le marché des titres publics se ont eu des effets favorables. Les améliorations sensibles dans la structure des échéances et des taux d'intérêt et la garantie d'interchangeabilité pour les titres à taux flottant et les titres indexés sur l'inflation ont donné plus de vigueur au marché secondaire. On a constaté que cette dernière mesure a eu pour conséquence une réduction du nombre de séries d'obligations à taux flottant (LFT) et d'obligations à taux fixe (LTN) en circulation. Le tableau qui suit illustre cette tendance.

Tableau 1. Nombre de séries en circulation

	Obligations à taux flottant (LFT) 1/	Obligations à taux fixe (LTN)	Obligations indexées sur l'inflation (NTN-C)	Total
oct. 1999	47	21	2 2/	70
déc. 2000	49	12	3	64
déc. 2001	40	14	6	60

1/ Uniquement les LFT émises dans le cadre d'adjudications.

2/ En décembre 1999.

### *Amélioration de la structure des échéances*

167. La structure des échéances, des taux d'intérêt et des indices d'inflation s'est améliorée grâce à la stratégie du Trésor concernant les émissions repères pour les obligations à long terme. Dans le contexte actuel, il y a des paramètres pour les courbes d'indice de prix jusqu'à concurrence de 30 ans tandis que les prix de référence pour les obligations à taux fixe atteignent 18 mois.

### *Ventes par Internet*

168. Dans le cadre des mesures récentes visant à développer le marché des titres publics, le Trésor a commencé en janvier 2002 à vendre des titres publics sur Internet. Les limites d'achat minimum et maximum ont été fixées à un niveau peu élevé (environ 80 dollars EU par transaction et 80.000 dollars EU par mois, respectivement), cette mesure étant conçue

avant tout pour encourager les petits investisseurs et stimuler l'épargne intérieure à long terme.

169. Comme l'indique le tableau 2, le montant émis par Internet à la fin de juillet 2002 était d'environ 11 millions de dollars EU, dont 77 % a été affecté à des titres à taux fixes. Le nombre des investisseurs est supérieur à 4 000 et ceux-ci proviennent de 24 États brésiliens (sur un total de 27).

Figure 9. Courbe de rendement - NTN-C  
(Durée en mois)

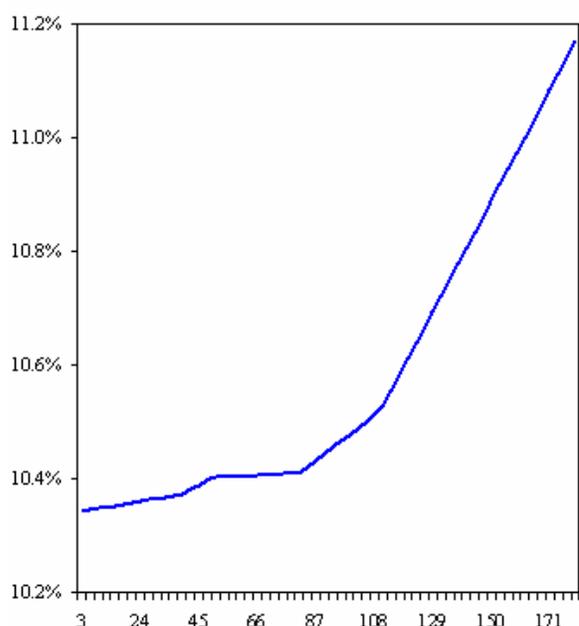
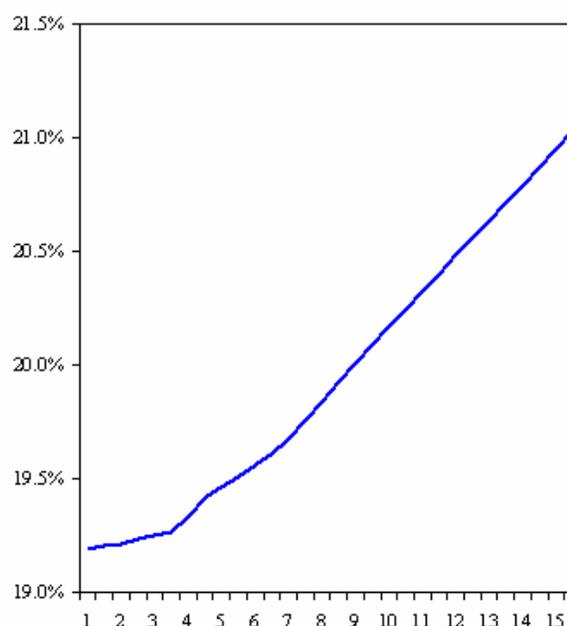


Figure 10. Courbe de rendement - LTN  
(Durée en mois)



Au 31 décembre 2001

Tableau 2. Ventes par Internet  
(au 31 juillet 2002)

	R\$	\$ EU
Valeur totale des titres vendus	32 502 739	10 834 246
Taux flottant (en pourcentage)	8	
Taux fixe (en pourcentage)	77	
Indice des prix (en pourcentage)	15	
Nombre total d'investisseurs	4 481	
Montant moyen par investisseur	7 254	2 418

\$ EU = 3.00 R\$

## II. COLOMBIE<sup>26</sup>

### A. Mise en place d'une structure de gestion et d'un cadre institutionnel adaptés

#### Objectifs

170. La gestion de la dette publique a pour principal objectif d'assurer la satisfaction des besoins de financement de l'État, moyennant un faible coût de financement à long terme et un niveau de risque jugé prudent, en suivant une trajectoire viable. Il est tenu compte des risques de refinancement, de marché et de crédit, ainsi que des risques opérationnels et juridiques.

#### Portée de gestion de la dette

171. La gestion de la dette englobe la dette intérieure et extérieure. Outre le financement, ces activités recouvrent aussi l'encours de la dette et les passifs conditionnels, ces derniers étant notamment reliés à l'infrastructure et aux opérations de crédit public.

#### Coordination avec les politiques monétaire et budgétaire

172. La constitution de 1991 prévoit que la banque centrale, ou Banco de la República (BdR), est l'agent indépendant responsable de la politique monétaire et de change, tandis que le ministère des Finances est chargé de la politique budgétaire. Le Bureau de la gestion de la dette (BGD) de la Dirección General de Crédito Público, est situé au sein du Ministère.

173. Qu'il s'agisse de la politique monétaire, de la gestion de la dette ou du programme macroéconomique, les dossiers qui nécessitent une coordination avec la BdR sont examinés lors des réunions bimensuelles habituelles de son conseil d'administration, dont fait partie le ministre des Finances. La banque centrale est également chargée des opérations de compensation et de règlement sur le marché intérieur des titres d'emprunt, ce qui implique une solide coordination entre les autorités budgétaires et monétaires dans la gestion de la dette publique intérieure.

174. Deux fonctionnaires de la BdR sont aussi membres du Comité consultatif sur la dette, qui formule les directives afférentes à la gestion de la dette et au programme d'émission de titres d'emprunt.

---

<sup>26</sup> Cette étude de cas a été préparée par Gustavo Navia, Jorge Cardona et Carlos Eduardo León, de la Direction générale du crédit public du ministère des Finances et du Crédit public.

## **Cadre juridique**

175. Le cadre juridique régissant la gestion de la dette est énoncé dans le décret 2681 de 1993, qui vise :

- Les opérations de crédit public impliquant un nouveau financement et augmentant par conséquent l'encours de la dette.
- Les opérations de gestion de la dette réduisant le risque de portefeuille sans accroître l'encours de la dette. Elles comprennent les opérations de couverture telles que les échanges croisés de monnaies, de taux d'intérêt et de créances, le refinancement, les conversions de créances, etc.

## **Structure institutionnelle**

176. Comme on l'a vu, le ministère des Finances est responsable de la gestion de la dette. Le Bureau de gestion de la dette au sein de la Dirección General de Crédito Público est l'une des six divisions du Ministère, dont la liste suit :

- Division supérieure (Ministre, vices-ministres, Secrétaire général);
- Division de la politique macroéconomique;
- Division du Trésor (Tesoro Nacional);
- Division du budget;
- Division des administrations infranationales;
- Bureau de la gestion de la dette (Dirección General de Crédito Público).

177. La gestion de la dette est confiée à ce Bureau, tandis que celle de la trésorerie et des actifs revient à la Division du Trésor. La coordination et la communication avec le Trésor sont essentielles. Bien que le Bureau de la gestion de la dette travaille en étroite collaboration avec le Trésor pour créer une synergie entre eux, la communication pourrait être sensiblement améliorée par la fusion de ces deux divisions. Nul doute qu'un tel regroupement améliorerait aussi la gestion actif-passif. Il n'est toutefois pas envisagé pour l'instant.

## **Gestion des opérations internes**

178. Suite aux recommandations formulées par la Banque mondiale, le Bureau de la gestion de la dette a adopté une nouvelle structure interne en mai 2001, qui comporte les fonctions suivantes :

- *Salle des marchés* — financement local et externe;
- *Service intermédiaire* — analyse des risques et de la stratégie de portefeuille; et
- *Service post-marché* — questions opérationnelles.

179. Outre ces trois sections, le BGD comprend aussi le Bureau du contentieux et celui des TI (technologies de l'information).

180. La nouvelle structure améliore la communication et la coordination entre les trois sections susmentionnées, ce qui réduit le risque opérationnel. Ce dernier a aussi été atténué par la rédaction d'un document énonçant les procédures du BGD.

181. Les décisions et les mesures afférentes à la gestion de la dette doivent se fonder sur des informations exactes et à jour sur le portefeuille de titres d'emprunt. Afin d'améliorer les bases de données et les outils d'analyse, on est en train d'installer le logiciel DMFAS de la CNUCED<sup>27</sup>. Ce logiciel est spécialement conçu pour renforcer la capacité technique de comptabilisation, de gestion et d'analyse de la dette extérieure et intérieure. Il assure aussi l'enregistrement et le suivi des émissions d'obligations, des emprunts rétrocedés, ainsi que de la dette privée non garantie. Une fois que le logiciel sera adapté aux besoins de la Colombie, il devrait :

- réduire les risques opérationnels;
- simplifier les procédures;
- déterminer la structure des dettes et quantifier les risques financiers en temps réel;
- améliorer la capacité d'évaluer les modèles statistiques;
- être compatible avec d'autres systèmes d'information;
- améliorer l'exactitude des activités;
- permettre une opérabilité avec Internet; et
- fournir un système de détection avancée, qui alertera les responsables si la composition du portefeuille atteint une limite fixée par la politique de gestion de la dette, notamment pour ce qui concerne la structure du libellé ou des taux d'intérêt de la dette.

### ***Conserver des employés qualifiés spécialistes des marchés financiers***

182. Le personnel reçoit une formation continue, ce qui lui permet d'acquérir une bonne connaissance des marchés qui est importante. Cela vaut surtout pour les employés du service intermédiaire, qui bénéficient d'une formation permanente en matière d'analyse et de stratégie de portefeuille. Les candidats sont souvent attirés par l'acquisition de compétences dans ces domaines, qui fait du BGD un milieu de travail prisé. Cela est d'autant plus vrai qu'en général, les salaires du secteur public ne peuvent pas rivaliser avec ceux du secteur privé.

---

<sup>27</sup> La CNUCED (Conférence des Nations unies sur le commerce et le développement) est le principale organe de l'Assemblée générale des Nations unies qui est chargé du commerce, de l'investissement et du développement.

### ***Incitations et directives assurant l'application des stratégies***

183. Il existe depuis 1997 des repères pour la dette extérieure. Malgré l'absence d'obligation légale et d'incitation économique pour assurer une gestion prudente de la dette, ces repères ont été respectés par le passé. Les autorités n'ont pas encore défini de critères applicables à la dette intérieure; elles doivent en approuver l'établissement en juin 2002.

### **Transparence**

184. Le rapport annuel du ministère des Finances assure la transparence des chiffres de la dette. Ce document, qui comporte notamment un résumé du programme de l'année précédente, présente l'état de l'économie et du portefeuille de la dette. Deux sites Internet donnent également accès aux chiffres de la dette, [www.minhacienda.gov.co](http://www.minhacienda.gov.co) et [www.coinvertir.org.co](http://www.coinvertir.org.co).

## **B. Stratégie de gestion de la dette et cadre de gestion des risques**

### **Réduire la vulnérabilité du pays**

185. Entre le milieu et la fin des années 1990, les autorités se sont principalement soucies de réduire l'exposition du portefeuille de la dette extérieure aux perturbations des marchés et à la crise internationale. C'est pourquoi le Comité consultatif sur la dette publique (Comité Asesor de Deuda Pública), qui regroupe des fonctionnaires du ministère des Finances et de la BdR, a été créé le 21 avril 1997. Il a pour principale mission d'analyser et d'examiner les directives sur l'endettement intérieur et extérieur, et de proposer des directives sur la gestion des risques.

186. En 1997, le ratio de la dette intérieure à la dette extérieure était à peu près le même qu'aujourd'hui. Contrairement à la dette extérieure, on estimait que la dette intérieure comportait un moindre risque, car elle était surtout composée d'exigibilités envers le secteur public. Les autorités se sont donc avant tout efforcées de réduire autant que possible l'exposition du portefeuille de la dette extérieure aux perturbations des marchés et à la crise internationale. Par conséquent, les pouvoirs publics ont établi des critères pour la dette publique extérieure, qui servent de points de référence à l'administration centrale et aux huit entités publiques dont l'encours de la dette extérieure est le plus élevé. Ces repères, qui couvrent les risques de refinancement, de taux d'intérêt et de change, ainsi que la durée, ont constitué un moyen important de maîtriser et de réduire autant que possible l'exposition aux chocs extérieurs. Le niveau structurel de l'amortissement n'ayant jamais dépassé la limite de 15 % par an, le risque de refinancement a été fortement réduit et le portefeuille a respecté les critères fixés pour la composition de la dette (monnaies de libellé et taux d'intérêt), ce qui a atténué le risque de marché.

187. Du fait que les caractéristiques du marché intérieur des capitaux diffèrent de celles du marché international, il est impossible d'appliquer les critères d'endettement extérieur au

portefeuille de la dette intérieure. Dans la gestion de ce dernier, on a tenu compte de directives sur la gestion des risques, mais sans adopter de repères explicites. Le Comité consultatif sur la dette approuvera toutefois en juin 2002 des critères applicables à la dette intérieure.

### **Principaux risques afférents au portefeuille de la dette publique intérieure et extérieure**

188. Afin de réduire la vulnérabilité, le BGD se concentre sur deux risques principaux, ceux de refinancement et de marché. Le repère établi pour la proportion de la dette intérieure est de 67 % et de 33 % pour la dette extérieure.

189. Comme on l'a déjà dit, depuis 1997, le Comité consultatif sur la dette a défini des repères applicables à la dette extérieure. Ils ont été actualisés chaque année et ont fait l'objet d'un examen en mai 2002. Les critères régissant la dette extérieure sont les suivants :

- *refinancement* : Au cours d'une année donnée, 15 % au plus du total de la dette extérieure peut venir à échéance. La proportion idéale est de 10 %. (Ces chiffres s'expliquent par le fait que les conditions du marché peuvent amener les autorités à appliquer une stratégie de financement qui dépasse la limite de 10 %, mais jamais celle de 15 %.);
- *composition (monnaies de libellé)* : dollar EU 83 %, euro 13 % et yen 4 %;
- *structure des taux d'intérêt* : taux fixe et semi-fixe  $\geq 70$  %, taux flottant  $\leq 30$  %;
- *duration modifiée* : 3,5 ans.

190. S'agissant de la dette intérieure, les critères suivants seront adoptés en juin 2002, lors de la réunion du Comité consultatif sur la dette. Ils permettront de veiller à ce que les futurs programmes de financement soient conformes aux directives afférentes à la dette. Les repères proposés sont les suivants :

- *refinancement* : au cours d'une année donnée, 20 % au plus du total de la dette intérieure peut venir à échéance. La proportion idéale est de 15 %;
- *taux fixe et indexés*: peso colombien, taux fixe 92-96 %, taux indexé 4-8 %;
- *structure des taux d'intérêt* : puisque les titres d'emprunt locaux sont assortis d'un rendement fixe, ou encore indexés sur les prix ou le dollar EU, aucun critère de taux d'intérêt ne s'applique à la dette intérieure.

### **Méthodes de quantification et d'équilibrage des différents risques**

191. Deux méthodes servent à quantifier le risque de portefeuille. La première compare le portefeuille effectif aux critères. La seconde, celle du service de la dette à risque (SDR), est en voie d'application. Elle permet au Bureau de la gestion de la dette de quantifier avec une précision de 95 % le coût maximum du service de la dette. Elle prend en compte l'exposition aux différentes variables du marché, notamment les taux d'intérêt, les taux de change et les prix des produits de base. Afin de gérer le coût et le risque du portefeuille de la dette, le service intermédiaire présente dans un rapport mensuel diverses mesures de financement

fondées sur l'analyse du SDR. Ce document compare le coût des différentes options que proposent le scénario prévu et le scénario de risque.

192. La stratégie de financement tient compte des repères. La salle des marchés analyse la situation des marchés et les propositions de financement. Si la stratégie exige le dépassement de certaines limites fixées par les critères, on analyse la possibilité d'une opération de couverture.

### ***Réduction du risque de perte d'accès aux marchés des capitaux intérieurs et internationaux***

193. Pour avoir accès aux marchés des capitaux, il importe de maîtriser les risques de refinancement et de marché. Comme on l'a déjà dit, depuis 1997, le niveau structurel de l'amortissement de la dette extérieure n'a jamais dépassé la limite de 15 %, ce qui a considérablement réduit le risque de refinancement. Les récentes crises survenues en Russie, au Brésil, en Turquie et en Argentine ont fait ressortir l'importance de contrôler ces deux risques.

194. Lorsque les conditions sont favorables sur les marchés des capitaux extérieurs, le refinancement anticipé est une stratégie qui donne de bons résultats. Elle permet au ministère des Finances d'assurer la satisfaction des besoins de financement à un faible coût, en anticipant les perturbations futures des marchés. Outre différentes enquêtes auprès des banques, l'évaluation des marchés repose sur l'appréciation de divers paramètres tels que les conditions politiques, la diminution des marges, le resserrement des rendements et la demande d'obligations de la part des investisseurs.

195. S'agissant de la dette intérieure, il importe de rappeler que le marché local n'existe que depuis cinq ans. Qui plus est, les investisseurs ne demandent que progressivement des instruments à long terme. Les premières émissions se composaient de titres à échéance de un, deux et trois ans. Le schéma de l'amortissement fait donc apparaître des concentrations au cours de la première et de la deuxième année. Maintenant que le volume quotidien des transactions a sensiblement augmenté et que l'inflation a été ramenée au-dessous de 10 %, des titres à taux fixe assortis d'une échéance plus éloignée (5, 7 et 10 ans) ont été introduits avec succès. Les titres longs (à échéance de 10 et 15 ans) sont indexés sur les prix.

196. Plusieurs échanges volontaires de créances ont par ailleurs été récemment effectués :

- en juin 2001, un échange de créances intérieures a été volontairement réalisé. L'amortissement à court terme (2001–2005) a été réduit de 2,4 milliards de dollars, ce qui a sensiblement diminué le risque de refinancement;
- en janvier et mars 2002, on a procédé à deux échanges volontaires de créances extérieures. Des TES (titres du Trésor) libellés en dollars EU, comportant un amortissement à court et à moyen terme représentant 512 millions de dollars EU, ont été

échangés contre des TES à taux fixe, libellés en pesos, à échéance de dix ans, ce qui a permis de réduire considérablement les risques de change et de refinancement;

- en mai 2002, dans le cadre d'une autre opération volontaire, des obligations extérieures d'une valeur de 589 millions de dollars EU (libellées en euros et en dollars EU) venant à échéance entre 2002–2005 ont été échangées contre des TES à dix ans, libellés en pesos et venant à échéance en 2012;
- en juin 2002, un échange volontaire de créances extérieures a été réalisé. L'amortissement d'obligations extérieures à court terme (2002–2005) a été réduit de 255 millions de dollars EU, ce qui a sensiblement atténué le risque de refinancement;
- on procède régulièrement à des échanges restreints de créances intérieures.

### ***Gestion des risques associés aux options intégrées***

197. Jusqu'à présent, la République de Colombie a émis huit séries d'obligations assorties d'options, dont deux ont déjà été exercées (une option à barrière désactivante sur yen et une option de vente). La gestion des risques associés à ces options a été prudente. Aux fins budgétaires, toutes les obligations comportant une option de vente ont déjà été comptabilisées comme si les investisseurs l'avaient levée. Cela permet à l'État de disposer de fonds couvrant l'exercice d'une telle option.

### **Stratégies destinées à dégager un rendement positif**

198. Le BGD n'applique pas une stratégie active de la gestion de la dette précise. Les opérations tels les échanges de taux d'intérêt et de monnaies n'ont qu'une fonction de couverture. Dans le cadre du suivi des taux d'intérêt et de change, les autorités envisagent toutefois des opérations susceptibles de réduire le service de la dette, si les conditions deviennent favorables sur les marchés.

### **Gestion des passifs conditionnels**

199. Le service intermédiaire du BGD est chargé d'examiner les passifs conditionnels explicites. Il lui incombe de vérifier les méthodes utilisées par les entités publiques à l'origine de ces passifs. À partir de ces modèles, le BGD établit un plan de provisionnement et crée un fonds qui sera géré par un fiduciaire, afin de disposer des liquidités nécessaires pour régler les passifs, lorsqu'un risque se réalise.

200. Le BGD intervient par ailleurs dans les domaines suivants, où il :

- applique et conçoit des méthodes propres à quantifier les passifs conditionnels découlant des garanties offertes par l'État aux opérateurs privés, dans le cadre de concessions d'infrastructures publiques (routes, production d'électricité, eau et communications);
- élabore des méthodes destinées à quantifier les passifs conditionnels dans les opérations de crédit public (garantie par l'État central de la dette intérieure ou extérieure des administrations municipales et des entités publiques);

- définit des méthodes d'analyse du risque de crédit des entités publiques municipales.

201. La procédure de gestion des passifs conditionnels comporte la prise de rendez-vous avec les banques d'investissement et les entités publiques, la conception de modèles de simulation destinés à évaluer les risques et la préparation d'un échéancier prévoyant le règlement des passifs conditionnels (y compris la probabilité que les paiements soient exigés).

### **Systèmes de gestion de l'information utilisés pour évaluer et contrôler les risques**

202. Le bureau des TI a créé un système de base de données qui est utilisé depuis 1997. Ce logiciel permet aussi d'effectuer des recherches sur le portefeuille courant de la dette; il ne comporte toutefois pas de module permettant de surveiller les risques. Afin de les quantifier, le service intermédiaire utilise ses propres modèles basés sur des tableurs Excel.

203. Ainsi qu'on l'a déjà évoqué, un logiciel plus perfectionné dénommé DMFAS sera installé en 2003. Une équipe se consacre actuellement au processus de transition. Le nouveau logiciel donnera non seulement accès aux données sur l'endettement, mais il permettra aussi d'analyser l'exposition du portefeuille de la dette à l'instabilité des taux d'intérêt et de change, et d'effectuer des simulations de nouvelles stratégies de financement.

### **Évolution des marchés de la dette du secteur privé**

204. Le Bureau de gestion de la dette a été l'un des principaux acteurs qui ont contribué à l'établissement d'un marché local des capitaux. Le marché des bons du Trésor sert de référence aux émetteurs de titres privés. Cela signifie que le secteur privé tient compte de tous les aspects de l'évolution du marché de la dette publique.

## **C. Mise en place de marchés de titres publics**

### **Établissement du marché primaire**

205. Le Bureau de gestion de la dette est le seul organisme émetteur de titres de l'administration centrale. La banque centrale a cessé d'émettre des obligations aux fins de a politique monétaire. Le BGD est par ailleurs chargé d'actualiser la base de données sur la dette publique, qui comprend la dette contractée par l'administration centrale, les autres institutions publiques et les administrations infranationales.

206. La structure du portefeuille de la dette intérieure a évolué depuis 1997. Aujourd'hui, ce portefeuille est composé pour 76 % de bons du Trésor à court et à moyen terme (exposés aux risques du marché), tandis que leur part se chiffrait à plus de 90 % il y a cinq ans. En 1997, 34 % des autres bons représentaient des passifs contractés auprès d'investisseurs privés; ce ratio atteint aujourd'hui 40 %.

207. Le Bureau de la gestion de la dette émet des instruments à taux fixe assortis d'une échéance de 1 à 10 ans, ainsi que des titres indexés sur les prix, comportant une échéance de 5, 7 ou 10 ans. C'est seulement en période de forte instabilité du cours du peso colombien vis-à-vis du dollar que l'on procède à des émissions de titres indexés sur le dollar, à échéance de 2, 3, 5 ou 8 ans, ou d'instruments qui ne s'inscrivent pas dans le programme de financement normal. Afin de diversifier l'encours de la dette sur l'ensemble de la courbe des rendements, lorsqu'il définit un plan d'émission, le Bureau de la gestion de la dette prend en compte le rythme d'amortissement, les conditions du marché, le coût de financement et la liquidité des obligations.

208. Les émissions de titres du Trésor sur le marché intérieur reposent sur deux mécanismes. En 2002, les adjudications primaires hebdomadaires à la hollandaise représentaient 40 % du financement intérieur. Le reliquat de 60 % provenait de placements directs (obligatoires et convenus) effectués auprès d'entités publiques disposant d'excédents de trésorerie. Ces entités sont des agents économiques qui ne disposent d'aucune influence sur les prix du marché.

209. À l'échelle internationale, des obligations sont émises sur les compartiments du dollar, de l'euro et du yen. Des emprunts sont aussi contractés auprès d'organismes multilatéraux de crédit, de consortiums et d'autres sources de financement aux taux du marché.

210. Le ministère des Finances diffuse des communiqués de presse officiels faisant état des placements obligataires (locaux et extérieurs) ainsi que des emprunts convenus. Ces documents peuvent être consultés sur le site Internet [www.minhacienda.gov.co](http://www.minhacienda.gov.co).

### **Établissement du marché secondaire**

211. Depuis 1997, le Bureau de la gestion de la dette s'est notamment efforcé de mettre en place un marché local de la dette publique. À cette fin, il a établi le Programa de Creadores de Deuda Pública (programme des créateurs de dette publique). Dans le cadre de ce programme, 24 des institutions financières les plus importantes, dont 22 sont privées et deux publiques, participent à des adjudications primaires hebdomadaires de bons et d'obligations du Trésor.

### **Contacts avec les milieux financiers**

212. La communication entre le Bureau de la gestion de la dette et les institutions financière est considérée comme primordiale. Des réunions entre les représentants des institutions financières et des fonctionnaires du BGD sont tenues au moins chaque trimestre. Sur le marché local, il existe une communication constante avec les institutions financières participant au programme des créateurs de dette et les grands investisseurs tels que les caisses de retraite, les fonds fiduciaires et les compagnies d'assurance. Pour le marché extérieur, il importe de maintenir une communication étroite avec les diverses institutions financières qui

transmettent les réactions du marché, favorisent le négoce des instruments et sont en contact direct avec les principaux investisseurs.

### **Compensation et règlement**

213. On utilise les systèmes suivants pour compenser et régler les opérations d'emprunt sur le marché local :

- DCV (Depósito Central de Valores), le dépositaire électronique central qui reçoit l'ensemble de la dette publique locale;
- SEN (Sistema Electrónico de Negociación de Deuda Pública), le système électronique de négociation de la dette publique sur le marché local;
- SEBRA (Sistema Electrónico de Banco de la República), le système de règlement électronique servant aux adjudications primaires de la dette publique locale.

### **Traitement fiscal des titres publics**

214. S'agissant des titres publics, seule la plus-value réalisée sur le principal des obligations à coupon zéro est exonérée d'impôt. Les titres publics non démembrés reçoivent le même traitement fiscal que les titres de sociétés.

### III. DANEMARK<sup>28</sup>

#### A. Mise en place d'une structure de gestion et d'un cadre institutionnel adaptés

##### Objectifs

215. La politique danoise de gestion de la dette publique a pour objectif général d'obtenir les coûts d'emprunt à long terme les plus bas possible, tout en ne dépassant pas un niveau de risque jugé prudent. Les autorités poursuivent cet objectif en tenant compte de divers facteurs, notamment le bon fonctionnement du marché intérieur des capitaux. Elles ont porté ces derniers temps une attention accrue à la discipline inhérente à la gestion des risques.

##### *Portée de la gestion de la dette*

216. La dette publique correspond à la valeur nominale de la dette intérieure et extérieure, diminuée du solde du compte du Trésor public auprès de la banque centrale, Danmarks Nationalbank (DNB), et des actifs de la Caisse sociale de retraite (CSR). C'est la DNB qui assume l'ensemble des fonctions administratives liées à la gestion de la dette publique.

217. Deux conditions établissent la ligne de partage entre la politique budgétaire et monétaire au Danemark. Premièrement, l'emprunt public est assujéti à une série de règles de financement, reposant sur un accord conclu entre l'État et la DNB. Deuxièmement, en sa qualité d'agent financier et de banquier de l'État, il est interdit à la banque centrale d'assurer le financement monétaire des déficits budgétaires, conformément au traité de l'Union européenne.

218. Depuis le début des années 1980, les emprunts intérieurs et extérieurs de l'administration centrale obéissent à des règles de financement. Les dispositions actuelles ont été définies dans un accord conclu en 1993 entre l'État et la banque centrale, qui a remplacé l'accord informel remontant à l'époque de l'application par le Danemark d'un régime de change fixe, au début des années 1980.

219. De façon générale, en vertu de la règle, les emprunts nationaux libellés en couronnes danoises doivent correspondre aux besoins de financement intérieur de l'État pour l'année. Cette disposition permet par conséquent de stériliser l'impact sur la liquidité des versements effectués par l'État sur toute l'année. Selon la règle applicable aux emprunts à l'étranger, les nouveaux engagements extérieurs sont habituellement contractés pour refinancer l'amortissement de la dette extérieure. Si le niveau des réserves de change est jugé inadéquat,

---

<sup>28</sup> L'étude de cas a été préparée par le bureau de gestion de la dette publique de la Danmarks Nationalbank.

les autorités peuvent décider de réduire ou d'accroître l'endettement extérieur. Les réserves de change sont détenues par la DNB et le compte du Trésor ouvert dans les livres de cette dernière assure le lien entre la dette publique extérieure et les réserves de change.

220. Puisque le traité de l'Union européenne interdit le financement monétaire de l'État, le compte du Trésor auprès de la DNB ne peut afficher un découvert. Des emprunts d'État sont donc prévus pour assurer que le solde dudit compte soit suffisant.

221. Le compte du Trésor dans les livres de la DNB est rémunéré. Le taux d'intérêt servi équivaut au taux d'escompte fixé par la banque centrale. Il correspond au taux de rémunération d'un compte courant (taux folio), autrement dit au taux d'intérêt servi sur les dépôts en compte courant des banques et de l'institut de crédit hypothécaire auprès de la DNB. Outre le fait que l'excédent de la banque centrale après les affectations aux réserves est transféré au Trésor, ce système implique que l'État bénéficie d'un taux de rémunération qui est comparable à celui qu'il obtiendrait pour un compte ouvert dans une banque commerciale.

### ***Fondement législatif des emprunts d'État***

222. La législation adoptée en 1993 confère à l'État le pouvoir légal d'emprunter. Elle permet au Ministre des finances d'emprunter au nom de l'État. Il est également habilité à contracter des emprunts pour le compte de l'État, jusqu'à concurrence de 950 milliards de couronnes danoises, ce qui représente le plafond fixé pour le total de la dette publique intérieure et extérieure de l'administration centrale. Le Ministre des finances a en outre qualité pour réaliser des échanges financiers et effectuer des opérations sur d'autres types d'instruments.

223. Avant le début d'un nouvel exercice, le Parlement adopte une loi de finances. Elle autorise le Ministre des finances à recourir à l'emprunt pour répondre aux besoins prévus de financement brut de l'administration centrale, ce qui représente la somme du déficit courant prévu et de l'amortissement de la dette publique intérieure et extérieure. Les emprunts respectent la norme intérieure et extérieure. Au cours d'un exercice, le besoin de financement brut peut varier. Cette situation est principalement attribuable à des variations du déficit de l'administration centrale, ou à des rachats qui accroissent le montant de l'amortissement. Les fluctuations du besoin de financement brut sont financées de même par voie d'emprunts publics. Ils sont autorisés par une loi de finances rectificative à la fin de l'exercice, ou au par la Commission des finances du Parlement en cours d'année.

224. Hormis la dette publique, l'État garantit les emprunts et les opérations financières relatives aux engagements contractés par un certain nombre d'entités publiques. Ces derniers sont principalement reliés à des projets d'infrastructure, par exemple la construction du pont de la grande ceinture et du métro de Copenhague. Le conseil d'administration et la direction sont chargés d'effectuer les opérations financières de leur entité, mais l'État établit des plafonds et des principes directeurs pour les activités d'emprunt. Ces derniers sont fixés dans une série d'accords conclus entre la DNB et le ministère des finances ou le ministère des

transports, et entre le ministère intéressé et l'entité individuelle. L'accord passé entre la banque centrale et le ministère concerné définit les principales responsabilités des parties prenantes. Il comporte aussi une liste des types d'emprunt autorisés. Cette dernière précise le genre d'opérations financières et les engagements en devises que l'entité est autorisée à contracter.

225. Les entités publient leurs propres rapport annuels et sont englobées dans la législation générale applicable aux sociétés privées.

### ***Le bureau danois de gestion de la dette est situé à la banque centrale***

226. C'est au Ministre des finances qu'il incombe de rendre compte au Parlement des emprunts d'État. Depuis 1991, la banque centrale assume toutes les fonctions administrativees liées à la gestion de la dette publique. Le partage des responsabilités est défini dans un accord conclu entre le ministère des finances et la DNB. Les fonctionnaires de la Danmarks Nationalbank sont autorisés par procuration à signer au nom du Ministre des finances les documents affrrents aux emprunts.

227. Avant 1991, le bureau de gestion de la dette faisait partie du ministère des Finances. Il a été transféré à la banque centrale en 1991—ce changement structurel est en partie intervenu à la suite d'un rapport préparé par les commissaires aux comptes publics. Il indiquait que la plupart des fonctions relatives à la dette publique étaient déjà assumées par la DNB, mais constatait un dédoublement des tâches entre la banque centrale et le ministère des finances. Le rapport faisait par ailleurs valoir les avantages d'une meilleure coordination entre la gestion des réserves de change à la DNB et de la dette extérieure de l'administration centrale. Il était enfin suggéré que le bureau de gestion de la dette serait mieux à même d'attirer et de conserver des employés possédant les compétences requises s'il était situé à la banque centrale. On estime que l'incorporation dans cette institution a permis de centraliser au sein d'une même administration la plupart des connaissances sur les marchés financiers.

### ***Relations entre le bureau de gestion de la dette et le ministère des finances***

228. Sur proposition écrite de la DNB, le ministère des finances et la banque centrale arrêtent la stratégie globale d'emprunt de l'État au cours de réunions trimestrielles. La stratégie adoptée est autorisée et signée par le ministère des finances, par voie d'une série de conclusions écrites, à l'occasion d'une réunion. En décembre de chaque année, on détermine la politique globale pour l'année suivante, ainsi que la stratégie détaillée pour le premier trimestre. Lors des réunions trimestrielles ultérieures, des modifications et des précisions sont apportées à la stratégie principale pour le trimestre suivant.

229. La stratégie précise les besoins prévus de financement intérieur et extérieur, et comprend une série de décisions pour l'année à venir. On établit notamment :

- les bandes de durée affrrentes à la dette de l'État;

- une liste des émissions les plus récentes (on-the-run) pour la dette intérieure;
- la stratégie d'emprunt relative à la dette extérieure;
- une liste des titres publics admissibles aux opérations de rachat ou d'arbitrage;
- une liste des titres publics négociés dans le cadre du mécanisme de prêt de valeurs, et
- les plafonds fixés pour les rachats et les échanges d'intérêts.

230. Les quatre premiers points sont publiés après la réunion de décembre. Si ces décisions subissent des modifications au cours de l'année, ces dernières sont également publiées. Les plafonds fixés pour les rachats et les échanges d'intérêts ne sont pas rendus publics.

231. À partir de ces conclusions, la banque centrale se charge des opérations de prêt nécessaires et de la gestion continue de la dette. Hormis les réunions officielles, la DNB maintient des contacts réguliers avec le ministère des finances et la stratégie est sujette à des révisions ponctuelles au cours de l'année.

### ***Structure du bureau de gestion de la dette à la banque centrale***

232. À la DNB, quatre services interviennent essentiellement dans la gestion de la dette de l'administration centrale — l'unité de gestion de la dette publique du Service des marchés de capitaux, le Service des opérations, le Service de la comptabilité et le Service de vérification interne des comptes. Pour réduire le risque opérationnel, on a mis en place en 1996 une structure de gestion de la dette comportant la salle des marchés, le service intermédiaire et le service post-marché.

233. La section remplissant les fonctions intermédiaires constitue le bureau danois de gestion de la dette. Elle définit les principaux aspects de la stratégie de gestion de la dette et assume des responsabilités d'analyse et de gestion des risques. Elle formule aussi des principes directeurs à l'intention du Service des opérations, s'agissant de la vente d'obligations nationales, de rachats, d'opérations d'échange et du montant des emprunts à l'étranger.

234. Le Service des opérations, qui joue le rôle de salle des marchés, est notamment chargé de la vente des titres et de la mobilisation de fonds à l'étranger. Les fonctions post-marché, telles que le règlement des transactions et la tenue des livres, reviennent au Service de la comptabilité et de la gestion de la dette publique.

235. Le Service de vérification interne des comptes de la banque centrale aide le Commissaire aux comptes publics (l'Office national de vérification des comptes) à contrôler la gestion de la dette publique. Dans le cadre de cette gestion, les services intéressés font aussi appel aux ressources d'autres départements de la banque centrale, par exemple aux légistes.

### ***Politique d'information***

236. La stratégie de gestion de la dette appliquée par les autorités danoises vise à assurer une transparence élevée à l'égard du grand public et des marchés de capitaux. La DNB rassemble et publie donc fréquemment une vaste série d'informations sur les emprunts et la dette de l'administration centrale.

237. La politique d'information repose sur plusieurs annonces en direction du public, dont certaines suivent un calendrier annuel fixe. Les principales annonces et publications sont les suivantes :

- Avant le début de chaque semestre, normalement en juin et en décembre, la banque centrale envoie à la Bourse de Copenhague (BC) et aux opérateurs du marché une annonce indiquant les emprunts d'État de référence, portant respectivement sur juillet et janvier. La DNB fournit aussi des renseignements plus généraux concernant les projets d'emprunt national de l'administration centrale.
- Avant l'ouverture de la souscription à de nouvelles tranches d'un emprunt public, la DNB envoie à la BC une annonce précisant le coupon, l'échéance et la journée d'ouverture de la souscription.
- Le premier jour bancaire du mois, la DNB envoie à la BC et aux autres parties intéressées une annonce concernant les ventes et les rachats de titres publics effectués le mois précédent sur le marché intérieur. Le deuxième jour bancaire du mois, la DNB diffuse un communiqué de presse spécifiant les besoins de financement effectifs de l'État et fournissant d'autres données financières importantes se rapportant au mois précédent.
- Des indications relatives aux ventes et rachats de titres publics sur le marché intérieur sont diffusées quotidiennement par l'intermédiaire du site web de la DNB<sup>29</sup> et d'un système d'information électronique (DN News). La plupart de ces renseignements sont directement reproduits, notamment par Reuters. De plus amples données sur les prix et les montants de titres publics en circulation sont communiquées par l'entremise de la Bourse de Copenhague.
- Les modalités et les résultats des adjudications de bons du Trésor sont annoncés par l'intermédiaire de la Bourse de Copenhague et du système d'adjudication électronique.
- Le ministère des finances publie régulièrement des renseignements sur l'évolution du budget de l'État.
- D'autres informations sur « Les emprunts et la dette de l'État danois » paraissent dans le rapport annuel.

238. Le bureau de gestion de la dette de la banque centrale publie habituellement en février un rapport annuel (« Les emprunts et la dette de l'État danois »). Ce document constitue la pierre angulaire de l'application de la politique d'information. À travers le rapport, le public, les opérateurs du marché, le Parlement et le ministère des finances sont informés de toutes les activités reliées à la gestion de la dette danoise au cours de l'année précédente. Depuis 1998,

---

<sup>29</sup> L'adresse du site web est la suivante : [www.nationalbanken.dk](http://www.nationalbanken.dk)

ce rapport est également publié en anglais. Il énonce les considérations et les facteurs concernant les emprunts et la gestion de la dette. Il comporte par ailleurs des sections abordant des thèmes revêtant une importance particulière pour la gestion de la dette publique. Il comprend enfin un appendice complet de tableaux renfermant des statistiques détaillées sur les engagements et l'endettement de l'administration centrale, notamment une liste de tous les emprunts d'État.

### ***Améliorer la qualité et réduire le risque opérationnel***

#### *Manuel de procédures*

239. Dans les services chargés de la dette publique, la qualité de l'administration est assurée par un manuel de procédures écrites à l'intention des unités intéressées. Ce document énonce les pouvoirs et les obligations de chaque unité. Le Service de vérification des comptes est responsable de toutes les révisions apportées aux procédures écrites, qui sont ensuite adressées au ministère des finances. La préparation et la mise à jour du manuel sont considérées comme indispensables pour améliorer la qualité de l'administration et réduire le risque opérationnel, et constituent par conséquent un domaine hautement prioritaire de la gestion de la dette.

240. En complément du manuel de procédures, des énoncés de fonctions sont utilisés dans les activités quotidiennes. Ce sont là des descriptions détaillées de certaines tâches habituelles. Elles portent par exemple sur l'ouverture de la souscription à une nouvelle obligation du Trésor, l'adjudication de rachats, les calculs de la durée et des charges d'intérêt maximales prévues (cost-at-risk), et la communication mensuelle d'informations à propos de la dette de l'État, en direction du public. Le recours à des descriptions d'activités assure l'uniformité et l'exactitude de l'administration de la dette publique.

241. Des principes directeurs relatifs aux catégories de prêt acceptables sont définis pour les emprunts à l'étranger de l'administration centrale. Ils stipulent les exigences applicables à la structure globale d'un emprunt, y compris l'emprunt sous-jacent et tout dérivé y afférent. Ces directives visent à réduire autant que possible les risques politiques, juridiques et opérationnels.

#### *Code de déontologie*

242. Le personnel de la DNB doit respecter un code interne de déontologie reposant sur les directives afférentes à la spéculation établies par l'organisme danois de contrôle financier et sur la loi prohibant le délit d'initié. Cela signifie en bref que le personnel est uniquement autorisé à investir des capitaux personnels et ce au titre de placements non spéculatifs.

#### *Recruter et conserver du personnel hautement qualifié*

243. Le fait que le bureau de la dette est situé à la banque centrale a favorisé le recrutement d'employés hautement qualifiés. Cet attrait est en partie dû à l'appartenance à une structure plus large, dans laquelle les finances, les marchés de capitaux et la politique constituent d'importants domaines. Le bureau de la dette est par conséquent à même de recruter en interne, auprès d'autres services et en externe, à l'échelle internationale, car il offre aux nouveaux employés l'occasion de faire partie d'une vaste organisation très professionnelle, bien connue du public.

244. Le personnel de la section de gestion de la dette (service intermédiaire) comprend des cadres chevronnés, qui se consacrent à la gestion de la dette depuis un certain nombre d'années ou ont travaillé dans d'autres services de la banque, ainsi que de jeunes économistes recrutés de fraîche date par la DNB.

245. Y compris les employés travaillant à la salle des marchés et au service post-marché, quelque vingt personnes sont principalement affectées à des tâches liées à la gestion de la dette de l'administration centrale.

#### *Systeme de gestion de l'information et recours aux TI*

246. Pour limiter le risque opérationnel, il est indispensable de disposer de systèmes informatiques robustes et fiables. Le bureau danois de gestion de la dette applique actuellement une stratégie informatique qui repose en premier lieu sur un système post-marché spécialement conçu (« System Statsgæld »), auquel s'ajoutent d'autres logiciels. Toutes les opérations d'emprunt ou d'échange relatives à la dette de l'État sont enregistrées par le « System Statsgæld ». Les transactions sont contrôlées par le service post-marché.

247. Le système post-marché produit des informations sur les paiements à effectuer ou à recevoir, qui sont transmises au système central de comptabilité englobant toutes les entités publiques, et établit des données aux fins d'analyse.

248. Il est prévu d'introduire en 2002 un nouveau système intermédiaire. Il permettra d'informatiser d'importants calculs fréquemment utilisés, concernant notamment la durée, la valeur de marché et les différents facteurs de risque relatifs à la dette. Le nouveau système exploitera directement les données provenant du système post-marché. Sa mise en place devrait réduire encore les risques opérationnels.

## **B. Stratégie d'administration de la dette et cadre de gestion des risques**

### **Limiter la vulnérabilité du pays**

249. La stratégie de gestion de la dette publique a pour objectif de réduire le risque que les effets néfastes liés à la dette de l'État ne se répercutent sur l'économie ambiante. On considère à cet égard que les principaux facteurs sont le risque de taux d'intérêt et le risque de change.

250. Pour réduire la vulnérabilité du pays, il importe donc de limiter les risques susmentionnés. Dans le cas du Danemark, les autorités atteignent ce but en déterminant principalement la durée et la structure d'amortissement de la dette, et en empruntant uniquement en euros ou en couronnes danoises (cf. la politique danoise de parité fixe vis-à-vis de l'euro).

## **Stratégie d'emprunt**

### *Dette intérieure*

251. La stratégie d'emprunt intérieur implique la concentration de vastes tranches de titres publics sur les segments à échéance de 2, 5 et 10 ans, qui jouent un rôle important à l'échelle internationale. La prime de liquidité résultant de cette stratégie permet à l'État d'abaisser les coûts d'emprunt. Toute une gamme de titres publics est offerte afin d'assurer la liquidité de larges émissions de référence. Une telle démarche inclut les échanges intérieurs d'intérêts, les rachats et les échanges de couronnes danoises contre des euros. La stratégie d'emprunt intérieur comprend aussi un programme d'émission mensuelle de bons du Trésor assortis d'une échéance de 12 mois au plus.

252. Du fait que l'État est l'émetteur dominant sur le marché obligataire intérieur, la mesure de la performance ne comprend pas la comparaison du coût par rapport à celui d'un portefeuille de référence précis, structuré en fonction des émissions d'obligations nationales.

253. Le prix des titres de l'État danois s'établit sur un marché financier concurrentiel, sur lequel interviennent des investisseurs nationaux et internationaux. Ces instruments sont par ailleurs comparables à d'autres obligations nationales et étrangères et sont émis sur les segments d'échéance les plus importants à l'échelle internationale. Leur prix est régi par les conditions du marché.

254. S'agissant des rachats, les autorités déterminent s'ils sont avantageux en les situant dans le contexte global de la dette publique. Ils permettent de concentrer la dette publique sur les obligations liquides, de privilégier la gestion de trésorerie et de maîtriser la structure d'amortissement. Les rachats sont effectués au cours du marché. En opérant une comparaison avec des prix théoriques calculés en fonction de la courbe de rendement des obligations à coupon zéro sur le marché, on veille à établir les rachats au prix du marché.

255. Au fil des ans, la stratégie d'emprunt intérieur s'est progressivement réorientée vers une concentration des emprunts sur un nombre réduit d'obligations de référence et un recours accru aux échanges de taux d'intérêts et de monnaies. Ces réaménagements ont été opérés pour restructurer l'encours de la dette et assurer la liquidité des obligations, à une époque où les besoins de financement ont diminué par suite des excédents budgétaires dégagés depuis 1997.

256. Les emprunts s'effectuent seulement sur les segments à échéance de 2, 5 et 10 ans. La période de souscription s'étend en moyenne sur deux ans pour les titres à 5 ou 10 ans, et sur un an environ pour les obligations à deux ans. À la fin de 1997, on a effectivement mis un terme aux emprunts sur le segment à échéance de 30 ans. Fin 2001, 99 % de l'encours total des titres nationaux et des bons du Trésor était répartis sur 11 obligations et 4 bons du Trésor. Ces dernières figurent parmi les plus prisées à la Bourse de Copenhague. Trois de ces obligations font figure de modèle; le titre de référence sur le segment à 10 ans est le plus important.

### *Dettes extérieures*

257. Tous les emprunts à l'étranger sont effectués en euros, ou en monnaie nationale échangée contre des euros. La position de change de l'administration centrale, y compris les contrats d'échange, est entièrement en euros. À partir de 2002, la stratégie d'emprunt visera à mobiliser des capitaux en général plus abondants, de préférence directement en euros. Cette démarche comporte la possibilité d'émettre des obligations intérieures tout en recourant à des échanges de monnaie contre des euros.

258. La stratégie d'emprunt extérieur a progressivement évolué au fil des ans, délaissant les emprunts modestes et, dans certains cas, structurés, pour s'orienter vers une combinaison d'emprunts de faible ou de grande envergure, assortis d'un risque final en euros. Cette stratégie, qui privilégie les emprunts d'envergure, remboursables in fine, directement en euros, s'inscrit dans l'évolution vers la standardisation des emprunts à l'étranger.

259. Lorsque l'examen des réserves de change fait apparaître la nécessité immédiate d'emprunter en devises, l'administration centrale peut émettre des billets de trésorerie. Il lui arrive enfin de recourir à des programmes de titres d'emprunt à court terme, si l'on prévoit un fléchissement du solde du compte du Trésor auprès de la banque centrale.

260. Le taux Euribor sert de référence dans l'évaluation des coûts d'emprunt afférents à la dette extérieure publique. On compare le coût de différents instruments, autrement dit d'un emprunt direct en euros par rapport à celui d'un emprunt libellé en une autre monnaie, échangée contre des euros. Les coûts d'emprunt relatifs à la dette extérieure sont également appréciés au regard des niveaux atteints par des pays comparables.

### **Principaux types de risque**

261. Les principaux risques inhérents au portefeuille de la dette publique sont les risques de taux d'intérêt, de change et de crédit, ainsi que les risques opérationnels. Ces risques sont définis ci-après.

- Le risque de taux d'intérêt comprend le risque que l'évolution des taux d'intérêt ne provoque une augmentation des coûts d'emprunt. Cette notion recouvre aussi le risque de refinancement, c'est-à-dire le risque que la dette actuelle ne doive être refinancée à des

conditions désavantageuses sur les marchés, ou à des conditions d'emprunt particulièrement défavorables pour l'administration centrale. Le risque de taux d'intérêt concerne la dette intérieure et extérieure.

- Le risque de change désigne le risque que la valeur de la dette n'augmente par suite de l'évolution des taux de change.
- L'administration centrale s'expose à un risque de crédit lorsqu'elle entreprend des opérations d'échange. Il s'agit d'un accord par lequel deux parties conviennent d'échanger des paiements au cours d'une période prédéterminée. Il existe par conséquent un risque d'inexécution des obligations par la contrepartie. Le risque de contrepartie est pris en compte dans la gestion des risques de crédit dès que l'opération d'échange est réalisée.
- L'administration centrale est par ailleurs exposée à d'autres risques, notamment le risque d'erreur de sa part ou de celle des contreparties, en matière d'administration de la dette.

### **Gestion des risques**

262. Comme on indiqué plus haut, la dette publique comprend quatre sous-portefeuilles : la dette intérieure, la dette extérieure, les actifs de la Caisse sociale de retraite et le compte du Trésor public auprès de la DNB.

263. Les quatre sous-portefeuilles qui constituent la dette publique nette sont tous gérés par la banque centrale, en sa qualité d'agent de l'administration centrale.

#### ***Risque de taux d'intérêt***

264. La gestion des risques de taux d'intérêt s'applique à la totalité de la dette nette. Cette pratique découle directement de l'intégration accrue des sous-portefeuilles. Cette tendance est illustrée entre autres par le recours à des échanges de monnaies, de la couronne danoise en euro, pour contracter des emprunts à l'étranger, ce qui influe sur le risque de taux d'intérêt inhérent à la dette intérieure et extérieure.

265. On gère principalement le risque de taux d'intérêt en fixant un objectif et une bande de durée pour le total de la dette (nette) de l'administration centrale. Historiquement, chaque sous-portfeuille était assorti de son propre objectif de durée, mais cette pratique a été éliminée à la fin de 1999.

266. Il convient de noter que la définition d'un objectif visant uniquement la durée de la dette nette permet de réduire cette dernière en recourant par exemple à des échanges d'intérêts relatifs à la dette intérieure ou extérieure. On peut aussi atteindre ce but en augmentant la durée du portefeuille d'actifs de l'administration centrale. Le simple fait de cibler la durée de la dette nette apporte donc une souplesse accrue à la gestion dans ce domaine.

267. Le lissage de la structure d'amortissement s'inscrit aussi dans la gestion des risques de taux d'intérêt et ce procédé est appliqué séparément à la dette intérieure et extérieure. La régularisation de la structure d'amortissement, qui consiste à rembourser chaque année une fraction à peu près constante de la dette, permet de réduire le risque d'être contraint de refinancer la dette lorsque les conditions générales du marché sont défavorables, ou que les conditions d'emprunt sont particulièrement désavantageuses pour l'administration centrale.

268. Le portefeuille de la Caisse sociale de retraite, qui constitue un sous-portefeuille d'actifs de la dette publique nette, renferme des obligations hypothécaires. Elles sont remboursables au pair à tout moment, c'est-à-dire qu'elles comportent une option. S'agissant de ces valeurs, on utilise une duration corrigée des options pour calculer la duration de la dette publique nette.

### ***Risque de change***

269. La politique danoise de change vise à maintenir la stabilité de la couronne danoise par rapport à l'euro, dans le cadre du mécanisme de change européen 2. Conformément à cette politique, le risque de change inhérent à la dette publique extérieure est géré en n'émettant que des emprunts à l'étranger assortis d'un risque final en euros (emprunts effectués directement en euros, ou emprunts libellés en une monnaie échangée contre l'euro).

270. Durant la période 1991–2000, les autorités ont regroupé dans un cadre formel la gestion des risques de change lié d'une part à la dette publique extérieure et d'autre part aux réserves de change de la banque centrale. Cela a permis de mesurer ce risque sur une base nette. La décision de libeller la totalité de la dette extérieure publique en euros a conduit à éliminer ce cadre officiel à la fin de l'année 2000. Il avait alors perdu sa raison d'être, outre le fait que la banque centrale ne détenait qu'un très faible montant de réserves de change libellées en d'autres monnaies que l'euro.

### ***Risque de crédit***

271. Il existe un risque de crédit inhérent au portefeuille de contrats d'échange de l'administration centrale. Les autorités ont par conséquent défini des principes régissant la gestion de ce risque. Ils comportent principalement la bonne notation des contreparties et le maintien du risque de contrepartie dans des limites de crédit relativement strictes. Enfin, les nouvelles opérations ne sont pratiquées qu'avec des contreparties qui ont signé un accord de garantie. Fin 2001, 80 % du portefeuille de contrats d'échange se composait de tels accords.

### ***Risque de gestion de trésorerie***

272. Ainsi qu'on l'a déjà évoqué, le Trésor public possède un compte auprès de la DNB. En vertu du traité de Maastricht, ce dernier ne peut afficher un découvert. Pour respecter cette obligation, on a décidé d'établir comme règle que ce compte doit présenter un solde créditeur minimal de 10 milliards de couronnes danoises (soit 1,3 milliard d'euros), et parfois plus

élevé. Chaque année, on formule des prévisions détaillées portant sur les paiements que devra acquitter l'État l'année suivante. Elles permettent d'estimer le solde créditeur quotidien du compte du Trésor auprès de la DNB. Comme les remboursements afférents à la dette publique se situent généralement vers la fin de l'année, cela implique une concentration de liquidités sur le compte du Trésor au cours du premier semestre, afin de satisfaire aux besoins d'amortissement. On assure une répartition plus uniforme en opérant des rachats d'obligations dans le courant de l'année.

### ***Risques opérationnels et juridiques***

273. La séparation des diverses fonctions de gestion de la dette (salle des marchés, service intermédiaire et service post-marché) est une mesure destinée à prévenir les erreurs administratives et les risques opérationnels. Comme indiqué plus haut, des manuels de procédures et des règlements internes assurent une division claire des pouvoirs et des responsabilités attribués aux trois fonctions. L'utilisation d'instruments simples et bien connus de gestion de la dette contribue à atténuer autant que faire se peut les risques opérationnels. Enfin, la gestion de la dette de l'administration centrale est contrôlée par le commissaire général aux comptes publics (Office national de vérification des comptes). Le recours à des contrats normalisés permet de réduire le risque juridique autant que possible.

### ***Risques afférents aux garanties d'État***

274. L'État garantit les emprunts et les opérations financières d'un certain nombre d'entités publiques, ainsi qu'on l'a déjà mentionné. Le Trésor assume par là-même un risque. On limite ce dernier en fixant des lignes directrices pour les activités d'emprunt de ces entités (se reporter à la section A sur le fondement législatif des emprunts de l'administration centrale).

275. En 2001, les entités bénéficiant d'une garantie d'État ont obtenu un meilleur accès à la rétrocession de fonds empruntés par l'administration centrale. Ce processus assure à ces institutions un financement meilleur marché que si elles mobilisaient à titre individuel tous les capitaux. Les prêts qui leur sont accordés sont assortis de conditions identiques à celles des emprunts d'État courants, y compris les émissions d'obligations qui ne constituent pas des références. La rétrocession des fonds accroît le besoin brut de financement de l'administration centrale et est financée par des émissions nouvelles du Trésor (on-the-run), ce qui renforce la consolidation des emprunts du secteur public.

### **Détermination du niveau de risque**

276. Lors des réunions du ministère des finances et de la section de gestion de la dette, on fixe l'objectif global pour le risque de taux d'intérêt inhérent à la dette publique, en pondérant les coûts d'emprunt par rapport à ce risque.

277. Dans ce processus, la prise de décision quant à la stratégie d'émission et à l'objectif de duration repose sur un modèle d'analyse des charges d'intérêt maximales prévues (cost-at-risk). Ce modèle permet d'apprécier les différentes stratégies d'émission, le montant des rachats et l'objectif de duration. Les résultats sont présentés au Ministre des finances et font l'objet d'une discussion.

278. Le modèle est conçu en interne par la section de gestion de la dette. Il sert à quantifier le risque de taux d'intérêt en simulant des scénarios multiples de taux, mais aussi à apprécier et à examiner plus en profondeur des scénarios précis. L'analyse se situe dans une perspective de dix ans au plus.

279. Une telle analyse a largement contribué à définir la stratégie globale appliquée à la dette publique au cours des dernières années. Ce modèle permet d'effectuer une analyse exhaustive du montant des différentes obligations en circulation, des structures d'amortissement et du profil temporel de la duration. On peut ainsi déterminer si telle ou telle stratégie est réaliste, compte tenu d'hypothèses exogènes. Dans ce genre d'analyse, l'évolution du budget de l'État figure parmi les principaux postulats.

280. L'objectif de duration fixé pour la dette de l'administration centrale a été revu à la baisse au cours des dernières années. Cette révision tient surtout au recul de l'endettement et, par conséquent, à la baisse des coûts d'intérêt, ce qui a renforcé la disposition à assumer des risques. La dette nominale nette a été ramenée de 601 milliards de couronnes danoises en 1997 à 514 milliards de couronnes danoises fin 2001, ce qui représente un repli de 54 % à 38 %, exprimé en proportion du PIB.

281. De la fin de 1998 à la fin de 2001, la duration de la dette de l'administration centrale a été ramenée de 4,4 à 3,4 ans. Comme on l'a déjà évoqué, la bande de duration établie pour l'année est rendue publique. L'évolution précise de la duration au cours de l'année précédente est communiquée dans le rapport annuel qui paraît en février.

282. Dans le processus de détermination des risques et de la stratégie d'emprunt, ni les emprunts nationaux ni les emprunts à l'étranger ne reposent d'ordinaire sur telle ou telle prévision d'évolution des taux d'intérêt. En général, les gestionnaires ne cherchent donc pas activement à dégager des rendements supérieurs, par exemple en adoptant un point de vue différent des anticipations du marché sur la tendance des taux d'intérêt.

### **C. Mise en place des marchés de titres publics**

#### **Historique**

283. Le marché obligataire danois est l'un des plus vastes d'Europe. Les obligations en circulation à la Bourse de Copenhague atteignent une valeur nominale de 2.198 milliards de couronnes danoises à la fin de 2001. Outre les titres publics, le marché danois comporte un large volume d'obligations hypothécaires. La forte proportion de ces valeurs s'explique par la

longue tradition de financement de la construction et du logement privé par l'émission d'obligations hypothécaires. Tous les titres publics nationaux sont cotés à la Bourse de Copenhague. Ils représentent un tiers du volume, le reste étant composé d'obligations hypothécaires.

### **Courbe de rendement des obligations publiques**

284. Relativement étendu, le marché obligataire danois est parvenu à maturité et comme on l'a évoqué plus haut, les titres publics ne représentent qu'un tiers des valeurs en circulation. Dans le cadre de la politique danoise, il n'est donc pas indispensable d'émettre des obligations sur un grand nombre de segments d'échéance de la courbe pour maintenir le bon fonctionnement du marché financier. Au contraire, ces dernières années, les autorités se sont principalement efforcées d'assurer la liquidité des titres publics en appliquant une stratégie d'émission d'un nombre plus restreint d'obligations assorties d'échéances plus longues, surtout en raison de l'excédent budgétaire. En outre, les rachats constituent depuis un certain temps un important instrument de la politique danoise. En partie dans le but d'accroître les besoins de financement au cours de l'année, on procède aux rachats en période d'excédent, notamment pour réduire l'encours des titres anciens non conformes aux tendances du marché. Ces derniers comprennent par exemple les obligations anciennes assorties d'un taux d'intérêt nominal élevé.

285. Sur le marché intérieur, les bons du Trésor sont assortis d'une échéance de 3, 6, 9 ou 12 mois et celle des obligations est de 2, 5 ou 10 ans. Toutes les obligations sont remboursables en une fois à l'échéance et comportent un taux fixe. À la fin de 1998, l'État avait cessé d'émettre des obligations à 30 ans en raison de la faiblesse de ses besoins de financement et de la révision à la baisse de l'objectif de duration fixé pour la dette publique. Les titres publics servent de référence sur le marché obligataire danois. À cause de leur liquidité relativement faible, les obligations indexées ne figurent pas parmi les instruments employés dans la stratégie danoise de gestion de la dette — qui privilégie la liquidité.

286. Si la dette publique continue de diminuer, on prévoit que les obligations hypothécaires pourront à nouveau servir de référence, comme ce fut le cas jusqu'au début des années 1990.

### **Mécanismes d'émission**

#### ***Émission d'emprunts intérieurs***

287. Les titres publics et les bons du Trésor sont émis en continu par la banque centrale pour le compte de l'administration centrale, via le système de négociation électronique, Saxess, à la Bourse de Copenhague (BC). Tous les opérateurs agréés à la BC peuvent acheter directement des titres publics auprès de la DNB, par l'intermédiaire du système électronique Saxess.

288. Les ventes en continu signifient que les titres publics sont émis lorsqu'il existe un besoin de financement. En temps normal, la Danmarks Nationalbank ne pratique pas la sous-enchère le jour même ni les jours suivants. Des informations sur les ventes de titres publics le jour précédent sont publiées quotidiennement.

289. Puisque les ventes en continu représentent une longue tradition sur le marché danois des obligations hypothécaires, il était naturel de choisir cette méthode d'émission lors de l'établissement du marché des titres publics. Les pouvoirs publics disposent ainsi d'un système souple, qui leur permet d'émettre chaque jour des obligations. De l'avis général, les ventes à robinet ouvert constituent un bon moyen d'émettre des emprunts nationaux sur le marché obligataire danois.

290. Les prévisions annuelles quant aux ventes en continu supposent qu'après chaque placement, le montant des offres reste presque constant chaque mois. Cela signifie que le montant anticipé ex-ante en début d'année correspond à des ventes uniformément réparties sur l'année. Conformément à cette stratégie, la salle des marchés est autorisée à cibler un montant déterminé d'émissions mensuelles. Outre cet objectif, on fixe un minimum et un maximum pour chaque offre de valeurs. La salle des marchés procède aux ventes à robinet ouvert dans ces limites. Après chaque mois, on actualise le montant des ventes mensuelles sur le reste de l'année. Elles sont réalisées par les opérateurs de la salle des marchés et visent à solliciter les acheteurs lorsque la demande est élevée. Leur planification s'effectue en général indépendamment des opinions sur l'évolution future des taux d'intérêt.

291. Les opérateurs agréés de la BC sont tenus de rendre compte des opérations qui se déroulent en dehors de la plateforme électronique Saxess. Elles doivent être déclarées dans les cinq minutes. Sur le volume total, 10 % des transactions sont notifiées à la BC et se déroulent par l'intermédiaire du système électronique Saxess. Les autres s'effectuent par vente téléphonique entre les opérateurs du marché. Elles sont fondées sur les indications de prix fournies par un système électronique situé à la BC.

292. Les bons du Trésor sont vendus par adjudications mensuelles, via un système électronique à la banque centrale. Tous les opérateurs agréés à la Bourse de Copenhague et les contreparties à la politique monétaire de la DNB peuvent formuler des offres à l'occasion des adjudications. Les taux d'intérêt sont mis aux enchères. Toutes les offres inférieures ou égales au plancher fixé pour les taux d'intérêt sont servies au taux plancher (établissement d'un prix uniforme). Les offres effectuées au taux plancher peuvent faire l'objet d'une allocation proportionnelle.

### *Émission d'emprunts en devises*

293. Les emprunts extérieurs ont normalement été contractés à l'issue de démarches concrètes émanant de banques d'investissement étrangères, qui se trouvent en contact avec des investisseurs ayant des besoins de placement particuliers. Les échanges de couronnes

danoises contre des euros reposent sur la mise en concurrence de diverses banques d'investissement.

294. Comme déjà indiqué, la stratégie d'emprunt extérieur pour 2002 et au-delà vise surtout à obtenir d'importants crédits consortiaux directement en euros, en recourant au moins à un gestionnaire principal.

### ***Opérateurs primaires, teneurs de marché et mécanismes de prêt***

295. Les opérateurs primaires n'interviennent pas dans l'émission de titres publics au Danemark. Tous les opérateurs agréés à la Bourse de Copenhague peuvent y acquérir des obligations et des bons du Trésor directement auprès de la DNB, via Saxess. Les courtiers agréés en Bourse et les contreparties à la politique monétaire de la DNB sont autorisés à participer aux adjudications de bons du Trésor.

296. Il existe deux mécanismes volontaires de tenue du marché pour les titres publics, qui sont placés respectivement sous les auspices de la Bourse de Copenhague (BC) et de l'Association danoise des courtiers en valeurs mobilières. Les participants à ces mécanismes sont à tout moment tenus de coter des prix de vente et d'achat pour un certain montant d'obligations. Dans le cadre du dispositif de la BC, les prix ne sont établis que pour le titre de référence à 10 ans, tandis que le mécanisme de l'Association danoise des courtiers en valeurs mobilières comprend aussi d'autres titres publics liquides. La banque centrale n'intervient pas dans les plans des teneurs de marché.

297. Pour favoriser la liquidité, on a créé des dispositifs de prêt de titres. Il en existe deux, l'un relevant de l'administration centrale et l'autre de la Caisse sociale de retraite. Un tel mécanisme favorise la liquidité du marché des titres publics car il permet d'éviter les situations de pénurie d'obligations. Le dispositif de prêt relevant de l'État a été établi en 1998, tandis que celui de la Caisse sociale de retraite a été introduit en 2001. Dans les deux régimes, les obligations de l'État danois sont acceptées comme garantie.

298. Le dispositif de prêt administré par l'État porte surtout sur les titres de référence non détenus par la Caisse sociale de retraite. Le mécanisme de cette dernière comporte des titres publics figurant dans le portefeuille d'emprunts publics remboursables in fine. S'agissant des obligations, les deux mécanismes ne se recoupent pas. Ils consistent l'un et l'autre à prêter surtout des titres publics, y compris des bons du Trésor.

### **Contacts avec les marchés financiers**

299. Le maintien de contacts étroits et réguliers avec les acteurs des marchés financiers est jugé important pour la politique de gestion de la dette publique, ce qui lui confère donc un rang hautement prioritaire. Au cours de réunions régulières, on discute des différents aspects de la gestion de la dette de l'administration centrale avec les opérateurs des marchés. Ces derniers ont l'occasion de s'entretenir avec des représentants des unités de gestion de la dette,

notamment de l'éventuelle nécessité d'apporter des changements ou d'introduire de nouveaux instruments financiers.

### **Système de compensation et de règlement**

300. Les obligations publiques ainsi que les bons du Trésor à court et à moyen terme sont enregistrés électroniquement depuis 1983 auprès du Centre danois des valeurs mobilières (système VP). Les titres de l'État danois peuvent aussi être enregistrés par Euroclear et Clearstream. Pour faciliter le transfert de titres entre le système VP et Euroclear sans perte de jours de séance, il existe un lien direct entre les deux. Le règlement des opérations sur titres publics s'effectue habituellement par le système VP, mais parfois aussi par Euroclear et Clearstream. Les emprunts à l'étranger sont enregistrés par Euroclear ou Clearstream. Les trois systèmes sont conformes aux principes énoncés dans les normes CSPR/OICV de novembre 2001 relatives aux systèmes de règlement des opérations sur titres publics. En sa qualité d'organisme de contrôle, la banque centrale procédera à une évaluation officielle du système VP au regard de ces normes, durant le premier semestre de 2002.

### ***Questions fiscales et effets relatifs aux opérations sur titres publics***

301. Les obligations publiques danoises bénéficient du même régime que les autres titres sur le marché intérieur des obligations. Il n'existe aucune règle fiscale discriminatoire. Cela signifie que le régime de la fiscalité générale des valeurs mobilières s'applique aux titres publics. Les investisseurs étrangers qui acquièrent des obligations danoises ne sont assujettis à aucune retenue à la source.

302. S'agissant des investisseurs à titre individuel, qui sont redevables d'impôt à l'État danois, il existe une règle applicable au taux d'intérêt minimal des obligations nationales. Elle stipule que les plus-values réalisées sur les obligations assorties d'un taux supérieur au minimum sont exonérées d'impôt. Le taux minimal est habituellement révisé tous les six mois, en fonction de l'évolution du niveau général des taux d'intérêt.

#### IV. INDE<sup>30</sup>

303. L'Inde s'est dotée d'un régime de gestion des finances publiques et a enchâssé dans la Constitution le partage des compétences en la matière entre l'administration centrale et les États, ce qui s'est traduit par la création de trois listes : la liste de l'Union, la liste des États et la liste « concurrente ». Suivant la pratique budgétaire actuelle, la dette publique est constituée de trois catégories de passif : la dette intérieure, la dette extérieure et les autres éléments de passif.

304. La dette totale de l'administration centrale en pourcentage du PIB a atteint un sommet à la fin mars 1992, soit 65,4 %. Durant la première moitié des années 1990, on a assisté à une importante consolidation. À la fin mars 1997, la dette avait diminué de 9 points pour s'établir à 56,4 % du PIB (voir le tableau 1 de l'appendice). Depuis, la tendance est à l'augmentation : en pourcentage du PIB, la dette s'élevait à 65,3 % à la fin mars 2002 et devrait atteindre environ 67 % à la fin mars 2003.

305. Tout comme celui de l'administration centrale, le ratio dette/PIB des États a d'abord enregistré une diminution, quoique modeste, passant de 19,4 % à la fin mars 1991 à 17,8 % à la fin mars 1997; il a ensuite fortement augmenté, atteignant 24,1 % à la fin mars 2001 (voir les prévisions révisées dans le tableau 2 de l'appendice). D'après les prévisions budgétaires des États, le ratio dette-PIB s'établissait à 23,9 % à la fin mars 2002. De plus, le ratio intérêts-PIB des États est passé de 1,5 % en 1990-1991 à 2,6 % en 2001-2002 (prévision).

306. C'est sensiblement la même tendance qui ressort de l'analyse du passif global de l'administration centrale et des États, lequel représentait 72,9 % du PIB à la fin mars 2001 (voir le tableau 2 de l'appendice) et était estimé à quelque 76 % à la fin mars 2002, soit nettement plus qu'à la fin mars 1997 (63,5 %). L'accroissement marqué du ratio dette/PIB en 2001-2002 est principalement attribuable à l'augmentation du passif total de l'administration centrale. Lorsque la dette publique demeure élevée, le gouvernement doit payer plus d'intérêts et, par conséquent, emprunter davantage sur les marchés financiers, risquant ainsi d'accroître son déficit budgétaire.

307. Jusqu'au début des années 1990, la stratégie de développement de l'Inde conférait un rôle prédominant au secteur public. Grâce à l'importance des obligations légales des banques et aux emprunts considérables contractés auprès de la Reserve Bank of India (RBI), la banque centrale du pays, l'administration centrale a pu financer les lourds déficits budgétaires. La baisse des taux administrés sur les titres publics, alliée aux coefficients de réserves et de liquidités obligatoires élevées, a imposé un carcan au système financier et a réduit presque à néant les possibilités de gestion active de la dette.

---

<sup>30</sup> Cette étude de cas a été rédigée par Usha Thorat et Charan Singh, de la Reserve Bank of India, et Tarun Das, du ministère des Finances.

308. La réorientation de la stratégie de gestion de la dette s'inscrivait dans le cadre du processus de réforme du secteur financier enclenché au début des années 1990. À cette fin, les autorités ont préféré une approche graduelle qui accordait la priorité à l'enchaînement des initiatives stratégiques.

309. La première initiative du processus de réforme consistait à réaliser des ventes par adjudication afin que les émissions initiales de titres publics soient assujetties aux taux du marché (1992). Il a été convenu d'écourter la durée des titres afin de compenser dans une certaine mesure l'escalade des coûts d'emprunt et de tenir compte de deux facteurs, à savoir les préférences du marché dans le nouveau régime et la tendance à la baisse des taux d'intérêt qui se dessinait pour les années à venir. Dans les années qui ont suivi l'instauration progressive du mécanisme de détermination des prix, la durée des nouveaux titres d'emprunt a été limitée à 10 ans. Cette décision allait également dans le sens des recommandations du Comité d'examen des rouages du système monétaire (Reserve Bank of India, 1985). Par la suite, on a mis un terme à la monétisation automatique du déficit budgétaire, et la banque centrale a progressivement cessé de financer le budget de l'administration centrale à un taux subventionné.

310. La part des emprunts nets sur les marchés dans le financement du déficit budgétaire brut a progressivement augmenté, passant de 21 % en 1991-1992 à 66,2 % à l'heure actuelle, et ce, malgré la diminution des obligations légales. Les réserves obligatoires ont été réduites. Le ratio de liquidité obligatoire (le pourcentage du passif des banques qui doit être constitué de titres publics) a été abaissé, passant de 38,5 % – son plus haut niveau – en 1990 au seuil minimal (25 %) en 1997, et est demeuré inchangé depuis. Le ratio de réserves liquides (le pourcentage du passif des banques qui doit être constitué de liquidités placées à la RBI) a également été réduit de 25 % en 1992 – son plus haut niveau – à 5 % en juin 2002 (cela comprend les passifs conditionnels).

311. La stratégie de gestion de la dette a été modifiée de manière à mettre l'accent, d'une part, sur le risque de taux d'intérêt et le risque de refinancement inhérents à la gestion de la dette publique, et d'autre part, sur les objectifs de la politique monétaire, afin que ces objectifs soient harmonisés avec ceux de la politique monétaire. Cette stratégie a obligé les autorités à mettre en place le cadre institutionnel, infrastructurel, juridique et réglementaire que requiert le marché des titres publics.

#### **A. Mise en place d'une structure de gestion et d'un cadre institutionnel adaptés**

##### **Objectif**

312. L'objectif de la politique de la gestion de la dette a changé au fil des ans. Au début, elle visait principalement à limiter autant que possible le coût d'emprunt; à l'heure actuelle, on cherche plutôt à limiter le coût d'emprunt à long terme en tenant compte du risque, tout en s'assurant que la politique de gestion de la dette cadre avec la politique monétaire.

## Portée

313. Selon la classification budgétaire actuellement suivie par l'Inde, la dette de l'administration centrale est répartie entre trois catégories : la dette intérieure, la dette extérieure et les autres éléments de passif.

314. La dette intérieure et la dette extérieure constituent la dette publique de l'Inde et sont garanties par le fonds consolidé du pays. Elles sont inscrites dans l'état financier annuel du budget de l'Union, plus précisément dans le compte de capital (*Consolidated Fund of India - Capital Account*). En vertu de l'article 292 de la Constitution indienne, la dette publique garantie par le fonds consolidé est plafonnée; cependant, les « autres éléments de passif » inscrits dans le compte public sont soustraits à l'application de cette disposition. L'article 293 renferme également une disposition similaire, qui vise les emprunts des États : la législature de l'État a le pouvoir de limiter les emprunts de l'État qui sont garantis par son fonds consolidé. Cependant, l'État peut uniquement exercer son pouvoir d'emprunt sur le marché intérieur et doit obtenir l'autorisation préalable de l'administration centrale si celui-ci lui a consenti un prêt et qu'il n'a pas fini de le rembourser.

315. La *dette intérieure* englobe les emprunts sur les marchés, les titres spéciaux émis à la RBI; les obligations de compensation, les autres obligations et les bons du Trésor émis à la RBI, aux États, aux banques commerciales et à d'autres parties; les titres non négociables et non productifs d'intérêt libellés en roupies émis à des institutions financières du pays. La dette intérieure est classée sous les rubriques suivantes : emprunts sur les marchés, autres emprunts à long et à moyen terme, emprunts à court terme, et est comptabilisée dans les rentrées de l'Union. La *dette extérieure* comprend les prêts octroyés par des États et des organismes étrangers. Dans la catégorie *autres éléments de passif*, on trouve les autres obligations productives d'intérêt émises par le gouvernement, par exemple les dépôts dans les caisses d'épargne postale, les dépôts effectués dans le cadre de régimes de petit épargnant, les emprunts contractés sous forme de certificats d'épargne postale, les caisses de prévoyance, les fonds de réserve productifs d'intérêt des ministères tels que les ministères des chemins de fer et des télécommunications et certains autres dépôts.

316. C'est plus en qualité de banquier que d'emprunteur que l'administration centrale comptabilise les *autres éléments de passif*. Par conséquent, ces emprunts, qui ne sont pas garantis par le fonds consolidé de l'Inde, sont inscrits dans la comptabilité publique. En outre, certains des *autres éléments de passif* tels que la petite épargne sont davantage des flux autonomes, qui, dans une large mesure, sont tributaires de la préférence du public et de l'attrait relatif de ces instruments. Quoiqu'il en soit, il convient de souligner que tous les éléments de passif sont des obligations du gouvernement.

317. D'après le budget provisoire de l'exercice 2001-2002, le déficit budgétaire brut de l'administration centrale – 6 % du PIB – a été financé par les emprunts sur le marché intérieur (69,4 %) et les autres éléments de passif (26,1 %). Seulement 1,6 % du déficit budgétaire brut a été financé à l'extérieur du pays. Selon les prévisions budgétaires établies

pour l'exercice 2002-2003, le déficit budgétaire brut de l'administration centrale devrait s'établir à 5,3 % du PIB et être financé par les emprunts sur le marché intérieur dans une proportion de 70,7 % et par les autres éléments de passif à la hauteur de 28,7 %; 0,6 % seulement du déficit budgétaire serait financé à l'extérieur du pays.

### **Coordination avec la politique monétaire et la politique budgétaire**

318. La RBI gère la dette intérieure négociable du gouvernement. Comme la banque centrale est également responsable de la gestion monétaire, il convient de coordonner la politique monétaire et la politique de gestion de la dette, tout particulièrement dans l'optique des importants emprunts qui doivent être contractés aux taux du marché. À l'étape de l'établissement du budget, des consultations sont menées entre l'administration centrale et la RBI sur l'ampleur des emprunts sur les marchés, plus précisément sur le programme d'emprunts de l'administration centrale et du montant total des emprunts des États.

319. La coordination de la politique de gestion de la dette, de la politique budgétaire et de la politique monétaire est assurée par :

- le comité des marchés financiers de la RBI (qui est constitué des chefs des services responsables de la gestion de la dette, de la politique monétaire et de la gestion des réserves de devises), qui se réunit chaque jour afin d'analyser les marchés, la liquidité et d'autres questions financières;
- la participation des responsables de la gestion de la dette à la réunion d'orientation de la politique monétaire, qui a lieu au moins une fois par mois;
- le comité permanent de la gestion de la trésorerie et de la dette (où sont représentés la RBI en qualité de gestionnaire de la dette et de banquier du gouvernement, ainsi que le ministère des Finances et le gouvernement indien en tant que responsables de la budgétisation, de la politique budgétaire et des comptes publics), qui se réunit chaque mois;
- les consultations prébudgétaires annuelles visant à harmoniser le budget monétaire et les finances publiques, entre autres les finances des administrations infranationales.

320. Lorsque les marchés sont encore à l'état embryonnaire, tout particulièrement dans des pays comme l'Inde dont les emprunts nets sur les marchés sont importants (récemment, ils représentaient de 3 à 4 % du PIB), le fait que la gestion de la dette et la gestion monétaire sont du ressort de la banque centrale permet de bien coordonner les politiques. Cependant, à ce stade, l'économie s'ouvre aux flux de capitaux et le secteur privé commence à contribuer davantage à l'activité économique; de plus, la gestion monétaire doit être autonome, et la gestion de la dette ne doit plus relever de la banque centrale. En vertu du *Fiscal Responsibility and Budget Management Bill* (projet de loi sur la responsabilité financière et la gestion budgétaire), qui est à l'étude au Parlement, on a proposé que, afin d'amorcer la dissociation de la gestion monétaire et de la gestion de la dette, la RBI se retire du marché primaire des titres publics. Ce retrait s'étalerait sur trois ans.

321. On a accepté en principe que la gestion de la dette ne soit plus du ressort de la banque centrale. Cependant, trois conditions préalables devaient être satisfaites afin que cette fonction soit dissociée de la gestion monétaire : exercer un contrôle raisonnable sur le déficit budgétaire, développer les marchés financiers et apporter les modifications législatives nécessaires. La mise en œuvre du changement relatif à la responsabilité de la gestion de la dette dépend de l'ampleur et de la rapidité de la réduction du déficit budgétaire. Comme l'administration centrale a de grands besoins d'emprunt et qu'il importe de limiter autant que possible leur impact sur les taux d'intérêt, il a fallu, à l'occasion, procéder à des émissions de titres à diffusion restreinte auprès de la RBI, ou participer à une adjudication non concurrentielle sur le marché primaire et vendre ensuite ces titres lorsque la conjoncture s'améliorait. On considère le retrait de la RBI du marché primaire comme la première étape de la dissociation de la gestion de la dette et de la gestion monétaire. Par conséquent, la réduction du déficit budgétaire est envisagée à titre de préalable nécessaire afin que les emprunts de l'administration publique ne désorganisent pas les marchés financiers et que la transition vers la séparation de ces deux fonctions s'effectue en douceur. Dans le cadre du développement et de l'intégration des marchés financiers, des progrès importants ont été réalisés avec l'arrivée de nouveaux instruments et participants, le renforcement de l'infrastructure institutionnelle et la clarification de la structure de réglementation. Sur la scène législative, deux changements importants ont été proposés : (i) la modification de la *Reserve Bank of India Act* de manière que la RBI ne soit plus obligée de gérer la dette publique et qu'il appartienne à l'administration centrale de déterminer si elle doit s'acquitter de cette responsabilité ou si elle doit la confier à un organisme indépendant; (ii) le *Fiscal Responsibility and Budget Management Bill*, qui devrait juguler le déficit budgétaire.

### **Cadre juridique**

322. En vertu de la Constitution indienne, l'exécutif a le pouvoir de contracter des emprunts garantis par le fonds consolidé du pays ou de l'État dans les limites établies, le cas échéant, par le Parlement ou la législature de l'État.

323. Si le Parlement ou la législature de l'État confère un pouvoir d'emprunt en approuvant le budget, la RBI met en œuvre le programme d'emprunts en tant que mandataire de l'administration publique (de l'Union et des États).

324. La RBI exerce ses pouvoirs en matière de gestion de la dette en vertu de la *Reserve Bank of India Act, 1934*. Si elle est tenue de gérer la dette de l'Union, c'est aux termes d'ententes qu'elle s'occupe de la dette des États.

325. La marche à suivre aux fins de la gestion de la dette est régie par la *Public Debt Act, 1944* (loi sur la dette publique) et ses règlements. En raison des changements technologiques et des autres faits nouveaux survenus sur le marché des titres publics, les autorités souhaitent remplacer cette loi par un texte plus actuel, en l'occurrence le projet de loi sur les titres publics.

326. Selon les propositions de modifications de la *Reserve Bank of India Act*, la RBI ne serait plus tenue de gérer la dette publique, et le gouvernement pourrait confier ce rôle à un mandataire. Ainsi, il n'y aurait plus d'obstacle juridique à la dissociation de la gestion de la dette des autres attributions de la RBI.

### **Structure organisationnelle**

327. À l'heure actuelle, les fonctions de gestion de la dette intérieure négociable sont exécutées à la RBI, bien que différents services soient mis à contribution. La durée des titres et les dates d'émission sont établies de concert avec le ministère des Finances.

328. En ce qui a trait à la gestion de la dette extérieure, plusieurs divisions territoriales du Service des affaires économiques du ministère des Finances, par exemple la Division FMI-Banque, la Division BCE, la Division BAD, la Division CEE et la Division Japon, s'occupent de la négociation des titres avec la RBI. Rattachée au ministère des Finances, la Section de la gestion de la dette extérieure est le service de suivi de marché, et le Bureau du contrôleur des comptes d'aide et de la vérification du ministère des Finances, le service de post-marché.

329. La RBI exerce les pouvoirs de gestion de la dette publique, c'est-à-dire celle de l'Union et des États (administrations provinciales) aux termes de la *Reserve Bank of India Act, 1934*. Si la gestion de la dette de l'Union est une compétence d'origine législative, la RBI doit conclure une entente avec chaque État pour gérer sa dette. La banque centrale est donc responsable de la gestion du programme d'emprunts sur les marchés de l'Union et des États.

330. Un service de la RBI, la Section de la gestion de la dette intérieure, assure la gestion de la dette. Il lui appartient principalement d'établir le calendrier général des émissions primaires, de déterminer l'échéance des titres d'emprunt, d'élaborer les instruments et les méthodes utilisés pour réunir des ressources, de choisir le montant et la date de l'émission, et de prendre d'autres décisions clés en fonction des besoins du gouvernement, de la conjoncture du marché et des préférences des divers segments, tout en veillant à ce que la stratégie cadre avec les objectifs de la politique monétaire. La Section se charge également de conduire les ventes par adjudication.

331. La réception des offres et le règlement relèvent de divers services de la RBI. De plus, différents services de gestion de la dette publique exécutent les fonctions de tenue des registres et de dépositaire et se chargent de la tenue des comptes de titres, ce qui comprend l'inscription comptable de la propriété. Les comptes centraux sont tenus par le Service des comptes publics et bancaires.

332. Le Comité de gestion de la trésorerie et de la dette prend périodiquement les décisions relatives à la mise en œuvre du programme d'emprunts à la lumière des propositions soumises par la Section de la gestion de la dette et des préférences du marché. Il s'agit d'un

comité permanent de fonctionnaires du ministère des Finances et de la RBI. Les activités de ce groupe de travail sont complétées par les discussions que la RBI a régulièrement avec les divisions du budget et des dépenses du Ministère.

333. Un autre comité permanent, le Comité consultatif technique du marché monétaire et du marché des titres publics, conseille la RBI en ce qui a trait au développement et à la réglementation du marché des titres publics. Ce comité est constitué de personnalités éminentes du secteur financier, de représentants d'associations telles que la Primary Dealers Association of India, la Fixed Income Money Markets and Derivatives Association of India, ainsi que de représentants de fonds de placement, du monde universitaire et du gouvernement.

334. Les opérations de gestion de la dette sont assujetties à la vérification réglementaire comme toutes les autres activités de la RBI. Les services visés de la banque centrale sont également soumis à une vérification interne, ce qui comprend une vérification de gestion et une vérification simultanée. Il n'y a pas de comptes financiers réservés à la gestion de la dette à la RBI; par conséquent, ces opérations ne peuvent pas faire l'objet d'une vérification en bonne et due forme. Toutefois, si les opérations de gestion de la dette sont comptabilisées par le contrôleur général des comptes du gouvernement, les comptes sont vérifiés par le Bureau du contrôleur et vérificateur général des comptes, un organisme créé en vertu de la Constitution.

335. Alors que les activités de gestion de la dette intérieure sont décrites dans le rapport annuel de la RBI, un rapport réglementaire déposé au Parlement, les activités de gestion de la dette extérieure figurent dans le rapport d'étape annuel sur la dette extérieure présenté au Parlement par le ministre des Finances.

## **B. Cadre de gestion des risques et stratégie de gestion de la dette**

### **Cadre de gestion des risques**

336. Compte tenu de l'ampleur des déficits budgétaires de l'administration centrale — qui représentaient de 5 à 7 % du PIB dans les années 1990 —, la stabilité de la conjoncture est essentielle à la croissance économique dans un contexte de stabilité des prix. Pour ce qui est de la gestion de la dette extérieure, le gouvernement indien a opté pour la prudence, préconisant une approche progressive en vue d'assurer la convertibilité du compte de capital. Il a libéralisé, dans un premier temps, les flux financiers non générateurs d'endettement et, dans un deuxième temps, les flux d'endettement à long terme. Les emprunts commerciaux extérieurs ont été libéralisés en partie, dans les segments des emprunts à moyen et à long terme seulement. La dette extérieure à court terme est suivie de près, tout comme le déficit courant. En fait, le gouvernement indien ne fait pas appel aux prêteurs commerciaux étrangers et n'a pas de dette extérieure à court terme. Une forte proportion d'emprunts ont été consentis à des conditions concessionnelles; ceux-ci représentaient près de 80 % de la dette

extérieure souveraine à la fin mars 2002. Enfin, les titres à long terme prédominent dans le portefeuille des titres d'emprunt publics.

337. Ces politiques ont porté leurs fruits. Les restrictions aux mouvements de capitaux qui visaient les résidents et la faiblesse du passif à court terme ont aidé l'Inde à se prémunir contre les effets de la crise asiatique durant la période 1997-2000. Les indicateurs de la dette extérieure se sont nettement redressés au fil des ans. L'Inde est actuellement considérée comme un pays peu endetté suivant la classification utilisée par la Banque mondiale dans sa publication *Global Development Finance*. La charge de la dette, exprimée par le ratio dette/PIB, a été réduite de près de la moitié par rapport au sommet atteint à la fin mars 1992 (38,7 %) pour atteindre 20 % à la fin décembre 2001. De même, la charge du service de la dette en pourcentage des recettes courantes brutes inscrites au compte extérieur a été allégée de plus de la moitié, passant de 35,3 % (son plus haut niveau) en 1990-1991 à 16,3 % en 2000-2001. Si la dette à court terme a constamment diminué, le ratio dette à court terme/dette extérieure totale est passé du pic de 10,2 % atteint à la fin mars 1991 à 3,4 % à la fin mars 2001. Pendant la même période, avec pour toile de fond une forte augmentation des réserves de devises, la dette à court terme en pourcentage de l'actif en devises est passée de 382 % (son plus haut niveau) à 8,8 %.

338. Pour ce qui est de la dette intérieure, les responsables sont naturellement enclins à se demander si les taux d'intérêt peuvent demeurer au même niveau à long terme, sans perdre de vue le scénario budgétaire et d'autres facteurs macroéconomiques, lorsqu'ils planifient la durée des titres, le recours aux taux fixes et aux taux variables ainsi que la dette extérieure. Ils ont également décidé de ne pas émettre de titres d'emprunt à taux variable, de titres à court terme et de titres libellés en devises.

339. Durant les premières années qui ont suivi la mise en place d'un mécanisme de fixation des taux en fonction des forces du marché et des préférences des investisseurs, à savoir pendant la période 1992-1993 à 1998-1999, la durée moyenne des nouveaux titres (émis durant une année) se situait entre 5,5 et 7,7 ans. Compte tenu du recul de l'inflation, de l'essor des marchés, du rachat des titres existants, de même que de la nécessité d'uniformiser la durée des titres d'emprunt et de limiter autant que possible le risque de financement, la politique de la gestion de la dette a eu pour objectif d'accroître la durée de la dette. Par conséquent, la durée moyenne des emprunts émis après 1998-1999 (durant une année) était supérieure à 10 ans; dans le cas des emprunts émis pendant l'année courante jusqu'en décembre 2001, la durée moyenne était d'environ 14 ans. La durée moyenne de la dette totale, qui avoisinait les 6 ans en mars 1998, s'établissait à quelque 8,20 ans à la fin décembre 2001.

340. On peut opter pour la gestion prévisionnelle (ce qui suppose des coûts de détention) ou la gestion à flux tendu (ce qui comporte un risque lié à l'incertitude des marchés). Il convient de tenir compte de cette alternative lorsque l'on se présente sur un marché. Au cours d'une année, afin d'éviter que les marchés ne deviennent volatils en raison de l'importance et de l'imprévisibilité du volume d'emprunts contractés par l'administration centrale, ou encore

en raison de l'incertitude des marchés des changes, il arrive que la RBI souscrive des émissions primaires en achetant des titres d'emprunt qu'elle a émis. Ces titres sont ensuite vendus sur le marché secondaire lorsque la liquidité s'améliore et que l'incertitude s'estompe. Pour limiter autant que possible le risque attribuable à sa participation occasionnelle aux ventes par adjudication, qui se traduit par une expansion de la base monétaire centrale, la RBI exécute des opérations actives d'open market en fonction des besoins de liquidités du système engendrés par les opérations intérieures et extérieures.

341. Toutefois, le principal risque inhérent à la gestion de la dette est lié à son ampleur et aux pressions exercées par le service de la dette. Par conséquent, en sa qualité de conseiller et de gestionnaire de la dette, la RBI a pressé le gouvernement indien de plafonner la dette totale. Elle lui a également fourni les données techniques pour la rédaction d'un projet de loi sur la responsabilité financière et la gestion budgétaire en vue de réduire au minimum la vulnérabilité du pays. Ce projet de loi, qui a été déposé au Parlement, prévoit une réduction sélective du déficit budgétaire, tout particulièrement du déficit des recettes et de la dette totale en pourcentage du PIB, ainsi que le retrait de la RBI du marché des émissions primaires de titres d'emprunt.

### **Stratégie**

342. Compte tenu de l'ampleur du programme d'emprunts sur les marchés de l'Union et des États, la gestion des risques a consisté à limiter autant que possible le coût des emprunts en fonction du risque de refinancement. Par conséquent, les décisions relatives à la composition et à la durée des emprunts témoignent d'une aversion pour le risque dans le contexte du déficit budgétaire actuel et de ceux qui seront probablement enregistrés. Voici les trois fondements de la stratégie :

- limiter autant que possible le risque de refinancement;
- limiter autant que possible la dette extérieure;
- limiter autant que possible la dette à taux variable.

De plus, les responsables ont veillé tout spécialement à ce que les taux d'intérêt soient durablement viables.

343. En ce qui concerne la dette extérieure, les responsables ont mis l'accent sur les prêts consentis à des conditions relativement concessionnelles et de durée maximale. Récemment, le gouvernement indien a également décidé de rembourser par anticipation une partie de la dette contractée auprès d'institutions multilatérales et de créanciers bilatéraux. Dans certains cas, la durée et les taux d'intérêt des prêts coûteux ont été restructurés par les pays créanciers.

344. En évitant de contracter des dettes souveraines extérieures et des dettes à taux variable, le pays a considérablement réduit sa vulnérabilité. D'après les prévisions révisées pour 2001-2002, la dette intérieure constitue environ 61 % du passif total et les autres éléments de passif qui font partie de la dette intérieure, 24 % de l'encours total des

engagements de l'administration centrale (voir le tableau 2 de l'appendice). La dette extérieure (aux taux de change courants), qui consiste surtout en des emprunts contractés auprès d'institutions multilatérales et de créanciers bilatéraux, représente environ 15 % du passif total. La dette non négociable, qui englobe principalement la petite épargne, est gérée par le gouvernement. Le risque de refinancement est déterminé avec une très grande précision. La politique de la gestion de la dette met l'accent sur la structure d'amortissement de la dette et la part du programme d'emprunts correspondant aux bons du Trésor à 364 jours, de même que la part de la dette à taux variable.

345. Le processus de consolidation de la dette — qui prévoit la réouverture et la réémission des titres existants — a plus ou moins contribué à maintenir le nombre d'obligations au même niveau qu'à la fin de 1998-1999. Le fait que 43 des 110 emprunts actifs (39 %) <sup>31</sup> représentaient 77 % de la dette négociable peut témoigner de l'efficacité du processus de consolidation. En revanche, compte tenu de l'importance des emprunts nets de l'administration centrale, lesquels ne cessent de croître, il a été convenu d'étendre la structure d'amortissement de la dette publique afin de limiter autant que possible le risque de refinancement. Les emprunts qui arriveront à échéance au cours des 5 prochaines années représentent 31 % de la dette totale <sup>32</sup> et ceux qui sont remboursables d'ici 6 à 10 ans, 37 %. Donc, environ 32 % des emprunts ont une échéance supérieure à 10 ans. La durée moyenne pondérée de la dette s'établissait à quelque 8,20 ans à la fin de 2001, comparativement à environ 6 ans au 31 mars 1998.

346. La réouverture des emprunts au terme de ventes par adjudication au meilleur prix (par opposition au rendement, comme par le passé) a débuté en 1999. Cela a considérablement accru la liquidité du marché tout en favorisant l'émergence de titres de référence. De plus, la réouverture des émissions a facilité le processus de détermination des prix, en substituant au marché des émissions initiales.

347. Le rappel de nombreux emprunts existants en échange de quelques titres de référence n'a pas été jugé productif d'un point de vue administratif, économique et juridique. En l'absence d'excédents budgétaires et d'une clause de rachat des titres existants, ce type de consolidation active est difficile à réaliser.

348. Cependant, comme nous expliqué plus haut, en 2001-2002, le gouvernement avait remboursé par anticipation une partie de la dette coûteuse contractée auprès d'institutions multilatérales et restructuré des emprunts consentis par des créanciers bilatéraux. Le gouvernement a également autorisé certaines entreprises publiques à rembourser par anticipation une partie de leur dette extérieure coûteuse, qui était garantie par l'administration

---

<sup>31</sup> À la fin 2001.

<sup>32</sup> À la fin 2001.

centrale. Ces politiques ont contribué à réduire la dette extérieure souveraine ainsi que les passifs conditionnels de l'État dans une certaine mesure.

### **Gestion de la trésorerie**

349. En 1994, le gouvernement indien a paraphé une entente historique avec la RBI afin d'éliminer sur une période de trois ans la monétisation automatique des déficits budgétaires. Ainsi, l'émission de bons du Trésor en fonction des besoins afin de financer les opérations du gouvernement a été abolie le 1<sup>er</sup> avril 1997. En vertu d'un nouveau mécanisme, le gouvernement pouvait obtenir des avances budgétaires afin de remédier au déséquilibre temporaire des flux de trésorerie. Lorsque le seuil de 75 % du plafond qui avait été établi pour ces avances était franchi, la RBI pouvait prendre position sur le marché au nom de l'État afin de réunir des fonds. Bien entendu, cela supposait que l'État finançait ses besoins budgétaires aux taux du marché. Compte tenu des tendances des flux de trésorerie, le plafond des avances budgétaires est plus bas au deuxième semestre qu'au premier semestre. Avec le recours aux avances budgétaires, la RBI doit démontrer une plus grande habileté pour gérer activement la dette. De même, ce mécanisme a obligé à gérer efficacement la trésorerie publiques. Par conséquent, les fonds publics excédentaires, le cas échéant, sont investis dans les titres publics offerts par la RBI, ce qui réduit les emprunts nets contractés auprès de cette dernière, de même que le coût du crédit.

350. La RBI verse également des avances budgétaires aux États de l'Union. Les plafonds sont établis suivant une formule qui tient compte de leurs recettes et de leurs dépenses d'investissement. Lorsque les plafonds sont atteints, les comptes sont à découvert. Non seulement le découvert ne peut pas excéder l'avance budgétaire, mais il n'est autorisé que pour une période de 12 jours ouvrables. Au-delà de ce délai, les paiements sont interrompus au nom de l'État en question.

351. Les excédents des États sont investis dans des bons du Trésor spéciaux à moyen terme de l'administration centrale. Comme, au besoin, ces instruments peuvent être réescomptés instantanément, le taux d'intérêt correspond au taux d'escompte moins 1 %. À la demande des États, la RBI investit également leurs fonds excédentaires dans des titres à échéance fixe de l'État indien qu'elle offre aux taux du marché secondaire.

### **Passifs conditionnels**

352. Les passifs conditionnels de l'administration centrale sont constitués par les garanties qu'il émet afin d'inciter les particuliers à investir et à épargner. Il peut s'agir d'engagements éventuels intérieurs ou extérieurs, et les passifs conditionnels peuvent être explicites ou implicites. Dans le cas des passifs conditionnels intérieurs, l'administration centrale garantit directement des emprunts intérieurs, des coûts de restructuration du capital des entreprises publiques ou des engagements des régimes de retraite sans capitalisation. Les passifs conditionnels extérieurs englobent les garanties directes de la dette extérieure, les garanties de change applicables à la dette extérieure telles que les Resurgent India Bonds et les Indian

Millennium Deposits, et les contre-garanties accordées aux investisseurs étrangers qui participent à des projets d'infrastructures, tout particulièrement des projets de centrales électriques. Bien que, d'un point de vue comptable, les passifs conditionnels ne fassent pas partie de la dette publique, ils peuvent fragiliser la situation budgétaire du gouvernement en cas de non-paiement.

353. Le montant total des garanties directes existantes émises par l'administration centrale (dette intérieure et dette extérieure) est demeuré stable, s'établissant à environ 1.000 milliards de roupies de la fin mars 1994 à la fin mars 1999. Si les garanties intérieures ont légèrement augmenté durant cette période, les garanties extérieures ont quant à elles affiché une diminution en chiffres absolus. Cependant, en pourcentage du PIB, les garanties intérieures et les garanties extérieures ont diminué de 3 points de 1993 à 1999. Donc, la dette totale garantie par l'administration centrale n'a cessé de diminuer, passant de 11,8 % du PIB en 1993-1994 à 5,9 % en 1998-1999.

354. Par ailleurs, les garanties de change applicables à la dette extérieure ont également un impact sur les finances de l'administration centrale. Par exemple, dans le cas des Resurgent India Bonds, l'entente prévoit que la perte de change qui excède 1 % du montant total en devises, soit 4,2 milliards de dollars EU, serait assumée par l'État indien. L'ampleur de la perte depuis la première émission de ces titres, en août 1998, dépendrait du taux de change en vigueur au moment du rachat, en 2003. Tout récemment, une garantie de change similaire a été fournie sur les 5,5 milliards de dollars EU obtenus grâce aux India Millennium Deposits, d'octobre à novembre 2000. Pour ce qui est des contre-garanties accordées aux investisseurs étrangers qui participent à des projets d'infrastructures, le trésorier de l'administration centrale est confronté à un risque comparable. Par ailleurs, le volume d'engagements éventuels intérieurs implicites qui sont associés à des caisses de retraite ne cesse de croître.

#### *Plafonnement obligatoire de la dette publique et des passifs conditionnels*

355. Ployant sous le poids de l'énorme dette publique et des intérêts — héritage d'une longue série d'importants déficits budgétaires —, qui ne cessait de réduire la marge de manœuvre financière, l'administration centrale a, en 2000, déposé au Parlement un projet de loi sur la responsabilité financière et la gestion budgétaire. Ce texte législatif vise à assurer l'équité intergénérationnelle de la gestion budgétaire et la stabilité macroéconomique à long terme. Pour atteindre ces objectifs, il convient de dégager un excédent suffisant des recettes sur les dépenses, d'éliminer le déficit budgétaire, de supprimer les obstacles financiers à la gestion efficace de la politique monétaire, de gérer la dette avec prudence dans l'optique de la viabilité budgétaire en limitant les emprunts, la dette et les déficits de l'administration centrale, ainsi que d'accroître la transparence des opérations financières. À cet égard, la gestion de la dette vise plus précisément à s'assurer que le passif total de l'administration centrale (qui comprend la dette extérieure évaluée au taux de change courant) est réduite durant les 10 prochaines années et n'excède pas 50 % du PIB. De plus, l'administration centrale ne peut pas contracter d'emprunts auprès de la RBI en demandant à celle-ci de souscrire les émissions primaires.

356. Le projet de loi vise également à contenir les passifs conditionnels en veillant à ce qu'ils n'excèdent pas 0,5 % du PIB au cours d'un exercice financier. Au nom de la transparence, les exposés budgétaires feraient état des passifs conditionnels sous forme de garanties, notamment celles qui sont fournies pour financer le risque de change inhérent à une opération, des créances et des engagements pris par l'administration centrale qui peuvent avoir une incidence budgétaire.

### **C. Mise en place de marchés des titres publics**

#### **Raison d'être et approche**

357. En tant que gestionnaire de la dette de l'État, la RBI juge capital de créer des marchés actifs et liquides pour les titres publics, car ils facilitent le processus de détermination du prix et diminuent le coût de la dette publique. De plus, de tels marchés assurent l'efficacité du mécanisme de transmission monétaire, facilitent le lancement de produits de couverture et la détermination de leur prix, et tiennent lieu de marchés de référence pour d'autres instruments d'emprunt. Par conséquent, en tant qu'autorité monétaire, la RBI a tout intérêt à ce que les marchés de la dette se développent. Des marchés liquides supposent une évaluation plus transparente et plus précise des avoirs financiers; de plus, ils améliorent la gestion des risques et sont donc extrêmement utiles à la RBI dans l'optique de la réglementation du système financier. Dans le cadre de l'intégration du système et des marchés mondiaux, l'intermédiation financière à faible coût sur les marchés intérieurs est essentielle si l'on veut éviter que ces opérations ne soient exécutées à l'étranger. Voilà qui donne du poids à l'argument en faveur de la création de marchés intérieurs de la dette.

358. Par conséquent, depuis le début des années 1990, la RBI a mis l'accent sur le développement des marchés des titres publics en prenant successivement des mesures soigneusement coordonnées dans le cadre d'un plan bien précis visant à créer un marché primaire et un marché secondaire, à mettre en place les institutions, à élargir l'éventail de participants et de produits, à adopter des pratiques judicieuses en matière d'exécution des opérations et de règlement, à diffuser l'information sur les marchés, ainsi qu'à établir des lignes directrices prudentes sur l'évaluation, la comptabilité et la divulgation.

#### **Spécialistes en valeurs du Trésor**

359. Le système des spécialistes en valeurs du Trésor, qui exercent leurs activités depuis 1996, a été mis en place afin de développer le marché primaire et le marché secondaire des titres publics en Inde. Ce mécanisme institutionnel vise d'une part, à s'assurer que, outre la RBI, il existe des preneurs fermes et des teneurs de marché pour les titres publics, de manière que la banque centrale puisse progressivement se retirer de ce secteur; d'autre part, à renforcer l'infrastructure du marché des titres publics afin d'en accroître le dynamisme, la liquidité et la diversification. Les objectifs intermédiaires consistent à améliorer le système de négociation du marché secondaire, qui faciliterait le processus de détermination des prix; à accroître la liquidité et la circulation des titres; à élargir l'éventail de détenteurs volontaires

de titres publics; à faire des spécialistes en valeurs du Trésor des intermédiaires efficaces en vue de l'exécution d'opérations d'open market.

360. Les spécialistes en valeurs du Trésor doivent entre autres prendre des engagements d'offres annuels envers la RBI, souscrire les émissions primaires et proposer des cours acheteur-vendeur à l'égard de certains titres publics. Les engagements d'offres annuels sont déterminés dans le cadre de négociations avec la RBI. On s'assure que des offres sérieuses seront présentées par la stipulation d'un taux de réussite (40 %) lié aux engagements d'offres. En échange, les spécialistes obtiennent un concours de trésorerie de la RBI. Ce concours, qui consistait exclusivement en une facilité permanente durant les premières années (elle était liée aux engagements d'offres et aux opérations sur le marché secondaire et ne pouvait excéder un certain montant correspondant à un ratio de leur valeur nette), sera supprimé progressivement. Les spécialistes en valeurs du Trésor et les banques peuvent tirer parti de la facilité de trésorerie d'ajustement de la RBI, qui permet à cette dernière d'exécuter des opérations sur le marché par le biais de mises et prises en pension.

361. Les spécialistes en valeurs mobilières sont essentiellement des sociétés financières non bancaires bien capitalisées, constituées en filiales de banques et d'institutions financières ou des sociétés, et jouent un rôle prédominant sur le marché des titres publics. À l'heure actuelle, on dénombre 18 spécialistes en valeurs du Trésor agréés par la RBI.

362. La RBI a également envisagé de mettre en place un mécanisme institutionnel reposant sur des courtiers satellites qui viendraient étayer les efforts des spécialistes en valeurs du Trésor, principalement en vue de créer un marché de détail pour les titres publics. Comme leur nom l'indique, ils devaient être associés à un spécialiste; la RBI ne leur a donc pas accordé les mêmes avantages qu'aux spécialistes. L'inaccessibilité du marché des avances à vue et les entraves à l'exécution d'opérations sur le marché des pensions (entre autres l'interdiction de vendre des titres achetés en vertu d'un accord de pensio et de vendre à découvert) ont limité les activités des courtiers satellites. Par conséquent, ce mécanisme n'a jamais joué son rôle. Si certains des courtiers satellites sont devenus des spécialistes en valeurs du Trésor, les autres n'ont joué qu'un rôle de courtier.

### **Courtiers**

363. Si on les incite à se passer des services des courtiers dans la mesure du possible, les banques peuvent exécuter des opérations sur des titres publics par l'entremise des membres-courtiers de la National Stock Exchange, de la Bombay Stock Exchange et du Over-The-Counter Exchange of India (marché hors bourse). Environ 35 % des opérations sont réalisées sur le marché de gré à gré. Les autres opérations se font par l'intermédiaire de courtiers membres des bourses et se reflètent dans le volume des transactions des bourses. Par suite de la découverte de relations frauduleuses entre des courtiers et des banques, la RBI a demandé aux institutions bancaires de ne pas réaliser plus de 5 % de leurs opérations avec le même courtier.

## **Instruments**

364. Au début des années 1990, divers instruments ont été émis à titre expérimental en plus des obligations à taux fixe. Mentionnons notamment les obligations à coupon zéro, les actions pouvant être payées par versements, les obligations à taux variable, les obligations indexées de financement d'immobilisations.

365. Sans perdre de vue les besoins des divers segments du marché, on a convenu de la nécessité d'offrir différentes dates de rachat et de se concentrer sur de nouvelles émissions et certaines échéances clés de référence, ce qui s'est traduit par l'émission de titres à échéance relativement plus longue au cours des dernières années. Dans la mesure du possible, la RBI s'efforce de diversifier la durée des titres. Si l'allongement des échéances a avantagé les investisseurs ayant une optique à long terme tels que les compagnies d'assurance, les caisses de retraite et les caisses de prévoyance, elle a engendré un manque de concordance de l'actif et du passif du secteur bancaire, qui, pour le marché des titres publics, demeure le principal investisseur final et détenteur des titres. C'est pourquoi la RBI tente de développer le marché des titres publics démembrés. À cet égard, un document de consultation est accessible sur le site Internet de la RBI<sup>33</sup>.

366. Par ailleurs, afin de faciliter la gestion des risques de taux d'intérêt, la RBI a émis de nouvelles obligations à taux variable sur une petite échelle (la première émission de ces titres remonte à 1995). Ces obligations représentent actuellement moins de 1,5 % des obligations en circulation. De plus, la banque centrale n'a pas offert d'obligations rachetables à titre expérimental, compte tenu de l'ampleur de la dette totale, du programme de nouvelles émissions et du risque de refinancement.

## **Marche à suivre pour l'émission**

367. En général, les titres publics sont vendus par adjudication. Ils sont parfois négociés au moyen d'un système d'émission permanente à intérêt fixe. Les principales caractéristiques du processus d'émission ont été codifiées et sont diffusées par avis public. Le public est informé des détails de chaque émission, généralement de trois à sept jours avant l'émission ou l'adjudication.

368. L'établissement d'un calendrier doit mettre en équilibre la certitude que requiert le marché et la flexibilité recherchée par l'émetteur dans l'optique de la gestion prévisionnelle. De plus, l'incertitude entourant les mouvements de trésorerie de l'État constitue un autre obstacle de taille à la publication du calendrier des émissions. En avril 2002, le premier calendrier des émissions de titres négociables à échéance fixe du gouvernement indien a été publié pour la première moitié de l'exercice financier. On a ensuite annoncé la publication

---

<sup>33</sup> [www.rbi.org.in](http://www.rbi.org.in).

d'un calendrier d'emprunts pour le deuxième semestre, en septembre 2002. On prévoit de continuer à annoncer la publication du calendrier deux fois l'an afin de permettre aux investisseurs institutionnels et aux particuliers de mieux planifier leurs investissements et d'accroître la transparence et la stabilité du marché des titres publics. Il existe déjà un calendrier d'annonce préalable des adjudications de bons du Trésor.

369. Dans le cas des États, la RBI préfère habituellement annoncer au préalable le rendement du coupon, qui est fixe et qui excède d'environ 25 points de base le taux du marché pour un titre de l'Union ayant la même échéance.

370. Peuvent participer aux ventes par adjudication de titres publics les particuliers, les institutions, les caisses de retraite, les caisses de prévoyance, les Indiens non résidents, les sociétés d'outre-mer ainsi que les investisseurs institutionnels étrangers. Les particuliers et les petits investisseurs tels que les caisses de prévoyance et les caisses de retraite, de même que les sociétés peuvent également prendre part à une adjudication non concurrentielle dans le cas de certaines émissions de titres publics à échéance fixe et des bons du Trésor. L'adjudication dans un régime non concurrentiel est autorisée depuis janvier 2002, et un faible pourcentage pouvant atteindre 5 % est réservé aux offrants dans le cadre d'un tel régime, aux taux de rentabilité moyens pondérés. Les offres sont présentées par l'entremise des banques et des spécialistes en valeurs du Trésor. L'adjudication à prix multiples est la formule la plus répandue, bien que la RBI ait récemment eu recours à l'adjudication à prix uniforme à titre expérimental.

371. Chaque fois que l'État a un besoin urgent d'emprunter sur les marchés et n'a pas suffisamment de temps pour procéder à une émission publique de titres, la RBI souscrit une émission à diffusion restreinte (à des taux proches de ceux du marché secondaire). Les titres sont écoulés sur le marché secondaire lorsque la conjoncture le permet. Cette méthode est également employée lorsque la demande est incertaine, et que la RBI et l'État ne veulent pas prendre le risque d'une vente par adjudication. Elle est également utilisée couramment pour les titres d'emprunt des États.

### **Innovations technologiques et mécanisme de règlement**

372. La RBI a mis au point un système de négociation électronique (NDS), qui est en service depuis février 2002. Ce système permet de présenter les offres par voie électronique à l'occasion des ventes par adjudication. De plus, il assure un règlement direct, car il est relié aux services de la dette publique et aux comptes des banques tenus par la RBI. Les banques, les spécialistes en valeurs du Trésor et d'autres institutions financières, les fonds de placement notamment, peuvent exécuter des opérations sur les titres publics à l'aide de ce système en temps réel et entrer les opérations dans le système en vue de leur règlement. Les détails des opérations seront accessibles aux participants au marché sur le système de négociation. En octobre 2002, la RBI a également commencé à diffuser sur son site Internet les données sur les opérations sur les titres publics qui sont entrées en temps réel dans le système.

373. Utilisé depuis 1995 pour le règlement des opérations sur titres publics, le système de livraison contre paiement (méthode I) a beaucoup diminué le risque de non-règlement et a favorisé l'augmentation du volume de ces opérations sur le marché secondaire. La réalisation des projets en cours et le lancement des fonctions et des produits associés à la Clearing Corporation of India Ltd. (CCIL), au système de négociation électronique, au virement électronique de fonds et au système de règlement brut en temps réel, de même que le projet de loi sur les titres publics (qui doit remplacer la *Public Debt Act, 1944*) viendront accroître encore l'efficacité et la sécurité du marché des titres publics.

374. Une chambre de compensation, la Clearing Corporation of India Ltd. (CCIL), a été créée en même temps que le système de négociation électronique, en février 2002. La CCIL est la contrepartie centrale aux fins du règlement des opérations sur titres publics, qu'il s'agisse d'achats purs et simples ou d'opérations s'inscrivant dans un accord de pension. Le règlement est garanti par un fonds de garantie de règlement géré par la CCIL et financé par les membres. La création de la CCIL est considérée comme un jalon dans le cadre de la création du marché des titres publics et devrait se traduire par une forte croissance du volume d'accords de mise en pension de titres.

375. L'élaboration du système de règlement brut en temps réel a déjà débuté et devrait apporter d'autres améliorations au système de paiements et de règlement.

### **Marché de détail**

376. La RBI souhaite qu'un plus grand nombre de particuliers investissent dans les titres publics. La banque centrale a notamment fait la promotion des *Gilt Funds* afin de développer un marché de détail pour les titres publics. Entièrement constitués de titres publics, ces fonds sont offerts aux particuliers sous forme de parts. La RBI apporte aux fonds de placement un concours de trésorerie restreint qui consiste en des accords de pension afin de favoriser la création d'un marché de détail indirect pour les titres publics.

377. La RBI autorise la participation des particuliers aux adjudications dans un régime non concurrentiel jusqu'à concurrence de 5 % du montant annoncé. Ces opérations sont exécutées par les banques et les spécialistes en valeurs du Trésor.

378. Afin que les particuliers puissent facilement exécuter des opérations sur titres publics, on prévoit de mettre en place dans les bourses un système d'écrans d'ordres fournissant des garanties adéquates pour le règlement.

### **Coordination de la dette publique et de la dette du secteur privé**

379. En plus de la gestion active de la dette publique négociable, la RBI s'est concentrée sur la rationalisation des taux d'intérêt réglementés et du régime fiscal applicables à la petite épargne et à l'épargne contractuelle, par exemple les caisses de prévoyance et les caisses de retraite. Cela vise non seulement à limiter autant que possible le coût réel de la dette totale,

mais également à assujettir ces éléments de passif aux taux du marché. Les institutions financières publiques ou les institutions bancaires qui financent le développement à long terme des entreprises sont les plus importants créanciers du secteur privé. On a donc émis des lignes directrices afin de plafonner l'écart de taux d'intérêt entre les prêts qu'elles octroient et les titres publics ayant une durée similaire. La dette des entreprises ne relève pas de la RBI. Lorsqu'elle communique au gouvernement indien (Ministère des finances) le seuil acceptable relativement au total des emprunts sur les marchés, la banque centrale tient compte des besoins des entreprises qui doivent être satisfaits sur le marché du crédit et le marché des capitaux.

### **Lois et règlements**

380. La *Public Debt Act 1944* devrait être remplacée par une nouvelle loi sur les titres publics. Le projet de loi qui a été déposé vise à rationaliser et à simplifier la gestion de la dette publique de l'administration centrale et des États, et tient compte des changements opérationnels et technologiques.

381. Aux termes des modifications apportées à la *Securities (Contracts) Regulation Act* en mars 2000, la RBI s'est vue accordée des pouvoirs clairement définis afin de réglementer les opérations exécutées sur le marché des titres publics<sup>34</sup>.

382. La vente à découvert de titres n'est pas autorisée en vertu de la réglementation actuelle.

### **Fiscalité**

383. Au plan fiscal, les titres publics ne font pas l'objet d'une retenue à la source. Les profits sont considérés comme des revenus et des plus-values selon la nature de l'opération, et les investisseurs peuvent calculer l'impôt à payer suivant la comptabilité de caisse ou d'exercice. Cependant, un tel traitement pourrait désorganiser le marché lorsque des titres publics démembrés seront offerts. Le Central Board of Direct Taxes a modifié les lignes directrices sur le traitement fiscal des obligations à coupon zéro ou des obligations à prime d'émission élevée, exigeant que, aux fins de l'impôt, les gains calculés avec la méthode d'évaluation de la valeur au marché qui ont été réalisés durant l'année soient pris en compte. L'incitatif fiscal relatif à la dette non négociable telle que la petite épargne a tendance à entraîner une distorsion du marché des titres publics, et un comité relevant du sous-gouverneur de la RBI a récemment recommandé la rationalisation du traitement fiscal de ces instruments.

---

<sup>34</sup> Le Securities and Exchanges Board of India (SEBI) est l'organisme de réglementation des marchés financiers. Un comité de haut niveau des marchés financiers coordonne les activités des deux organismes de réglementation.

## **Respect des normes du Comité sur les systèmes de paiement et de règlement et de l'Organisation internationale des commissions de valeurs**

384. Une analyse détaillée des normes du Comité sur les systèmes de paiement et de règlement et de celles de l'Organisation internationale des commissions de valeurs est en cours. Quoiqu'il en soit, l'application générale de ces normes est décrite ci-dessous.

- *Risque préalable au règlement* : à l'heure actuelle, toutes les opérations entre des participants directs au marché sont confirmées directement entre eux le même jour et sont réglées le même jour ou le lendemain, ce qui minimise le risque préalable au règlement. Dans le cas des opérations entre des membres des bourses, la confirmation est effectuée le jour de l'opération (T+0), mais le règlement peut avoir lieu dans les cinq jours qui suivent (T+5.)
- *Risque de non-règlement* : les opérations exécutées par les banques, les institutions financières, les spécialistes en valeurs du Trésor et les fonds de placement qui ont un compte sans certificat auprès du Service de la dette publique de la RBI sont réglées au moyen d'un système de règlement brut suivant la formule livraison contre paiement. Les ordres sont mis en file jusqu'à la fin de la journée, lorsque le montant du règlement est connu. S'il n'y a pas suffisamment de titres ou de fonds, l'ordre est annulé. En 2001, les ordres annulés ne représentaient qu'environ 0,01 % du nombre total d'ordres et quelque 0,3 % de la valeur totale des ordres. La création de la CCIL a permis de limiter autant que possible le risque préalable au règlement et le risque de règlement en garantissant le règlement au moyen de divers systèmes de gestion des risques, entre autres le fonds de garantie de règlement.
- *Risque juridique* : Plusieurs des gardes-fous juridiques recommandés aux fins de la création d'un système de règlement sûr — ce qui comprend les droits des contreparties centrales sur le fonds de garantie de règlement en cas d'insolvabilité des membres, etc. — n'ont pas encore été mis en place. Cependant, d'ici à ce que des modifications législatives détaillées soient apportées, la légalité de divers aspects du processus de règlement a été établie par des ententes régies par le droit des contrats, de même que par l'utilisation de concepts tels que la novation pour la légalité de la compensation interne.

Tableau 1. Encours du passif de l'administration centrale

(en 10 millions de roupies ou « crores »)

Exercice	Passif intérieur (3+4)	Dette intérieure	Autres éléments de passif intérieur	Dette extérieure 1/	Passif total (2+5)	Dette extérieure ajustée 2/	Passif total ajusté 2/ (2+7)
1	2	3	4	5	6	7	8
1990-1991	283 033	154 004	129 029	31 525	314 558	66 314	349 347
1991-1992	317 714	172 750	144 964	36 948	354 662	109 685	427 399
1992-1993	359 654	199 100	160 554	42 269	401 923	120 987	480 641
1993-1994	430 623	245 712	184 911	47 345	477 968	127 808	558 431
1994-1995	487 682	266 467	221 215	50 929	538 611	142 514	630 196
1995-1996	554 984	307 869	247 115	51 249	606 233	148 398	703 382
1996-1997	621 438	344 476	276 962	54 238	675 676	149 564	771 002
1997-1998	722 962	388 998	333 964	55 332	778 294	161 418	884 380
1998-1999	834 551	459 696	374 855	57 255	891 806	177 934	1 012 485
1999-2000	962 592	714 254	248 338	58 437	1 021 029	186 791	1 149 383
2000-2001	1 111 081	803 698	307 383	65 945	1 177 026	189 990	1 301 071
2001-2002	1 274 369	909 052	365 317	67 899	1 342 268	222 780	1 497 149
(prév. rév.)							
2002-2003	1 444 248	1 021 739	422 509	68 520	1 512 768	n.d.	n.d.
(prév. de base)							
(en % du PIB)							
1990-1991	49,8	27,1	22,7	5,5	55,3	11,7	61,4
1991-1992	48,6	26,5	22,2	5,7	54,3	16,8	65,4
1992-1993	48,1	26,6	21,5	5,6	53,7	16,2	64,2
1993-1994	50,1	28,6	21,5	5,5	55,6	14,9	65,0
1994-1995	48,2	26,3	21,8	5,0	53,2	14,1	62,2
1995-1996	46,7	25,9	20,8	4,3	51,0	12,5	59,2
1996-1997	45,4	25,2	20,2	4,0	49,4	10,9	56,4
1997-1998	47,5	25,5	21,9	3,6	51,1	10,6	58,1
1998-1999	47,9	26,4	21,5	3,3	51,2	10,2	58,2
1999-2000	49,9	37,0	12,9	3,0	52,9	9,7	59,6
2000-2001	53,2	38,5	14,7	3,2	56,4	9,1	62,3
2001-2002	55,6	39,7	15,9	3,0	58,6	9,7	65,3
(prév. rév.)							
2002-2003	56,9	40,3	16,6	2,7	59,6	n.d.	n.d.
(prév. de base)							

1/ Au taux de change historique.

2/ Conversion au taux de change de fin d'exercice.

Tableau 2. Encours du passif de l'administration centrale et des États

(en 10 millions de roupies ou « crores »)

Exercice	Dettes de l'administration centrale			Dettes des États	Dettes de l'administration centrale et des États		
	Intérieure	Extérieure 2/	Total	Intérieure	Intérieure	Extérieure 2/	Total
1990-1991	283 033	66 314	349 347	110 289	319 432	66 314	385 746
1991-1992	317 714	109 685	427 399	126 338	360 787	109 685	470 472
1992-1993	359 654	120 987	480 641	142 178	410 579	120 987	531 566
1993-1994	430 623	127 808	558 431	160 077	489 546	127 808	617 354
1994-1995	487 682	142 514	630 196	184 527	557 294	142 514	699 808
1995-1996	554 984	148 398	703 382	212 225	638 296	148 398	786 694
1996-1997	621 438	149 564	771 002	243 525	719 390	149 564	868 954
1997-1998	722 962	161 418	884 380	281 207	836 207	161 418	997 625
1998-1999	834 551	177 934	1 012 485	341 978	978 018	177 934	1 155 952
1999-2000	962 592	186 791	1 149 383	420 132	1 145 905	186 791	1 332 696
2000-2001	1 111 081	189 990	1 301 071	504 248	1 333 156	189 990	1 523 146
2001-2002 (prév. rév.)	1 274 369	222 780	1 497 149	n.d.	n.d.	222 780	n.d.
2002-2003 (prév. de base)	1 444 248	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
(en % du PIB)							
1990-1991	49,8	11,7	61,4	19,4	56,2	11,7	67,8
1991-1992	48,6	16,8	65,4	19,3	55,2	16,8	72,0
1992-1993	48,1	16,2	64,2	19,0	54,9	16,2	71,0
1993-1994	50,1	14,9	65,0	18,6	57,0	14,9	71,9
1994-1995	48,2	14,1	62,2	18,2	55,0	14,1	69,1
1995-1996	46,7	12,5	59,2	17,9	53,7	12,5	66,2
1996-1997	45,4	10,9	56,4	17,8	52,6	10,9	63,5
1997-1998	47,5	10,6	58,1	18,5	54,9	10,6	65,5
1998-1999	47,9	10,2	58,2	19,6	56,2	10,2	66,4
1999-2000	49,9	9,7	59,6	21,8	59,4	9,7	69,1
2000-2001	53,2	9,1	62,3	24,1	63,8	9,1	72,9
2001-2002 (prév. rév.)	55,6	9,7	65,3	n.d.	n.d.	9,7	n.d.
2002-2003 (prév. de base)	56,9	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.

1/ Au taux de change historique.

2/ Conversion au taux de change de fin d'exercice.

## V. IRLANDE<sup>35</sup>

385. Une loi adoptée en 1990 chargeait la National Treasury Management Agency (NTMA) de gérer la dette nationale de l'Irlande. Les pouvoirs délégués à la NTMA l'autorisent, entre autres, à émettre des titres de créance, à conduire l'activité relative au marché secondaire et à mener toute activité complémentaire essentielle, notamment en matière de compensation et de règlement.

### A. Objectifs et coordination de la gestion de la dette

#### Objectifs de la gestion de la dette

386. La NTMA gère la dette nationale en veillant d'abord à protéger la liquidité, afin qu'il soit possible de satisfaire aux besoins financiers de l'Échiquier par des moyens prudents et économiques, puis elle fait le nécessaire pour limiter le coût annuel du service de la dette au minimum, en contenant les risques dans des limites acceptables. Qui plus est, elle doit prendre en compte le montant absolu de la dette, dans la mesure où son intervention est susceptible de l'infléchir (émissions avec forte prime d'émission et assortiment de monnaies de libellé).

387. Si les grands objectifs de gestion de la dette sont restés plus ou moins les mêmes, les moyens de les mettre en œuvre le plus avantageusement ont évolué, notamment suite à l'adoption de l'euro par l'Irlande.

#### Portée

388. La gestion de la dette englobe à la fois l'émission et la gestion ultérieure des titres de créance à court et à moyen terme de l'administration centrale et la gestion de ses soldes de trésorerie. L'activité concerne tant le coût annuel du service de la dette, notamment les opérations classiques pour mesurer et limiter le montant total des frais d'intérêt et d'émission de titres d'un exercice donné, que l'effet économique de l'ensemble des mesures de gestion sur la durée de la dette. La seconde activité mentionnée consiste à mesurer la valeur actuelle nette de l'endettement et à la comparer à des données-repères.

#### Coordination avec les politiques monétaire et budgétaire

389. Envisagé sous l'angle des flux de trésorerie, le coût annuel du service de la dette constitue une part importante des dépenses globales prévues au budget du Ministre des finances (Ministre des finances), et il doit cadrer avec la valeur totale des emprunts ou des excédents que prévoit le budget. La politique monétaire est du ressort de la Banque centrale

---

<sup>35</sup>Cette étude de cas a été rédigée par Oliver Whelan, de la Direction de la gestion du financement et de la dette, National Treasury Management Agency.

européenne (BCE), qui a pris la relève de la Central Bank of Ireland (CBI), laquelle en avait la charge avant l'adoption de l'euro. La politique de gestion de la dette n'est pas coordonnée avec la politique monétaire de la BCE. Elle n'était pas non plus harmonisée officiellement avec la politique monétaire de la banque centrale avant 1999, mais les autorités responsables et la CBI échangeaient des renseignements et des vues sur les grandes orientations de la politique de gestion, sans que la loi les y contraigne. La NTMA était sensible à la nécessité de gérer la dette en évitant tout conflit avec la politique de la banque centrale en matière de monnaie et de change. Avec l'avènement de l'euro en 1999, cette sensibilité a perdu de sa portée et de son importance.

### **Service de trésorerie et conseils aux autres branches de l'administration publique**

390. La NTMA ne gère que la dette de l'administration centrale : les autres branches de l'administration publique, administrations locales, conseils de santé régionaux et organismes publics, s'occupent de leurs propres passifs, en respectant les autorisations et consignes données par le ministère des Finances. Cela dit, la NTMA a été habilitée à offrir un service de trésorerie centralisé, sous forme de dépôts et de prêts, ainsi que des conseils sur la gestion financière à un assortiment d'administrations locales, de conseils de santé et de comités locaux d'enseignement désignés. Elle a également été autorisée à conseiller les ministres quant à la gestion des fonds qui relèvent d'eux et, là où les pouvoirs nécessaires lui sont délégués, à gérer ces fonds pour le compte des ministres. À l'heure qu'il est, la NTMA gère les actifs du Social Insurance Fund aux termes de pouvoirs délégués. Elle a également pris en charge le National Pensions Reserve Fund, sous la direction des commissaires qui en ont la responsabilité, que nomme le Ministre des finances.

### **Transparence et obligation de rendre compte**

#### ***Relations avec le Ministre des finances***

391. Le Ministre des finances approuve le budget qui couvre le coût annuel du service de la dette, et la loi prescrit à la NTMA de respecter l'objectif budgétaire, autant que faire se peut. Les résultats obtenus en regard du budget sont communiqués au Ministre des finances, et il en est ainsi également du résultat réalisé, exprimé en valeur actuelle nette, comparativement à un portefeuille de référence. Cependant, tous les paiements du service de la dette, rachats compris, constituent une charge de premier rang sur les recettes de l'État, et, aux termes des lois autorisant l'engagement de dettes, ils ne sont pas soumis à l'approbation annuelle du ministre ou du Parlement. Par ailleurs, la NTMA fait état au Ministre des finances des grandes lignes de ses plans d'emprunt de l'exercice, notamment de l'importance des emprunts prévus dans la monnaie de l'État et des emprunts en devises. Pour sa part, le ministre adresse des directives annuelles à la NTMA sous forme de directives de nature générale et prudentielle visant les grandes questions stratégiques, par exemple l'assortiment des emprunts à taux fixe et à taux flottant, l'échéancier, la position de change et d'autres données financières. L'auditeur public, qui est le contrôleur et auditeur général, vérifie chaque année le respect par l'agence de ces directives.

### ***Rôle des gestionnaires de la dette et de la banque centrale***

392. Les gestionnaires de la dette et la CBI s'acquittent de rôles n'ayant aucun aspect commun, tant sous l'angle juridique que dans une perspective institutionnelle, en ce sens que celle-ci ne participe aucunement à l'établissement de la politique de gestion de la dette. L'adoption de l'euro en 1999 n'a pas sensiblement modifié la relation entre eux, si ce n'est qu'elle a rendu superflu l'échange sans formalité de renseignements et de vues auquel ils se livraient antérieurement par souci d'assurer le bon fonctionnement tant de la politique monétaire que de la politique de gestion de la dette. Actuellement, la NTMA aide la CBI à mettre en œuvre la politique de gestion des liquidités de la BCE en assurant le maintien d'un solde minimal quotidien du compte de l'Échiquier auprès de la banque centrale. De plus, la CBI tient le registre des porteurs d'obligations émises par l'État irlandais. En décembre 2000, la banque centrale a cédé à la banque Euroclear la fonction de compensation et de règlement des obligations de l'État irlandais.

### ***Démarche ouverte d'établissement des politiques de gestion de la dette et de compte rendu des résultats***

393. Le rapport annuel et les comptes de la NTMA offrent une description exhaustive de ses conventions comptables. En outre, l'agence fait paraître en début d'exercice un calendrier des émissions obligataires de l'exercice même, accompagné d'un état de la valeur des émissions totales prévues pour la période. Les émissions obligataires de la NTMA sont des adjudications à prix multiples qui appellent des enchères concurrentielles de la part des négociateurs primaires agréés. Il existe actuellement sept négociateurs, qui sont tenus de faire connaître, par voie électronique, les cours à l'achat et à la vente d'obligations de référence désignées dans les limites d'un écart maximal, ce pour des montants minimaux précis, de 8 h à 16 h chaque jour. En outre, les négociateurs primaires sont tenus d'exercer la fonction de teneur de marché des obligations du gouvernement de l'Irlande dans le système international des opérations électroniques, EuroMTS, et dans le système national connexe, MTS Ireland.

### ***Diffusion publique des renseignements sur les politiques de gestion de la dette***

394. Les prévisions budgétaires de l'État du prochain exercice et des deux exercices suivants paraissent en décembre chaque année. Elles précisent l'excédent ou le déficit global pour chaque exercice. De plus, elles présentent les résultats budgétaires préliminaires de l'exercice en cours. Par ailleurs, les comptes publiés annuellement par le gouvernement énoncent le détail de la composition de la dette, y compris sa ventilation par catégories d'instruments, par échéances et par monnaies de libellé. Au cours de l'exercice, le ministère des Finances publie des renseignements détaillés sur l'évolution des agrégats budgétaires à la fin de chaque trimestre, accompagnés d'une évaluation des perspectives pour le reste de l'exercice. Le rapport annuel de la NTMA contient ses comptes vérifiés, ainsi qu'une description de ses principales activités. D'autre part, l'agence publie, en cours d'exercice, des informations sur les particularités de tous les marchés sur lesquels elle exerce son activité et l'encours des divers instruments auxquels elle a recours sur les marchés en question. Qui plus

est, elle communique au public chaque semaine l'encours non amorti de chacune des obligations qu'elle a émises.

### ***Responsabilités et garanties d'intégrité***

395. La NTMA compte un agent responsable du contrôle et de la conformité, qui fait rapport au directeur général. Elle charge, par ailleurs, un cabinet d'audit international d'effectuer une vérification interne de ses données, systèmes et contrôles. De plus, l'auditeur public, qui est le contrôleur et auditeur général, examine ses comptes annuels avant leur présentation au Parlement, dans les six mois qui suivent la fin de l'exercice, comme le prescrivent les lois en vigueur. Le contrôleur et auditeur général communique ses constatations au Parlement.

### **Cadre institutionnel**

#### ***Bonne gestion publique***

396. Le *National Treasury Management Agency Act* de 1990 prévoyait l'établissement de la NTMA et la chargeait « de contracter des emprunts en faveur de l'Échiquier et de gérer la dette nationale pour le compte du Ministre des finances et sous réserve du contrôle et de l'intendance générale exercés par lui, de même que de s'acquitter de fonctions connexes et de se charger de questions afférentes ».

397. La loi précitée autorisait le gouvernement à déléguer les fonctions d'emprunt et de gestion de la dette du Ministre des finances à la NTMA, qui les exercerait en se référant aux instructions ou aux directives qu'il était susceptible de formuler. Les obligations qu'assume la NTMA et les dettes contractées par elle dans l'exercice de ses fonctions ont la même valeur que si le ministre avait agi à sa place.

398. Le directeur général, nommé par le Ministre des finances, est directement responsable envers le ministre et assume les fonctions d'agent comptable aux fins du comité des comptes publics du Dáil (chambre basse du Parlement). La NTMA dispose d'un comité consultatif composé de représentants des secteurs financiers national et international et du ministère des Finances, qui collabore à la résolution des questions dont il est saisi par la NTMA et qui offre des conseils à ce propos.

399. Le Ministre des finances a invoqué les motifs suivants à l'appui de sa décision de fonder la NTMA lorsqu'il a déposé le projet de loi s'y rapportant devant le Parlement en 1990 :

« [...] la gestion de la dette a gagné en complexité et raffinement, et l'exploitation maximale de son potentiel d'économie nécessite le recours à des structures de gestion souples et à un personnel compétent.

[...] force est de constater que les opérations exécutives et commerciales nécessaires pour contracter et gérer la dette demandent un degré de spécialisation sans cesse croissant et le ministère ne possède pas les qualités voulues pour les prendre en charge. De plus, l'essor du secteur des services financiers à Dublin a fait perdre au ministère [des Finances] des collaborateurs compétents et expérimentés dans le domaine financier, qui n'ont pu être remplacés.

[...] la rémunération et les conditions de travail seront assouplies [au sein de l'agence] afin que les postes clés puissent être pourvus par des titulaires de longue durée; en revanche, le niveau de responsabilité des titulaires sera précisé, ainsi que les exigences de résultats correspondantes : les employés de l'agence ne seront pas des fonctionnaires. »

400. La concentration des fonctions de gestion de la dette dans un seul organisme, chargé d'exercer une activité commerciale et libre d'engager du personnel expérimenté, conduirait, espérait-on, à une gestion de la dette marquée par un degré de professionnalisme supérieur à celui qu'auraient autorisé les contraintes de la fonction publique.

401. Pour que la NTMA soit entièrement indépendante de la fonction publique, sa loi constitutive proscrit que ses employés soient des fonctionnaires. Par contre, la responsabilité politique est sauvegardée du fait que le directeur général de la NTMA fait rapport directement au Ministre des finances et est l'agent comptable responsable de l'activité de l'agence auprès du comité des comptes publics du Parlement.

402. L'ensemble des pouvoirs du ministre en matière d'emprunt et de gestion de la dette ont été délégués à la NTMA, et celle-ci n'est tenue d'obtenir aucune autre autorisation annuelle, ni par une décision du Parlement ni par l'adoption d'une mesure législative, pour contracter des emprunts ou se livrer à d'autres activités de gestion de la dette. Elle doit, par contre, présenter chaque année au Ministre des finances un état précisant le montant des emprunts prévus en monnaie nationale et en devises au cours de l'exercice. De façon générale, elle est habilitée à recourir à des « transaction assimilables à des opérations bancaires normales » en vue d'assurer la gestion optimale de la dette. Le pouvoir général précité comprend le recours à des instruments dérivés aussi bien que le pouvoir de racheter des titres d'emprunt, y compris par anticipation, si les conditions d'un titre le permettent.

### ***Structure du bureau de gestion de la dette***

403. La structure de la NTMA témoigne du fait qu'elle remplit d'autres fonctions que la gestion de la dette, notamment la gestion du National Pensions Reserve Fund, sous la direction des commissaires responsables, ainsi que le traitement des demandes d'indemnités pour préjudices corporels ou dommages matériels à l'encontre de l'État, rôle dont elle s'acquitte sous le nom de State Claims Agency.

404. Le directeur général coiffe des directeurs subordonnés dans les domaines suivants : financement, gestion de la dette et TI; gestion des risques et gestion financière; contentieux et affaires internes (y compris opérations d'emprunt grand public); National Pensions Reserve Fund; State Claims Agency. De plus, la NTMA dispose d'un comité consultatif nommé par le Ministre des finances, qui a pour tâche d'offrir des conseils sur la rémunération du directeur général et les questions que lui adresse la NTMA.

405. La séparation de la fonction de financement et de gestion de la dette (transactions) de celle de la gestion des risques (suivi du marché) et du rôle de gestion financière (post-marché) est conforme aux pratiques optimales et garante d'une répartition appropriée des pouvoirs et des responsabilités.

406. La NTMA assure la permanence de ses employés clés par ses contrats d'emploi et ses programmes de rémunération, qui sont souples et conçus pour attirer des candidats compétents destinés à occuper des postes permanents ou temporaires. La capacité de recruter des employés et de fixer leur rémunération en fonction du marché a déterminé la décision prise par le gouvernement de fonder la NTMA. Comme cette dernière est de taille plutôt modeste, la formation est généralement assurée par des ressources extérieures. Son service de TI a développé des systèmes de soutien électroniques qui assurent le cheminement direct des opérations de la salle des marchés aux services post-marché et qui produisent également les rapports de gestion requis. Des spécialistes de TI ont été engagés temporairement pour des périodes déterminées en vue de réaliser l'objectif susmentionné. La NTMA adhère aux systèmes SWIFT et TARGET, ce qui permet le traitement en temps réel du règlement des transactions.

### ***Gestion des opérations internes***

407. Le risque opérationnel interne est atténué au moyen de politiques et de procédures rigoureuses régissant les paiements et la séparation des fonctions, conformément aux pratiques optimales en usage dans le secteur financier, notamment :

- la séparation des tâches de la fonction salle des marchés et de la fonction post-marché. La séparation est assurée par l'application de contrôles logiques et matériels sur l'accès aux systèmes informatiques et par l'application des instructions administratives et des descriptions de produits dont il est fait état ci-dessous;
- des instructions administratives, qui décrivent des procédures détaillées à suivre en vue de l'exercice de fonctions clés et qui attribuent des autorisations et des responsabilités;
- des descriptions de produits, qui énoncent les particularités de produits donnés et des méthodes de traitement détaillées et qui mettent en lumière les risques inhérents;
- des mandats bancaires, conclus avec des institutions dont il est permis d'utiliser les services;
- des confirmations de tiers, nécessaires à l'exécution de toutes les transactions;
- des rapprochements et des rapports quotidiens;

- le contrôle des risques de crédit découlant des dépôts et des opérations sur instruments dérivés, lesquels sont gérés dans des limites approuvées;
- l'enregistrement audiophonique des conversations à des téléphones particuliers;
- la fonction de contrôleur principal/l'audit interne/l'audit externe;
- un code de conduite et des directives concernant les conflits d'intérêt.

408. En outre, la NTMA a préparé des plans de reprise de l'activité en cas de sinistre qui lui permettraient de relancer ses fonctions essentielles à partir d'un établissement d'appoint dans un délai de une à quatre heures. Les plans sont testés régulièrement, et leur exécution est rendue possible par des mécanismes qui prévoient la sauvegarde complète de la totalité des données informatiques et leur stockage extérieur trois fois par jour.

## **B. Stratégie de gestion de la dette et cadre de gestion des risques**

409. La stratégie globale de gestion de la dette consiste à protéger les liquidités afin de garantir le financement des besoins de l'Échiquier par des moyens prudents et économiques tout en contenant à un niveau minimum le coût annuel du service de la dette, tout en évitant de dépasser un degré de risque acceptable.

### **Gestion des risques**

410. Les principaux risques posés par la gestion du portefeuille de la dette, hormis le risque opérationnel, dont il a été question déjà, sont le risque de crédit, le risque de marché et le risque d'illiquidité.

#### ***Risque de crédit***

411. L'unité de la gestion des risques propose pour chaque contrepartie des limites de crédit, qui sont soumises à l'approbation du directeur général. Les risques de crédit sont mesurés quotidiennement, et tout écart est signalé sans attendre au directeur général.

412. Une limite de crédit unique est fixée pour l'ensemble des affaires conclues avec chaque contrepartie. Chaque limite est ventilée en éléments à court terme (maximum d'un an) et à long terme (plus d'un an jusqu'à échéance). La NTMA fixe le risque maximal qu'elle est disposée à assumer face à une contrepartie en prenant en compte l'importance du bilan de cette dernière, le rendement des capitaux, aussi bien que la cote et les perspectives de solvabilité déterminées par les grandes agences de notation — Moody's, Standard and Poor's et Fitch. Le risque de crédit des instruments dérivés est mesuré sur la base de leur valeur marchande. Il est aussi évalué d'après les changements éventuels d'exposition résultant de l'activité des marchés, et la position est contrôlée de façon continue.

#### ***Risque de marché***

413. La NTMA gère le coût et les risques du portefeuille de créance de plusieurs façons, notamment (a) elle gère le rendement du portefeuille actuel en regard de la valeur actualisée nette du portefeuille de référence, et (b) elle gère le budget du service de la dette. Elle contrôle et mesure tant le risque de taux d'intérêt que le risque de change, et elle en fait rapport.

414. Le portefeuille de référence reflète les objectifs à moyen terme de gestion stratégique de la dette de l'Échiquier, et il cadre avec le niveau de risque de marché que la NTMA est disposée à supporter. Lorsque le portefeuille a reçu l'aval des conseillers extérieurs, il est soumis à l'approbation du Ministre des finances, qui juge de sa conformité avec ses directives générales sur la gestion de la dette. Le portefeuille comparatif est corrigé au besoin (sous réserve de l'approbation donnée par les conseillers extérieurs de la NTMA et le ministère des Finances) pour tenir compte des changements importants apportés aux relations économiques structurelles mais non en réponse aux fluctuations à court terme du marché.

415. Le portefeuille de référence est un portefeuille notionnel informatisé assorti de caractéristiques pertinentes, soit un taux d'intérêt cible, une ventilation donnée, par monnaies de libellé et par échéances, et une durée précise. Il est fondé sur un compromis à moyen terme entre les coûts et les risques découlant d'une analyse de simulation. Le coût retenu est l'évaluation à la valeur du marché de la dette, tandis que la définition du risque correspond à la probabilité que le coût du service dépasse l'enveloppe budgétaire définie par le Ministre des finances. Les simulations débouchent sur la sélection d'un portefeuille comparatif, lequel est robuste par rapport à un éventail de résultats possibles plutôt que fortement dépendant d'une seule série d'hypothèses sur l'évolution des taux d'intérêt et des taux de change.

416. L'un des risques appréciables qu'il est nécessaire de maîtriser est la possibilité que le coût annuel du service de la dette varie en dents de scie d'un exercice à l'autre et dépasse le niveau cible fixé par le Ministre des finances. Parallèlement, le portefeuille de référence vise à minimiser le coût global de la dette évaluée à la valeur du marché. La simulation a pour objet de dégager un portefeuille qui réduit au minimum la dette évaluée à la valeur du marché (le coût) tout en maintenant le coût annuel à un niveau minimal qui ne fluctue pas considérablement d'un exercice à l'autre. La stabilité à long terme du budget du service de la dette est plus importante que la réduction des frais d'un exercice donné. Dans l'ensemble, le portefeuille comparatif tend vers l'équilibre entre les objectifs potentiellement divergents : la réduire autant que faire se peut la valeur actualisée nette (VAN) de la dette et maintenir à moyen terme un coût du service aussi faible que possible, quoique stable.

## **Rapports**

417. Le budget du service de la dette annuel est sensible aux risques de change et de taux d'intérêt. Les risques précités font l'objet chaque mois de deux estimations qui sont communiqués aux intéressés :

- la sensibilité du budget à une variation de 1 % des taux d'intérêt. (La composition par taux d'intérêt de la dette impayée et les besoins de financement prévus sont pris en compte dans l'évaluation du maximum des plus-values ou moins-values éventuelles pouvant résulter d'une variation de 1 % des taux d'intérêt.)
- la sensibilité du budget à une variation de 5 % des taux de change. (Cette donnée prend en considération la ventilation de la dette par monnaies de libellé. L'estimation vise à dégager les plus-values ou moins-values éventuelles pouvant résulter de variations des taux de change.)

418. Un ensemble de limites mensuelles internes de risque budgétaire sont établies en début d'exercice. Il s'agit de limites prudentes pour le budget, lesquelles sont comparées aux résultats des rapports de sensibilité décrits ci-dessus.

419. Voici les principaux rapports sur la gestion suivie du budget de service de la dette :

- une mise à jour mensuelle des prévisions de service de la dette de l'exercice — les prévisions sont ventilées par titres de créance et comprennent un profil mensuel du budget annuel du service de la dette;
- une analyse des écarts entre les résultats et les prévisions du service de la dette;
- un rapport mensuel sur le budget du service de la dette, qui analyse l'effet de variations éventuelles des taux de change et des taux d'intérêt. Le rapport porte sur la sensibilité du budget de l'exercice et de ceux des exercices futurs.

### **Portefeuille intérieur de référence**

420. Il était beaucoup plus difficile d'établir des données comparatives du portefeuille de la dette intérieure que du portefeuille de la dette extérieure lorsque la gestion de la dette de l'État irlandais se faisait dans le contexte d'un marché de la livre irlandaise, avant l'adoption de l'euro. Néanmoins, il était jugé avantageux de comparer le rendement intérieur à des données repères afin de fournir des incitations aux gestionnaires du portefeuille de la dette. Le système du portefeuille comparatif était conçu de manière à reconnaître toute amélioration structurelle que les gestionnaires de portefeuille apportaient au marché obligataire intérieur (par exemple le lancement du système de négociateurs primaires et la concentration des liquidités dans un nombre moindre d'émissions obligataires comparatives). Le portefeuille de référence a également servi à évaluer dans quelle mesure les gestionnaires de la dette intérieure avaient atteint leurs objectifs de financement dans les limites de duration convenues. Ils étaient libres de décider du moment de leur activité de financement en regard du portefeuille de référence en se fondant sur leur interprétation des taux d'intérêt. Ainsi, ils devaient à tout moment prendre en compte les taux d'intérêt avant de fixer leur politique d'émissions.

421. À la suite de la mise en place d'un marché relativement uniforme des obligations gouvernementales dans la zone euro, l'Irlande n'occupait plus qu'une part très modeste d'un

grand marché liquide, et la constitution d'un portefeuille de référence aux fins de la gestion de la dette intérieure a été simplifiée d'autant.

### **Financement des risques d'illiquidité**

422. La NTMA élabore et gère un plan de financement pluriannuel détaillé qui fait précise le montant et le calendrier des besoins financiers, y compris l'effet des excédents ou des déficits prévus au budget national. Elle s'y reporte pour décider du montant et du calendrier des émissions de titres de créance à long terme, et elle gère sa position de liquidité à court terme en émettant des effets à court terme ou en se prévalant de soldes de trésorerie à court terme.

423. Les principaux rapports dont l'objet est de satisfaire de façon suivie aux besoins de financement et de liquidité de l'Échiquier sont les suivants :

- une mise à jour hebdomadaire du plan global de financement de la NTMA, y compris un examen de ses hypothèses sous-jacentes et des besoins immédiats de liquidité;
- des rapports périodiques sur les principaux aspects de l'évolution de la position budgétaire globale du gouvernement à ce jour et une revue des perspectives actuelles.

424. Consécutivement à l'adoption de l'euro, la NTMA a pris des mesures en vue de favoriser la négociabilité de ses obligations et de réduire, ce faisant, le risque de financement. En clair, les aspects techniques des obligations de l'État irlandais (par exemple la convention de calcul) ont été modifiés pour qu'elles ressemblent davantage à celles des grandes émetteurs du noyau de la zone euro. Qui plus est, des programmes d'échange et de rachat d'obligations ont été exécutés dans le dessein de concentrer la liquidité sur un nombre réduit d'importantes émissions comparatives liquides. À l'heure qu'il est, la quasi-totalité de la dette à long terme négociable libellée en euros dont l'échéance est supérieure à un an est concentrée sur cinq obligations. De plus, la NTMA favorise l'ouverture, la prévisibilité et la transparence du marché des obligations de l'État irlandais en annonçant son calendrier d'émissions obligataires, en exploitant un système primaire de négociation en vue d'appuyer le marché obligataire et en faisant en sorte que les obligations soient cotées sur l'une des principales plates-formes de négociation de titres d'emprunt constitutifs de la dette souveraine d'un pays de la zone euro. La forte liquidité du marché des obligations de l'État irlandais qui en résulte réduit le risque de financement en augmentant l'attrait qu'exercent les obligations sur un large éventail d'investisseurs. Comme l'Irlande représente une part très modeste de l'ensemble du marché de la dette publique de la zone euro (environ 1 %), la NTMA parvient aisément à satisfaire aux besoins financiers à court terme qui se manifestent au moment du rachat d'obligations dont la valeur est passablement élevée en regard des normes historiques.

### **Objectif à moyen terme de la gestion de la dette**

425. Plusieurs formules sont mises en œuvre afin de garantir que la gestion de la dette pratiquée par la NTMA n'est pas axée sur des avantages à court terme, si bien que les coûts à long terme en seraient augmentés. D'abord, le Ministre des finances produit chaque année des directives sur les questions stratégiques, notamment les proportions respectives de passifs à taux flottant et à taux fixe, la ventilation par échéances, la position de change, l'ampleur autorisée des émissions à forte prime d'émission et les notations des contreparties. Les directives sont de nature relativement générales et sont censées servir de limites prudentielles auxquelles est tenue la NTMA. Deuxièmement, les résultats de la NTMA en matière de gestion de la dette sont évalués sur la base d'un portefeuille comparatif vérifié, de source indépendante et approuvé par des autorités extérieures. Le système de mesure comparatif prend en compte non seulement les flux de trésorerie actuels mais aussi la valeur actualisée nette (VAN) de toutes les dettes : il calcule l'incidence de la gestion de la dette pratiquée par la NTMA non seulement dans l'exercice à l'étude mais aussi sur la durée complète de la dette. Selon la formule de la VAN, tous les flux de trésorerie futurs (intérêts et principal) du portefeuille comparatif théorique et du portefeuille réel sont évalués à la valeur du marché à la fin de chaque exercice, puis leur valeur actualisée respective est calculée (en fonction de la courbe de rendement du coupon zéro). Si la valeur actualisée nette des dettes au portefeuille réel est inférieure à la donnée correspondante du portefeuille comparatif théorique, la NTMA est réputée avoir réalisé de la valeur ajoutée en termes économiques. Les résultats en regard du portefeuille comparatif sont communiqués au Ministre des finances et publiés dans le rapport annuel de la NTMA.

### **Limites des activités de production de profit**

426. Les gestionnaires du portefeuille de la dette sont libres de gérer ce dernier en respectant certaines limites de risque relatives au portefeuille de référence convenu, exprimées sous forme de variation éventuelle de la valeur marchande du portefeuille. Les écarts à court terme par rapport au portefeuille de référence sont mesurés hebdomadairement (ou plus souvent au besoin) au moyen d'analyses de la valeur exposée au risque et de la sensibilité aux taux d'intérêt et de change. Toute position qui dépasse la limite convenue par rapport au portefeuille comparatif est signalée sans attendre au directeur général.

427. La gestion de la dette en regard d'un repère nécessite une prise de position sur l'évolution des taux d'intérêt, sauf si l'on choisit de contrôler passivement la situation par rapport aux données comparatives. Toutefois, la négociation active quotidienne visant uniquement à dégager un profit est proscrite. La NTMA effectue des opérations à seule fin de gérer la dette et, ce faisant, des occasions d'arbitrage peuvent se présenter. À titre d'exemple, les gestionnaires profitent de l'arbitrage, entre autres, en émettant des effets de commerce, principalement en dollars EU, mais également en d'autres devises, et en échangeant les devises contre des euros afin de bénéficier d'un coût global de financement inférieur à celui qu'ils pourraient obtenir en contractant des emprunts directs sur les marchés des effets de commerce libellés en euros.

428. L'activité des gestionnaires de la dette qui exploitent les possibilités d'arbitrage entre divers marchés est soumise à des limites strictes. Bien qu'ils soient normalement à même de réunir des fonds sur les marchés des effets à court terme en profitant de taux d'intérêt inférieurs à ceux que rapporterait le dépôt de ces mêmes fonds sur le marché, la NTMA a pour principe général de lier les emprunts aux besoins de financement de l'Échiquier. Cela dit, il est souhaitable de maintenir une présence permanente et prévisible sur les marchés des titres d'emprunt publics, et, par ailleurs, le compte de l'Échiquier dégagera à l'occasion des surplus de liquidité en raison d'écarts temporels entre les encaissements et les décaissements de l'État. Ces surplus peuvent être placés sur les marchés, sous réserve des limites régissant le risque de crédit des contreparties.

429. Les principaux rapports mesurant les résultats en regard du portefeuille de référence sont les suivants :

- les états quotidiens des résultats et des positions, distribués par voie électronique aux bureaux des négociateurs;
- les analyses mensuelles de la valeur exposée au risque, dont l'objet est de garantir le respect des seuils de risque;
- les rapports trimestriels détaillés qui décrivent la ventilation des résultats.

### **Modèles d'évaluation et de contrôle des risques**

430. La NTMA évalue et contrôle les risques au moyen de modèles mis au point en interne ou achetés dans le commerce, la seconde catégorie mentionnée servant particulièrement aux évaluations à la valeur du marché dans le cadre du processus d'appréciation des risques. Ces systèmes servent principalement à mesurer le risque de marché et le risque de crédit posés par les contreparties et à en faire rapport quotidiennement.

### **Passifs conditionnels**

431. La NTMA n'est pas responsable des passifs conditionnels de l'État. Le ministère des Finances contrôle et gère les éléments de cette catégorie qui découlent du cautionnement par l'État d'emprunts contractés par des sociétés publiques ou d'autres organismes publics.

## **C. Mise en place de marchés des titres publics**

### **Étoffer la courbe de rendement**

432. La NTMA émet

- des *effets de commerce* aux investisseurs, directement ou par l'intermédiaire de banques. Ils sont offerts libellés dans toutes devises, et leur durée ne dépasse pas normalement un an;

- des *billets de l'Échiquier*, soit des bons du Trésor dont l'échéance se situe entre un jour et un an. La NTMA les émet directement chaque jour, à « guichet ouvert », à un large éventail d'investisseurs institutionnels, y compris entreprises et banques. Elle est disposée à les racheter avant l'échéance. Il n'existe actuellement qu'un marché secondaire modeste. La NTMA se penche sur la possibilité d'étoffer le marché secondaire en autorisant la négociation des effets sur une plate-forme de cybercourtage;
- des *billets, en vertu de l'article 69*. Le Ministre des finances a intégré à l'article 69 de la *Finance Act* de 1980 des dispositions autorisant l'émission de billets portant intérêt aux sociétés étrangères établies en Irlande. Les intérêts de ces billets ne sont pas imposables en Irlande. Le ministre voulait ainsi inciter les sociétés à garder leurs surplus d'encaisses en Irlande plutôt que de les voir rapatrier par la société mère. Les billets de cette catégorie peuvent être émis dans n'importe quelle devise (minimum de 100 000 euros), et leur durée est variable;
- des *obligations à taux fixe libellées en euros* à quatorze ans maximum, par adjudications. Elles sont cotées en Bourse d'Irlande et soutenues sur le marché par sept faiseurs de marché (négociateurs primaires).

### **Dettes en monnaie nationale et en devises**

433. S'il est désormais jugé avantageux pour l'Irlande d'émettre des valeurs libellées en devises, ce en raison de l'adoption de l'euro et de la présence de son marché financier à forte liquidité, il ne faut pas perdre de vue que des conditions bien différentes de celles que nous connaissons présidaient à la situation d'une modeste économie ouverte comme celle de l'Irlande des années 1980.

434. Le problème est à mettre sur le compte, pour l'essentiel, de la crise du pétrole de 1979, et la récession planétaire qui s'est déclenchée ultérieurement, conjuguée à des taux d'intérêt élevés à l'échelle internationale, était lourde de conséquences pour l'Irlande, notamment :

- faible taux de croissance et taux de chômage élevés;
- déficits budgétaires importants;
- taux d'intérêt intérieurs élevés;
- craintes d'«évincement» du marché financier intérieur.

435. Les facteurs précités, ainsi que le sous-développement du marché obligataire intérieur de l'Irlande, ont poussé le pays à recourir à grande échelle au crédit étranger, avec pour conséquence une escalade de son endettement global. En 1991, la dette nationale était composée à 35 % d'emprunts en devises, et 15 % des titres de créance libellés dans la monnaie du pays étaient détenus par des étrangers. Ainsi, des étrangers détenaient 50 % de l'ensemble des titres de la dette nationale.

436. Par suite de la suppression progressive du contrôle des changes et de l'assouplissement des taux de liquidité primaires et secondaires des banques, la NTMA s'est

retrouvée face à une configuration très différente du crédit intérieur et international. Au cours des années 1980, les contrôles susmentionnés (tout en freinant l'essor du marché financier intérieur) avaient procuré, en quelque sorte, un « marché captif » aux obligations et aux effets de l'État irlandais. Or la NTMA devait désormais faire face à une concurrence intensifiée afin d'attirer des investisseurs. À l'échelon international, des acteurs souverains délaissaient les crédits consortiaux classiques en faveur d'instruments offerts sur les marchés financiers.

### **Priorités initiales de la National Treasury Management Agency**

437. Au début des années 1990, la NTMA dénombrait les priorités suivantes pour son programme d'emprunt :

- étendre, élargir et diversifier la base d'investisseurs, par exemple en faisant la promotion de l'Irlande à l'étranger et en lui donnant une grande visibilité au moyen de campagnes promotionnelles sur le terrain et de présentations faites à des investisseurs influents (les marchés des obligations samouraï, des placements privés en francs suisses et des obligations Yankee avaient beaucoup d'importance pour l'Irlande aux premières heures de la NTMA);
- accéder à de nouveaux marchés;
- garantir l'accès aux épargnants et aux investisseurs institutionnels;
- prolonger la durée des titres de créance et parvenir à un assortiment d'échéances équilibré;
- viser un relèvement de la notation de l'Irlande (campagnes de majorations « anticipées » ou prospectives);
- mener des campagnes de marketing visant à rehausser l'image internationale de l'Irlande (en misant sur la valeur de rareté du nom de l'Irlande);
- adopter une approche opportuniste des emprunts contractés à l'étranger.

438. La démarche de l'Irlande a porté ses fruits en ce sens que le pays a pu placer de nouvelles émissions à des prix avantageux et pratiquer régulièrement des prix au plus bas en comparaison d'emprunteurs souverains bénéficiant d'une notation comparable ou plus favorable.

439. L'Irlande a réagi au besoin de diversifier ses sources de financement, car tous les marchés ne sont pas « ouverts » en même temps, et d'élargir et d'approfondir l'assortiment et la qualité des instruments dont elle pouvait se prévaloir en vue de gérer sa dette en mettant sur pied des programmes normalisés de billets à moyen terme, dont certains libellés en euros, d'effets de commerce libellés en euros et d'autres libellés en dollars américains. Dès le milieu de 1992, l'agence avait établi des facilités d'émissions libellées dans un assortiment de devises, d'une valeur totale de quelque 3 milliards de dollars américains, grâce auxquels l'Irlande avait accès sans délai et dans des conditions économiques on ne peut plus souples à un financement à court et à moyen terme.

440. La valeur des mécanismes précités s'est manifestée pleinement à l'automne 1992, lorsque les crédits consortiaux importants et les émissions d'envergure sur les marchés financiers sont devenus particulièrement coûteux tandis que les écarts s'élargissaient à cause du choc provoqué par les énormes besoins supplémentaires de crédit des emprunteurs souverains engendrés par les soubresauts du mécanisme de change du Système monétaire européen.

441. Bien que, dans les premières années qui ont suivi l'établissement de la NTMA, l'accent ait été mis sur la réalisation d'économies au titre du service de la dette en raison des pressions budgétaires que connaissait le gouvernement, le risque d'illiquidité causé par un d/squilibre des échéances demandait aussi une attention urgente.

442. En 1991, des mesures ont été prises pour rééquilibrer les échéances. En 1995, la NTMA a mis sur pied une facilité de crédit de sûreté renouvelable en devises multiples, d'une durée de sept ans et d'une valeur de 500 millions de dollars EU, à l'appui de l'émission d'effets de commerce. De plus, elle a économisé des honoraires en constituant elle-même le consortium et est parvenue à établir le prix le plus serré jamais fixé par un emprunteur souverain.

443. La NTMA a fait le nécessaire pour pouvoir gérer sa dette au moyen d'instruments dérivés — échanges de taux d'intérêt, crédits croisés, taux planchers, taux plafonds, contrats à terme et contrats de change à terme, entre autres, ainsi que d'opérations au comptant sur le marché des changes. Les développements récents sur les marchés financiers offrent un grand avantage, non du fait qu'ils contribuent à réduire le loyer de l'argent mais en ce sens qu'ils protègent le portefeuille contre un assortiment de risques, notamment en diminuant ou en augmentant la duration moyenne effective de l'encours de la dette.

444. Les diverses stratégies exécutées ont engendré divers avantages :

- des économies grâce à la diminution du loyer de l'argent;
- une plus grande souplesse en matière de financement et de couverture;
- plus de certitude quant au service de la dette aux fins de la budgétisation;
- la diminution des risques d'illiquidité et de renouvellement et une plus grande accessibilité à des instruments à mettre en œuvre pour parer avec efficacité et dynamisme au risque de marché.

445. La NTMA a adopté le point de vue selon lequel les gestionnaires de la dette les plus astucieux ne sont pas ceux qui réduisent au minimum le coût des emprunts. L'objectif qu'ils poursuivent doit englober la diminution maximale tant des risques que des coûts. Il est avantageux d'engager des dépenses pour se doter d'une structure de la dette qui amortit l'effet des chocs négatifs plutôt que de l'amplifier. Cette façon de voir a favorisé la hausse de la notation et a procuré des avantages aux investisseurs, et a en outre réduit les marges sur la dette souveraine de l'Irlande, car elle diminuait la prime de risque relatif.

446. En 1998, la NTMA a décidé que, vu l'adoption imminente de l'euro et les perspectives relativement favorables des finances de l'État, les grands marchés obligataires et financiers de la zone euro répondraient largement aux besoins financiers de l'Irlande dans un avenir prévisible. Par conséquent, il n'était plus nécessaire de faire courir au portefeuille des risques causés par des monnaies autres que l'euro. Ainsi, la totalité de la dette en autres devises a été échangée contre des titres libellés en euros à la fin de 1998 et au début de 1999, exception faite d'une part résiduelle de 6 % en livres sterling. La ligne de conduite demeure en vigueur actuellement.

447. La position en livres sterling a été conservée non à titre de compromis entre les coûts et les risques aux fins de la gestion de la dette mais plutôt en tant que couverture macroéconomique des finances publiques en prévision d'un éventuel fléchissement subit et appréciable du taux de change de cette monnaie. La décision en ce sens a été prise sur la foi d'une étude des liens entre l'économie de l'Irlande et celle du Royaume-Uni, en ce qui concerne un grand nombre d'entreprises dont la production provient d'une main-d'œuvre relativement peu spécialisée et dont les marges bénéficiaires tendent à être faibles. Ces entreprises concurrencent celles du Royaume-Uni sur le marché intérieur de l'Irlande, sur celui du Royaume-Uni et sur des marchés tiers. Toute dépréciation importante de la livre sterling se traduirait par une diminution de la compétitivité, qui ferait augmenter le nombre d'emplois surnuméraires dans le secteur et les allocations d'assistance sociale versées par l'Échiquier, qu'auraient compensé dans une certaine mesure les économies réalisées grâce au remboursement, en livres irlandaises et en euros, de la dette libellée en sterling. Par contre, la NTMA est en train de revoir cette politique, et elle a ramené sa position en livres sterling à environ 4 % de la dette nationale.

### **Diminution de la dette fragmentée et émission de dette consolidée**

#### ***Programme d'échange de titres***

448. La NTMA a lancé plusieurs initiatives au fil des ans afin d'augmenter la liquidité du marché obligataire irlandais dans le dessein de réduire le loyer de l'argent acquitté par l'État. Consécutivement à l'adoption de l'euro, l'agence a jugé nécessaire d'exécuter une initiative importante dont l'objet était de garantir la négociation efficace des obligations de l'Irlande sur le nouveau marché paneuropéen des valeurs en euros. Il s'est agi, en l'occurrence, du Securities Exchange Programme (programme d'échange de titres). Ce dernier reposait sur l'analyse à laquelle souscrivait la NTMA, selon laquelle les obligations largement négociées du gouvernement de l'Irlande, pour qu'elles soient concurrentielles dans le nouveau contexte de l'euro, doivent être émises en nombre relativement important et posséder des caractéristiques techniques comparables à celles des titres négociés sur d'autres marchés de la zone euro.

449. En mai 1999, la NTMA a cherché à régler les questions décrites ci-dessus en composant avec les contraintes imposées par la taille globale limitée du marché des obligations du de l'État irlandais, et elle a mis en œuvre un programme d'échange de titres

dont l'effet était de consolider quelque 80 % du marché sur quatre obligations, dont l'encours de chacune se chiffrait entre trois et cinq milliards d'euros, lesquelles étaient assorties de coupons au rendement voisin de celui du marché et dont les caractéristiques techniques étaient comparables à celles d'obligations négociées sur d'autres marchés de l'Europe. En l'absence d'une telle initiative, il était à craindre que les obligations se négocieraient à un taux de rendement qui n'était pas à la mesure de la notation du pays.

### *Exécution du programme*

450. Le programme d'échange a été lancé en 1999, et la majorité des transactions connexes se sont déroulées en trois étapes, soit les 11, 17 et 25 mai. Au terme de la troisième étape, plus de 91 % de l'encours en obligations anciennes visées par le programme avait été échangé contre de nouvelles obligations.

451. Par suite du programme d'échange, le ratio entre la dette des administrations publiques (fondée sur la valeur nominale) et le PIB a augmenté de quelque cinq points. Toutefois, étant donné la croissance extrêmement rapide du PIB, le ratio, qui était de 55,1 % à la fin 1998, était tombé à 49,6 % à la fin 1999, après prise en compte des effets du programme d'échange. Ce dernier n'a pas influencé la valeur économique de l'encours de la dette. Des économies au titre des flux de trésorerie attribuables au taux moindre des coupons des nouvelles obligations ont compensé la hausse des capitaux d'emprunt. Les obligations rachetées aux termes du programme se négociaient à un cours supérieur au pair, car les taux d'intérêt en vigueur au moment de leur émission étaient de loin supérieurs à ce qu'ils étaient en 1999. En revanche, le prix des obligations émises dans le cadre du programme avoisinait la valeur au pair. Il s'ensuit que le programme a fait progresser la valeur nominale de la dette.

### *Programme d'échange d'obligations de 2002*

452. En janvier 2002, la NTMA s'est livrée à sa première opération importante d'échange d'obligations depuis le programme d'échange de titres de 1999. Deux des obligations de référence de l'Irlande (l'émission à 3,5 % échéance 2005 et celle de 4 % échéance 2010) étaient désormais faiblement négociées au sein du groupe de pairs de la zone euro.

453. La NTMA souhaitait lancer deux nouvelles obligations-repères de longue durée dont la masse critique (5 milliards d'euro) serait suffisante pour qu'elles soient intégrées au système de cybercourtage Euro MTS au plus tard à la fin 2002. L'agence entendait rouvrir une émission des deux nouvelles obligations par voie d'adjudications en 2002. La meilleure façon de réaliser ces objectifs stratégiques consistait à proposer sur le marché des modalités d'échange qui autorisaient les porteurs à transformer les obligations échéance 2005 et 2010 en nouvelles obligations de référence (échéance 2007 et 2013 respectivement).

454. L'échange a été mené à bien grâce aux négociateurs primaires de la NTMA. Les obligations de 2010 et 2005 ont perdu la qualité d'obligations de référence, car les règles de la NTMA prescrivent qu'il en est ainsi à la suite du rachat d'au moins 60 % de la valeur

d'une émission. La règle incite les investisseurs à participer à l'échange en faisant appel aux négociateurs primaires, car la plupart d'entre eux ne souhaitent pas être porteurs de titres qui ne sont pas des valeurs de référence, étant donné l'illiquidité qui en résulte.

### ***Procédures d'émission des obligations***

#### *Calendrier des émissions mises aux enchères périodiquement*

455. De février à novembre 2002, pourvu que la conjoncture du marché s'y soit prêtée, la NTMA a mis aux enchères des obligations le troisième jeudi du mois. La valeur de chaque adjudication se situait normalement dans la fourchette de 500 à 700 millions d'euros, et les titres offerts étaient les nouvelles obligations de référence échéance 2007 et 2013 (ainsi que celles à échéance 2016, émises initialement en 1997). La vente aux enchères augmentait la capacité d'absorption du marché et la liquidité des émissions, de même que le nombre de titres écoulés. Les ventes étaient réservées aux négociateurs primaires. Cinq jours ouvrables avant chacune, la NTMA annonçait l'obligation qui serait proposée et la valeur du lot, par l'intermédiaire de Bloomberg et Reuters. L'agence faisait appel pour la circonstance au système de vente aux enchères de Bloomberg. Cette façon de faire ramenait à environ trois minutes l'écart entre la fin des enchères et l'annonce des résultats, ce qui réduisait le risque couru par les enchérisseurs.

#### *Résultats des ventes aux enchères*

456. Les résultats des ventes paraissaient simultanément sur les sites de Bloomberg (page NTMA, article 2 au menu) et de Reuters (page NTMB), dans les trois minutes environ qui suivaient la fin des enchères.

#### *Ventes aux enchères non concurrentielles*

457. À la suite de la parution des résultats d'une vente aux enchères, la NTMA accueillait durant 48 heures au plus des enchères provenant des négociateurs primaires, dans le cadre d'une vente non concurrentielle, au prix moyen pondéré auquel les titres avaient été écoulés lors de la vente aux enchères concurrentielles. Le volume de titres vendus par voie d'enchères non concurrentielles ne devait pas dépasser 20 % du volume consenti aux négociateurs primaires lors de la plus récente vente aux enchères concurrentielle.

## **D. Structure du marché obligataire du gouvernement irlandais**

### **Système des négociateurs primaires**

458. Le marché obligataire du gouvernement de l'Irlande repose sur un système de négociateurs primaires auquel la NTMA est attachée. L'agence reconnaît sept négociateurs de cette catégorie, qui établissent sans interruption les cours à l'achat et à la vente de volumes minimaux précis d'obligations désignées, en respectant des marges maximales préétablies. À

signaler également, la présence de plusieurs courtiers en valeurs qui remplissent les commandes de leurs clients. Pour leur part, les négociateurs primaires sont à l'origine de 95 % du roulement des valeurs. Le système, lancé à la fin 1995, a accru la capacité d'absorption et la liquidité du marché, tandis que le marché des mises en pensions de titres progressait parallèlement, favorisant la liquidité du marché obligataire. Les négociateurs primaires sont des membres de la Bourse d'Irlande, et les obligations de l'État sont cotées en Bourse.

459. À la suite du passage au cybercourtage et de la cotation des nouvelles obligations de référence de 2007 et 2013 dans le système Euro MTS à la mi-2002, six nouvelles institutions ont été ajoutées au système, lesquelles sont purement des fixeurs de prix des nouvelles obligations de 2007 et 2013. Il ne s'agit pas de négociateurs primaires, et les institutions ne peuvent s'approvisionner aux ventes aux enchères mensuelles.

460. Le système de négociateurs primaires sous-tend la liquidité du marché obligataire du gouvernement de l'Irlande, et la NTMA en assure la liquidité suffisante en accordant les conditions suivantes aux négociateurs primaires :

- l'offre continue au cours du marché des obligations de référence du gouvernement de l'Irlande;
- la possibilité de substituer entre elles les obligations de référence;
- le rachat et la revente des obligations de référence.

### **Rachat**

461. La NTMA, désireuse d'accroître la liquidité du marché, est disposée à racheter des obligations illiquides, libellées en euros, de l'État irlandais, autres que des obligations de référence, dont des volumes relativement négligeables sont en circulation. Elle consent, de plus, à racheter des obligations de l'État irlandais libellées en devises lorsque l'occasion se présente. Ce faisant, elle améliore la structure des échéances, élimine les obligations faiblement négociées et illiquides et facilite l'émission des obligations de référence liquides.

### **Négociateurs secondaires**

462. La NTMA possède une fonction de négociation secondaire de ses obligations avec d'autres participants au marché. Le rôle du négociateur secondaire est d'assurer la liquidité du marché et de fournir à l'agence de l'information commerciale. Le négociateur secondaire est autorisé à traiter, en qualité d'acheteur au détail, avec les teneurs de marché et les courtiers en obligations de l'État irlandais. Un « mur du silence » sépare la négociation secondaire de l'activité du comptoir de négociation primaire des obligations.

### **Passage au cybercourtage des obligations irlandaises**

463. La NTMA a inscrit les nouvelles obligations de référence de l'État irlandais, soit l'émission à 4,5 % échéance 2007 et l'émission à 5 % échéance 2013, au système de cybercourtage Euro MTS à la fin juin 2002. À ce moment, une version nationale du système MTS est entrée en vigueur, auquel est inscrit l'obligation de référence échéance 2016. Comme l'émission est inférieure au seuil de 5 milliards d'euros, l'obligation ne peut être cotée dans le système principal EuroMTS. L'inscription des obligations dans les systèmes susmentionnés a fortement intensifié leur roulement et augmenté la transparence des prix et la liquidité. De plus, elle procure aux obligations de l'Irlande une présence au cœur du marché des obligations gouvernementales de la zone euro.

### **Conventions normalisées du marché**

464. Toutes les obligations de référence de l'Irlande sont soumises à une convention de calcul des intérêts fondée sur le nombre de jours réels (nombre exact/nombre exact). Les obligations se négocient au cours excluant les intérêts courus, et les cours sont exprimés en décimales. Les jours ouvrables de négociation sont les jours d'activité du système TARGET, et les transactions sont réglées intégralement dans les trois jours (T+3), quoique les parties puissent convenir d'un report du règlement. Les conditions décrites ci-dessus sont courantes sur les marchés obligataires de la zone euro. Une sûreté peut être constituée sur les obligations du gouvernement de l'Irlande aux fins des opérations sur les marchés financiers intéressant la BCE.

### **Règlement**

465. En décembre 2000, la fonction de règlement des obligations du gouvernement de l'Irlande a été transférée du système national de règlement, à savoir le Central Bank of Ireland Securities Settlements Office (CBISSO), à la banque Euroclear, située à Bruxelles. L'Irlande est le premier pays européen à avoir transféré la fonction de règlement des obligations de l'État de la banque centrale à une institution internationale dépositaire de valeurs. Par contre, la Central Bank of Ireland demeure l'agent d'inscription des titres.

466. Le transfert de la fonction de règlement à la banque Euroclear visait les objectifs suivants :

- accroître la liquidité des obligations de l'État irlandais sur les marchés financiers internationaux grâce à l'accès à un éventail élargi d'investisseurs;
- constituer une infrastructure de règlement simple et économique, de manière à centraliser dans une seule entité les fonctions de sécurité et de règlement des transactions intérieures et transfrontalières;
- parvenir à un degré d'efficacité optimal grâce à l'intégration de la fonction de règlement à un environnement de règlement international en temps réel;
- offrir aux anciens membres du CBISSO un grand assortiment de marchés, par voie du système Euroclear.

### **Prise en compte dans des indices**

467. Les indices suivants prennent en compte des obligations de l'État irlandais :

- Bloomberg/EFFAS
- J.P. Morgan Irish Government Bond Index
- Lehman Brothers Global Bond Index
- Merrill Lynch Global Government Bond Index 11
- Salomon Smith Barney World Government Bond Index

### **Notation**

468. L'Irlande s'est vu consentir la notation maximale à long terme, c'est-à-dire AAA, par Standard and Poor's, Moody's, Fitch, de même que par l'agence japonaise Rating and Investment Information, Inc. (R&I). Le pays jouit également des cotes maximales à court terme, à savoir A-1+, P-1, F1 et a-1+, décernées par Standard and Poor's, Moody's, Fitch et R&I respectivement.

### **Traitement fiscal des obligations du gouvernement irlandais**

469. Les obligations de l'État irlandais ne sont assujetties à aucune retenue d'impôt à la source. De plus, les porteurs non résidents échappent à toute imposition en Irlande. Par contre, les dispositions de la directive de l'UE sur l'épargne (COM 1998 (295 final)) sont susceptibles d'influer sur cette situation en ce qui a trait aux investisseurs particuliers non résidents. La directive de l'UE vise à assurer une imposition effective minimum du rendement de l'épargne sous forme de paiements d'intérêts dans l'UE. Elle s'applique aux particuliers (non aux sociétés) qui sont résidents dans un État membre de l'UE et touchent des revenus d'intérêt tirés de leurs placements dans un autre État membre. Chaque État membre serait tenu de fournir des renseignements sur ces paiements d'intérêt à l'État membre dans lequel réside la personne ayant la propriété effective des intérêts.

### **Dettes indexées**

470. À ce jour, l'Irlande n'a émis aucun titre de créance indexé.

### **Établissement et maintien de contacts avec le milieu financier**

471. En dépit de l'évolution des techniques et des innovations au cours des deux décennies écoulées, les marchés financiers demeurent une affaire de rapports personnels, et l'Irlande a réussi par le passé à bénéficier d'un loyer de l'argent plus avantageux que ce que sa notation aurait pu laisser attendre, grâce à l'établissement et au maintien d'excellents contacts. Son engagement dynamique sur le marché a aussi permis au personnel de la NTMA d'augmenter et d'approfondir sa connaissance et sa compréhension de l'évolution du marché et de demeurer au fait des innovations. La communication rapide de renseignements précis fait

également partie de la stratégie pratiquée par l'Irlande pour que son nom demeure visible sur les marchés financiers. À cette fin, la NTMA se prévaut énergiquement des ressources suivantes :

- son site Internet ([www.ntma.ie](http://www.ntma.ie)), sur lequel sont affichés régulièrement les renseignements les plus récents;
- la note intitulée *Ireland Information Memorandum*, publiée et distribuée en mars chaque année et présentée sur le site Internet de la NTMA;
- son rapport annuel, qui paraît chaque année en juin;
- des points de presse et des communiqués de presse, dont l'objet est de renseigner le marché sur les faits nouveaux importants;
- la page de la NTMA sur le site de Reuters ([ntma/b/c](http://ntma/b/c));
- la réception qu'elle offre en décembre chaque année à l'intention de toutes ses relations du milieu bancaire;
- les lignes de crédit offertes aux institutions financières;
- les campagnes périodiques sur le terrain et les programmes de marketing que mène la NTMA en vue d'assurer la visibilité de l'Irlande, notamment en prévision de tout grand programme d'émissions;
- des échanges réguliers avec les agences de notation (l'Irlande jouit de la notation maximale AAA décernée par Moody's, Standard and Poor's et Fitch);
- le recours actif au service de messagerie de Bloomberg afin d'obtenir le cours d'instruments insensibles aux prix, tels que dépôts et contrats de change à terme. De cette manière, la NTMA a la certitude d'obtenir un prix optimal et chaque banque auprès de laquelle elle possède une ligne de crédit a l'occasion de lui proposer un prix;
- l'inscription des obligations du gouvernement de l'Irlande sur la principale plate-forme de cybercourtage, EuroMTS.

### **Normes du CSPR et de l'OICV**

472. La mission du FMI responsable du projet d'évaluation du secteur financier a fait le constat suivant : « L'Irlande respecte les principes fondamentaux du CSPR en ce qui concerne les systèmes de paiement importants sous l'aspect systémique. Le seul système de cette catégorie est IRIS, le système irlandais de règlement brut en temps réel. Sa conformité est facilitée par l'action de la BCE visant à garantir que les systèmes nationaux de paiements qui participent au système TARGET (Trans-European Real-time Gross Settlement Express Transfer) possèdent toutes les caractéristiques nécessaires à l'exécution sans heurts des transactions transfrontalières ». La NTMA exploite un système de règlement des valeurs en qualité d'émetteur, d'agent d'inscription et d'agent de règlement de son programme de billets de l'Échiquier, conformément aux principes fondamentaux des normes de l'OICV. La Central Bank of Ireland fait fonction d'agent d'inscription des obligations du gouvernement de l'Irlande, dont le règlement est assuré par la banque Euroclear. Les deux banques précitées exercent leur activité conformément aux principes fondamentaux des normes de l'OICV.

### **Le pari de l'euro**

473. L'UME et l'adoption de l'euro ont occasionné une forte diversification des portefeuilles au sein de la zone euro, car la disparition du risque de change et des frais de transaction, ainsi que la déréglementation des marchés intérieurs des divers membres de la zone euro ont provoqué une redistribution sans cesse croissante des actifs dans des portefeuilles englobant l'ensemble de la zone. Ainsi, en ce qui concerne l'Irlande, la part des obligations publiques dont des non-résidents sont porteurs est passée de quelque 21 % à 60 % en juin 2002, tandis que les investisseurs résidents qui possédaient d'importants placements sur le marché obligataire de l'Irlande ont diversifié leurs actifs et ont été remplacés par d'autres, pour la plupart résidents d'autres pays de la zone.

474. Compte tenu de la disparition du risque de change, des rendements unidirectionnels et des marges étroites découlant de la convergence (ayant pour cause l'égalisation des notations des États souverains membres de la zone euro), les motivations des investisseurs peuvent se résumer à des questions de liquidité de prix, de transparence et d'efficience du marché.

## VI. ITALIE<sup>36</sup>

475. Au cours de la dernière décennie, la politique italienne de gestion de la dette publique a été dictée par les dispositions du Traité de Maastricht en vertu duquel les pays européens respectant les critères de stabilité économique et de discipline budgétaire ont créé une union monétaire reposant sur une monnaie unique, l'euro.

476. Depuis 1992, la structure du passif du Trésor italien a subi une profonde transformation. Voici les principaux objectifs qui devaient être atteints à la fin de ce processus :

- le renversement de la tendance à la hausse de la dette brute consolidée des administrations publiques (selon la définition qu'en donne la Procédure de déficit excessif de l'Union monétaire européenne);
- la réduction générale des tensions sur les marchés de capitaux émanant de l'offre excessive d'obligations;
- la réduction du risque lié aux fluctuations de taux d'intérêt;
- la création d'un marché liquide et profond de titres publics.

477. L'engagement ferme de poursuivre ces objectifs s'est traduit par l'adoption à compter de 1992 de certaines lois et la mise en œuvre de réformes structurelles et organisationnelles concernant la gestion de la dette publique.

### **A. Mise en place d'une structure de gestion et d'un cadre institutionnel adaptés**

#### **Objectifs et portée de la gestion de la dette**

##### ***Objectifs***

478. Selon les principes directeurs de 2002 et 2003, l'objectif de la gestion de la dette publique consiste à « ...faire en sorte que les besoins de financement de l'État soient comblés et ses obligations de remboursement honorées tout en réduisant autant que possible le coût de l'endettement, à niveau de risque constant. »

---

<sup>36</sup> Cette étude de cas a été effectuée par Domenico Nardelli et Gianluca Colarusso, tous deux du Service de la dette publique du Trésor italien.

### ***Portée***

479. Selon le cadre juridique établissant les responsabilités, c'est au Service de la dette publique (SDP) du Trésor italien qu'incombe la responsabilité de l'émission et de la gestion des titres publics sur le marché intérieur.

480. Le SDP est également responsable de l'émission et de la gestion de tous les autres titres, ce qui inclut les emprunts et les autres opérations sur les marchés financiers internationaux comme, par exemple, les crédits consortiaux, les effets de commerce et les échanges financiers. Le SDP s'occupe également de la gestion du « Fonds d'amortissement de la dette publique » et du « Compte de caisse » (« Conto Disponibilità ») de la Banque d'Italie (l'un et l'autre ont été créés en 1993).

481. Le SDP surveille également les emprunts effectués sur les marchés financiers par les organismes publics, les administrations locales et les entreprises publiques, que ceux-ci jouissent ou non d'une garantie de l'État.

### **Coordination avec les politiques budgétaire et monétaire**

482. Les autorités italiennes considèrent comme prioritaire la coordination entre les politiques monétaire et budgétaire d'une part, et, d'autre part, la gestion de la dette. Le partage des responsabilités entre les diverses institutions et la spécialisation des tâches sont clairement établis. C'est au SDP qu'incombe la responsabilité de l'émission et de la gestion des titres de créance. Le Trésor italien s'occupe de gérer la trésorerie de l'État et de surveiller les besoins financiers de l'administration centrale ("Fabbisogno del Settore Statale"). La Banque d'Italie (BI) — à titre de membre de la Banque centrale européenne (BCE) — est chargée de la politique monétaire et de la surveillance du système financier italien.

483. Les règles et contraintes et les diverses tâches confiées à chacun des organismes concernés (le SDP, le Trésor, la BI et les organismes publics à vocation générale) obligent à une coordination constante et générale, tant pour prévenir les infractions aux règles juridiques que pour assurer le bon fonctionnement des activités de l'État (la perception des recettes et l'exécution des paiements).

484. Comme pour tous les membres de l'Union économique et monétaire, la coordination de la gestion de la dette et de la politique monétaire en Italie doit être envisagée dans le contexte du Traité de Maastricht. Celui-ci interdit aux autorités monétaires de financer les déficits publics en achetant des titres publics sur le marché primaire. Cette disposition du Traité a donné lieu à l'adoption en 1993 d'une loi nationale interdisant à la BI de participer à des adjudications d'obligations publiques. Pour ce qui est de la conduite de la politique monétaire, le SDP n'a jamais disposé d'informations privilégiées, la détermination des taux d'intérêt officiels ayant été l'apanage de la BI jusqu'en 1998 et de la BCE par la suite.

485. La loi prévoit une séparation complète des objectifs et de la comptabilité en ce qui concerne la politique monétaire et la gestion de la dette. La BI jouit d'une indépendance totale vis-à-vis de l'État et se comporte comme une autorité autonome; elle exerce ses activités comme elle l'entend et les pouvoirs qu'elle détient lui sont conférés en vertu d'une loi particulière, de sorte que ni l'État ni le gouvernement ne peuvent intervenir dans la conduite de ses affaires ou influencer ses décisions. Son capital social est constitué d'actions appartenant à des établissements privés et publics relevant de catégories particulières. Toutefois, selon les statuts de la BI (que seule une loi peut modifier), la majorité des actions doit être détenue par des établissements publics ou des sociétés sous leur contrôle. Au 31 décembre 2000, il y avait 86 actionnaires (dont 80 possédant des droits de vote).

486. En outre, conformément à l'article 101 du Traité créant la Communauté européenne, la loi italienne, modifiée aux termes du Traité de Maastricht, interdit à la BI et à la BCE de consentir à l'État des facilités de trésorerie, et ce quels qu'en soient la forme ou le montant. Depuis 1993, la loi interdit en outre les achats directs de titres de créance auprès de la BI. Le système vise également le compte de caisse que le Trésor maintient à la BI, ce qui signifie que le Trésor ne dispose d'aucune facilité de trésorerie. Selon la loi, ce compte doit afficher un solde positif moyen de 15,49 milliards d'euros.

487. Toutefois, bien que les rôles respectifs du Trésor italien et de la BI soient clairement délimités, il y a toujours eu un dialogue suivi entre ces deux institutions à propos de la gestion de la dette publique. Premièrement, ils se réunissent fréquemment pour échanger des vues sur certains aspects de la politique d'émission comme, par exemple, le montant et l'assortiment des instruments à émettre. Deuxièmement, la BI participe généralement à des groupes de travail créés de temps à autre pour analyser des innovations particulières ou des questions afférentes à la gestion de la dette, comme la création du marché des instruments démembrés, la définition de nouveaux instruments financiers, etc. Troisièmement, comme la BI est l'agent financier de la République et que les émissions de monnaies étrangères peuvent avoir des conséquences sur la gestion des réserves, il y a échange continuuel d'informations sur ces émissions.

488. Le bon fonctionnement du programme d'emprunt du SDP exige une surveillance constante, de concert avec le Trésor, des besoins de financement de l'État (« Fabbisogno del Settore Statale » en termes nominaux). Cette surveillance s'exerce également par le biais de prévisions et d'estimations des tendances futures de ces besoins, lesquelles tiennent compte de l'évolution cyclique annuelle normale et des écarts exceptionnels des encaissements et des décaissements (il s'agit généralement des recettes provenant des impôts directs et indirects et des dépenses salariales et autres dépenses semblables). Enfin, les besoins de financement doivent tenir compte de la structure d'amortissement de l'encours de la dette.

489. Il y a également des consultations étroites sur le solde du compte de caisse que le Trésor maintient auprès de la BI et par le truchement duquel sont effectués la plupart des paiements de la République. Bien que le compte soit à la BI, seul le Trésor peut autoriser un paiement ou une rentrée de fonds. Toutefois, les deux institutions se consultent régulièrement

sur le solde du compte en raison de son impact sur le niveau des liquidités et, partant, sur la politique monétaire.

## **Cadre institutionnel**

### ***Gouvernance***

490. Aux termes de la loi de finances (« Legge Finanziaria ») que le Parlement adopte chaque année, les emprunts nets de l'État et les emprunts sur les marchés effectués pendant l'exercice financier sont assujettis à un plafond. Celui-ci correspond à la valeur totale brute des émissions de titres de créance.

491. Le cadre juridique de la gestion de la dette publique est défini tout d'abord en vertu d'une loi créant le nouveau Ministère de l'économie et des finances (MEF). C'est à celui-ci qu'incombent en particulier les responsabilités concernant « ...le financement des besoins financiers de l'État et de la dette publique... ».

492. Un règlement subsidiaire précise les modalités d'organisation et les responsabilités du Trésor au sein du MEF, et notamment celles du Service de la dette publique.

493. Le SDP est responsable de l'émission de titres de créance et de la gestion de la dette intérieure et extérieure, de la gestion du fonds d'amortissement de la dette publique et de la surveillance des opérations de financement des autres organismes locaux et publics. Cette surveillance revêt un caractère délicat pour le SDP. Les engagements de l'État au titre de la procédure de déficit excessif s'appliquent à l'ensemble des administrations publiques, ce qui signifie que les activités de financement des administrations locales et de toutes les autres entités des administrations publiques sont visées.

494. Le cadre législatif particulier et l'aménagement des dispositions juridiques garantissent que la République italienne répond de toutes les opérations dans lesquelles sont engagés les gestionnaires du SPD. Ceux-ci sont des fonctionnaires; les gestionnaires des divers bureaux qui constituent le SDP sont assujettis à l'obligation de rendre compte, ce qui signifie qu'ils doivent répondre de leurs actes aux plans civil, administratif, comptable et pénal.

495. Le SPD est responsable de la préparation de quatre documents illustrant les activités mentionnées ci-dessus et les plans stratégiques pour l'avenir :

- les principes directeurs stratégiques annuels : il s'agit d'un document exposant les principes directeurs stratégiques d'une année donnée rédigé par les agents du SPD après de longues consultations avec les diverses directions du ministère; le directeur général du SPD coordonne la préparation du document et le soumet au directeur général du Trésor, lequel donne son approbation. Il n'y a ni présentation officielle au Parlement, ni contrôle immédiat du Ministre des finances;

- le Rapport semestriel présenté à la Cour des comptes;
- le Bulletin trimestriel sur la dette publique;
- la section sur la dette publique du rapport trimestriel sur les emprunts et les soldes de trésorerie.

Les deux derniers documents sont également préparés au titre du programme NSDD du FMI.

496. Les activités de gestion de la dette publique sont considérées comme étant essentiellement publiques. Ces dernières années, on a envisagé d'autres possibilités concernant l'aménagement institutionnel, par exemple la création d'un organisme indépendant dont les activités seraient encadrées uniquement par le droit civil. Bien qu'un tel projet n'ait jamais fait l'objet d'une analyse avantages-coûts rigoureuse, l'actuel sous-ministre de l'économie et des finances a été chargé d'étudier la possibilité de créer un organisme indépendant à qui incomberait la responsabilité de la gestion de la dette publique. Il s'agit d'une question qui n'a pas encore dépassé le stade de la recherche et des débats universitaires.

### ***Gestion des activités internes***

497. La gestion des risques opérationnel est le résultat de pratiques éprouvées élaborées pendant plusieurs années, et surtout à compter de 1991, année où l'actuel organigramme du SDP a été proposé. Ce processus a pris fin lorsque, en 1997, les activités afférentes à la gestion de la dette publique ont été soumises à l'autorité du SDP.

498. Comme déjà mentionné, les textes législatifs sur le partage des tâches en matière de gestion de la dette publique établissent une nette distinction entre les responsabilités du Trésor et celles de la BI, ce qui permet d'éviter tout conflit d'intérêt entre les deux. Les deux institutions ont toujours coopéré l'une avec l'autre et le bon fonctionnement du processus d'adjudication et de règlement, comme d'ailleurs celui de toutes les opérations sur le marché secondaire, est le fruit des réformes de gestion de la dette publique. Il convient de noter en particulier que le rôle du gestionnaire responsable de la procédure d'adjudication (BI), l'établissement de plateformes d'échanges autonomes sur le marché secondaire<sup>37</sup> et la mise en place d'une institution de dépôts indépendante (Monte Titoli SpA) garantissent une nette séparation des responsabilités et le respect intégral de l'obligation de rendre compte.

### ***Personnel***

499. Dans le domaine de la gestion des ressources humaines, beaucoup d'efforts ont été déployés pour renouveler le capital humain du SDP et améliorer sa formation. L'effort le plus

---

<sup>37</sup> MTS, MOT et BondVision, décrits dans la section intitulée « Développement du marché des titres publics ».

important vise à pallier les carences traditionnelles de la fonction publique italienne concernant les technologies de l'information et la connaissance de langues étrangères. Des progrès sensibles ont été accomplis, surtout parce que cet effort s'inscrit dans le cadre d'initiatives plus larges visant l'ensemble de la fonction publique italienne.

500. Par rapport aux établissements du secteur privé, le taux de rotation des effectifs est faible. Les taux de mobilité les plus élevés sont ceux des employés qui passent d'un département du MEF à un autre et d'une direction du SDP à une autre ou qui prennent leur retraite. Cela dit, le nombre des employés acceptant des emplois dans des institutions internationales ou des établissements privés (surtout des institutions financières) tend depuis peu à augmenter. La loi italienne n'accorde pas beaucoup de souplesse dans la détermination des salaires et des incitations, sauf dans le cas de quelques cadres supérieurs (généralement les chefs de département ou les directeurs généraux). Toutefois, les réformes législatives adoptées récemment visent la mise en place de règles plus souples, notamment dans le cas des gestionnaires (le niveau qui précède celui des directeurs généraux), ce qui permettra de procéder à affectations temporaires et à mettre en place une « version atténuée » de prime de rendement. Néanmoins, le SDP peut, comme les autres organismes publics, offrir à ses employés des possibilités de formation et d'acquisition de compétences comparables à celles qui existent dans le secteur privé.

501. Il n'y a pas de code de déontologie propre au SPD mais ses employés sont assujettis aux dispositions s'appliquant généralement aux fonctionnaires. Le droit administratif et pénal italien respecte tous les critères d'impartialité et permet d'éviter les conflits d'intérêt.

### ***Méthodes d'audit***

502. La gestion de la dette publique est assujettie au contrôle du Service de comptabilité du Ministère de l'Économie et des finances (MEF) et de la Cour des comptes de l'Italie ('Corte dei Conti').

503. Le contrôle officiel du Service de comptabilité du MEF est continu et repose uniquement sur des documents justificatifs; il s'exerce sur l'ensemble de l'administration et s'applique à un nombre limité de procédures énumérées dans une loi. Cela signifie que les méthodes d'audit sont axées sur l'examen de divers documents et permettent aux auditeurs de certifier leur conformité aux lois et aux règles comptables.

504. Les contrôles officiels particuliers de la Cour des comptes reposent également sur des principes juridiques. Certains documents et actes (par exemple, les contrats d'achat dont le montant excède une certaine limite) doivent être présentés à la Cour des comptes et assujettis à un processus d'approbation juridique et comptable *ex ante*. Le contrôle non officiel auquel la Cour des comptes procède *a posteriori* porte sur un échantillon d'activités visant l'ensemble de l'administration italienne et ne s'applique donc pas régulièrement aux activités du SDP.

505. En outre, le SDP présente chaque semestre à la Cour des comptes un « Rapport d'activité sur la gestion de la dette publique » qui décrit l'évolution de sa composition et les opérations effectuées pendant le semestre. Ce document n'est pas rendu public. À vrai dire, son principal objectif est d'assurer une connaissance plus approfondie des activités afférentes à la gestion de la dette publique. L'examen des résultats chiffrés — que la Cour des comptes effectue régulièrement — est complété par une description et une évaluation des stratégies et des mesures prises à la lumière des tendances dans les marchés internationaux de capitaux.

## **Transparence**

506. Pour le Trésor italien et le SDP, la transparence est une priorité stratégique et l'on ne saurait se soustraire à ses exigences. Le site Internet du SDP<sup>38</sup> est mis à jour quotidiennement et est accessible en anglais. Sa création témoigne de la très grande importance que le SDP accorde aux communications avec les investisseurs italiens et internationaux.

507. Un document où sont présentés les principes directeurs stratégiques de la gestion de la dette publique est affiché chaque année sur le site Internet. Ces principes font ressortir les objectifs du SDP en ce qui concerne la gestion des risques, la composition du portefeuille, la liquidité des titres sur le marché secondaire, les prévisions visant les émissions brutes susceptibles d'être lancées et un certain nombre de nouvelles obligations et de nouveaux bons du Trésor devant être émis sur le marché. La divulgation des objectifs stratégiques et des analyses avantages/coûts constitue une étape toute nouvelle; il en est d'ailleurs question dans le plus récent document de stratégie.

508. On trouve également sur le site Internet :

- le calendrier annuel des adjudications;
- le programme d'émissions du trimestre;
- le bulletin trimestriel du SDP;
- les avis sur les offres de bons et d'obligations;
- les résultats des dernières adjudications d'obligations et de bons du Trésor; et
- des sections spéciales portant sur :
  - les spécialistes en obligations publiques italiennes;
  - les statistiques de la dette publique;
  - le Fonds d'amortissement de la dette publique italienne;
  - l'énumération et la description des titres du Trésor italien;
  - d'autres informations (par exemple les nouvelles concernant une nouvelle loi sur le traitement fiscal des bons et des obligations).

---

<sup>38</sup> [www.tesoro.it/publicdebt](http://www.tesoro.it/publicdebt)

509. Le cadre administratif et organisationnel de la gestion de la dette est défini surtout dans les lois italiennes et dans la réglementation du Ministère de l'économie et des finances.

510. Les participants au marché monétaire peuvent obtenir des informations sur le règlement et le processus de distribution primaire des titres de créance publics en consultant :

- le texte des lois pertinentes;
- la section du site Internet consacrée à la diffusion annuelle d'informations sur le classement des spécialistes en obligations publiques; et
- les critères utilisés pour l'évaluation de ces derniers (site Internet).

511. Pour ce qui est du cadre des adjudications de titres de créance publics italiens, la loi prévoit diverses règles tandis que la procédure électronique pour les adjudications garantit l'exécution claire et sans ambiguïté de toutes les opérations (envoi, ouverture et classement des offres, et attribution des quantités). Des procédures de recouvrement manuelles ou semi-électroniques sont prévues dans le cas d'une défaillance technique. Depuis 1988, le marché secondaire des titres de créance publics repose sur une plate-forme électronique (MTS).

512. Le processus de réforme du marché secondaire a pris fin en 1998 et a été couronné par l'adoption d'une loi et de deux décrets sur la réglementation du marché secondaire et le rôle de la plateforme électronique MTS dans le marché primaire des obligations publiques italiennes et étrangères.

513. Les informations sur les flux et le stock de titres de créances publics sont envoyées aux participants au marché monétaire dès que les données finales sont disponibles. Le SDP publie un « Bulletin trimestriel » sur le marché des titres de créance publics où figurent des données sur :

- les résultats des dernières adjudications de titres de créance publics italiens;
- l'encours des titres publics de référence;
- le programme trimestriel d'émissions (de nouveaux titres);
- la composition par instrument de l'encours de la dette de l'État;
- les données historiques sur la durée moyenne de la dette de l'État;
- les dates d'échéance des obligations en circulation;
- les remboursements au cours des 12 prochains mois;
- le volume des opérations et les écarts moyens cours acheteur/cours vendeur sur le marché secondaire (MTS).

514. En outre, lorsque besoin en est, le Trésor italien fournit des informations au sujet des modifications apportées au traitement fiscal des titres de créance publics. Cela s'est produit lors des innovations récentes visant le régime fiscal des non résidents (impôt retenu à la source) : les notes explicatives concernant la réforme et une formule de demande ont été affichées sur le site Internet du SDP.

515. Pour ce qui est des besoins de financement du secteur public (« Fabbisogno del Settore Statale »), le Trésor italien publie chaque mois des données sommaires concernant ces indicateurs. Compte tenu de la nature variable et incertaine de ces données, aucune prévision officielle n'est rendue publique.

## **B. Stratégie de gestion de la dette et cadre de gestion des risques**

516. L'Italie possède un des encours de dette les plus importants des pays industrialisés, aussi bien en termes nominaux qu'en pourcentage du PIB. Le ratio de la dette au PIB, qui était de 97,2 % en 1990, a atteint un sommet de 124,3 % en 1994, après quoi il a commencé à diminuer grâce à une importante consolidation budgétaire. Étant donné les risques auxquels un tel endettement exposait la stabilité financière du pays, l'État a pris certaines mesures en matière d'économie politique. Au cours des années 1980 et de la première moitié des années 1990, le service de la dette faisait sans cesse grimper le niveau des dépenses, à tel point que, en 1993, les charges d'intérêt représentaient 22,6 % du budget. Afin d'assurer le service de sa dette, la République était obligée de maintenir les impôts à un niveau élevé et ne disposait d'aucune marge de manœuvre budgétaire lui permettant d'exercer un effet anticyclique. Pour obtenir un tel effet, il aurait fallu un relâchement de la politique budgétaire, ce qui aurait aussitôt bouleversé l'équilibre des comptes budgétaires du pays. Même la conduite d'une politique monétaire indépendante visant à contenir les pressions inflationnistes par le biais de taux d'intérêt officiels élevés risquait de susciter une hausse du coût de l'endettement, ce qui aurait aggravé l'état des finances publiques. Toutefois, comme la dette extérieure libellée en devises de l'Italie n'était pas très importante (en 1993, seulement 3,5 % de la dette totale était libellée en devises étrangères), les retombées de l'important encours de la dette sur la gestion des réserves demeuraient limitées. Pas plus tard qu'en 1994-1995, l'écart entre les rendements des obligations italiennes et allemandes de 10 ans continuait de varier entre 250 et 600 points de base, et il est devenu manifeste qu'un écart aussi grand ne pouvait durer.

517. Dans ce contexte, bien que la principale préoccupation du SDP jusqu'au début des années 1980 ait été de trouver les fonds nécessaires au financement du budget de l'État, le SDP a décidé de mieux définir sa mission et d'élaborer une stratégie plus précise pour guider ses interventions. C'est pourquoi, tout en demeurant assujéti à diverses contraintes accroissant les difficultés qu'il éprouvait à s'écarter du marché risqué des bons du Trésor, le Trésor a commencé à établir des critères de base auxquels devait dorénavant se conformer sa politique de gestion de la dette.

518. L'objectif général de la gestion de la dette était alors de réduire autant que possible les coûts de financement. Toutefois, pour éviter de prendre des risques excessifs dans une conjoncture de marché particulière, il a été convenu que cet objectif devait être tempéré par une très grande attention accordée au risque de taux d'intérêt et au risque de refinancement. Cette décision s'explique par le fait que l'objectif de réduction des coûts de financement ne suffisait pas à mettre le budget à l'abri de certains chocs. Dans une conjoncture de taux d'intérêt en baisse, par exemple, on risquait de procéder à des émissions excessives de titres à court terme. Bien que permettant de réaliser des économies à brève échéance, une telle

stratégie exposait l'État à un risque non nécessaire de hausse des taux d'intérêt dans le futur, et donc à une hausse subite du coût de l'endettement.

519. Le travail effectué pour mieux évaluer les principaux risques auxquels s'exposait le SDP a permis de définir l'objectif de la gestion de la dette. Étant donné la taille et la composition de sa dette, l'Italie courait deux grands risques pendant les années 1990 :

- *le risque de taux d'intérêt (de marché)* : en raison de la durée très courte de la dette publique, le coût de l'endettement était très sensible aux variations des taux d'intérêt;
- *le risque de refinancement* : en 1990, la durée moyenne de la dette publique était de seulement 2,6 ans; les autorités italiennes devaient donc refinancer chaque année des montants considérables de titres, d'où les adjudications fréquentes et substantielles qui surchargeaient le marché.

#### ***La stratégie concernant le risque de taux d'intérêt (de marché)***

520. Le besoin de limiter le risque de taux d'intérêt a obligé le SDP à adopter une politique de gestion de la dette axée sur la modification de sa composition et l'accroissement de sa durée.

521. Le début de la consolidation budgétaire et la baisse de l'inflation ont créé une conjoncture plus propice à l'achat de titres à long terme par les investisseurs. La hausse de la demande a rendu possible l'émission des CCT (obligations à taux variable d'une durée de 7 ans) et des BTP (obligations d'une durée de 3 ans, 5 ans, 10 ans et 30 ans) dont la valeur était plus élevée que dans le passé. En 1990, les obligations à court terme et à taux variable représentaient 73 % de la dette totale. Ce pourcentage est tombé à 49 % en 1995, et à 30 % en 2000. Par ailleurs, la durée moyenne de l'encours de la dette est passée de 1,7 an en 1993 à 3,7 ans en 2000.

522. L'exposition aux risques de variation des taux d'intérêt a donc sensiblement diminué. Compte tenu de la composition actuelle de la dette, un déplacement de un point de la courbe des rendements entraînerait une hausse des charges d'intérêt inférieure d'environ un tiers à celle que l'on aurait observée en 1996.

#### ***La stratégie concernant le risque de refinancement (reconduction)***

523. La réduction du risque de refinancement constituait un défi encore plus grand pour l'Italie. Il y a peu de temps encore, la durée moyenne de la dette publique était tellement courte qu'il fallait constamment refinancer la dette venant à échéance. En 1995, par exemple, la dette publique venant à échéance représentait 50 % de l'encours total de la dette. De plus, les dates d'échéance étaient rapprochées de sorte que les appels au marché que nécessitaient ces remboursements étaient d'une assez grande ampleur.

524. La stratégie concernant ce risque visait tout d'abord à accroître la durée moyenne de la dette publique. Pendant les années 1990, la durée moyenne a plus que doublé, passant de 2,6 ans en 1990 à 5,7 ans en 2000. La stratégie visait aussi à obtenir une structure d'amortissement plus lissée sur l'année. Bien que les besoins d'emprunt aient conservé un caractère très saisonnier, le SDP s'est employé à répartir les échéances plus uniformément sur les divers mois de l'année.

### ***Le cadre fonctionnel conçu pour s'attaquer aux risques de marché et de refinancement***

525. La plus grande partie des années 1980 et 1990 a été consacrée à réduire ces deux risques. C'est au cours de cette période que l'Italie a adopté une attitude interventionniste en matière de gestion de la dette et a cherché par tous les moyens à convaincre les investisseurs d'acheter des titres autres que des bons du Trésor à court terme, lesquels constituaient l'armature du portefeuille de tout investisseur italien. En outre, il fallait élargir l'éventail des instruments utilisés pour lever des fonds afin d'éviter toute dépendance excessive à l'égard d'un segment particulier du marché. Le SDP a introduit des innovations tant sur le marché primaire que sur le marché secondaire. Pour ce qui est du marché primaire, les efforts ont été concentrés sur la diversification des titres et la mise en place d'un nouveau processus d'émission.

526. Quant à la diversification des instruments, on a multiplié les catégories de titres émis afin de permettre au Trésor de cibler un éventail plus large d'investisseurs, d'accroître la durée moyenne de la dette et de lisser la structure d'amortissement. Plusieurs nouvelles catégories de titres ont été créées, en particulier :

- les *Certificati di Credito del Tesoro (CCT)* : en 1978, cherchant constamment à diminuer les émissions de bons du Trésor à court terme, l'Italie a émis les CCT dans l'espoir d'accroître la durée moyenne de sa dette. Toutefois, comme les investisseurs se montraient alors réticents à acheter des titres italiens à long terme et à taux fixe, le SDP a décidé d'indexer la valeur des coupons sur le taux courant des bons du Trésor. Ce nouveau titre (dont l'échéance, initialement variable, a été fixée à sept ans au début des années 1990) a connu un énorme succès, surtout auprès des ménages, et représentait dès 1990 plus de 40 % de l'endettement total. Le SDP a réussi ainsi à diminuer sensiblement le risque de refinancement mais il demeurait très exposé aux variations des taux d'intérêt;
- les *Certificati del Tesoro (CTE) libellés en écus*: le lancement des CTE en 1982 a fait de l'Italie un des premiers émetteurs de titres libellés en une unité de compte européenne reposant sur le panier de devises à l'origine de l'euro. Le SDP a ainsi réussi à convaincre des investisseurs d'acheter des titres à plus long terme et à passer outre aux craintes que leur inspirait le risque d'une dévaluation future de la lire italienne;
- les *Buoni del Tesoro (BTE) libellés en écus* : il s'agit de titres émis une première fois en 1987 et semblables aux CTE, la principale différence étant leur durée plus courte;
- les *Certificati del Tesoro con Opzione (CTO)* : émis pour la première fois en 1988, ces titres étaient des obligations à taux fixe d'une durée de 6 ans avec option au porteur de demander un remboursement anticipé après trois ans;

- les *premiers BTP d'une durée de 30 ans* ont été émis en 1993 en vue d'accroître la durée moyenne de la dette publique;
- le *programme de financement en devises* : à compter de 1984, la République italienne a procédé au lancement d'obligations libellées en devises dans l'espoir d'attirer des investisseurs peu disposés à investir dans une monnaie caractérisée par un taux d'inflation élevé. Par la suite, l'Italie est devenu un des principaux émetteurs du marché euro-obligataire et a fini par s'engager dans des activités de financement autres que les obligations de référence, comme le programme EMTN (lancé en 1999).

527. En ce qui a trait au processus d'émission, diverses modifications ont été adoptées au fil des ans afin d'améliorer les méthodes de placement, surtout dans le cas des obligations à moyen et à long terme. Jusqu'aux années 1980, le placement de ces obligations était confié à un consortium bancaire italien. Le SDP indiquait le montant et le prix des titres à vendre afin d'éviter les fluctuations excessives du marché. En 1985, conscient du nombre croissant d'intermédiaires pouvant accéder au marché italien, et soucieux de normaliser son processus de placement, le SDP a commencé à mettre progressivement en place une procédure d'adjudication à prix uniforme, celle-ci devenant pratique courante à compter de 1988. Dès 1990, le placement de tous les titres du Trésor sauf les obligations et les bons du Trésor libellés en devises se faisait par le biais d'adjudications à prix uniforme. En 1992, l'exigence d'un prix de base a été supprimée.

528. Quant aux *Buoni Ordinari del Tesoro (BOT)*, qui sont des billets de trésorerie à durée variable, la décision de supprimer l'indication d'un prix de base pour l'adjudication (prise en 1988 dans le cas des bons de trois mois, et en 1989 dans celui des bons de 6 mois et de 12 mois) a revêtu une grande importance puisqu'elle tendait à assurer une séparation plus nette des rôles entre le Trésor et la BI. Les participants au marché monétaire accordaient beaucoup d'importance à l'indication d'un prix de base pour les bons du Trésor car ils prétendaient pouvoir l'interpréter comme un signal concernant la direction future des taux d'intérêt officiels. Cette approche semait un peu la confusion au sujet des rôles respectifs du Trésor et de la BI et suscitait parfois des incertitudes sur l'avenir de la politique monétaire.

529. Une autre étape importante du processus d'émission concerne l'adoption en 1990 d'un processus d'adjudication de réouverture pour les obligations à moyen et à long termes. Cette initiative visait à répondre au besoin d'accroître la liquidité du marché secondaire sur écran qui venait alors d'être créé (voir la description du MTS ci-après). Les opérations sur ce marché ne parvenaient pas à prendre l'essor prévu en raison du nombre élevé d'obligations en circulation, aucune n'étant d'ailleurs suffisamment liquide pour absorber des transactions importantes. Les obligations de référence étaient souvent modifiées et le marché demeurait fragmenté. C'est pourquoi le SDP a décidé de procéder à plusieurs adjudications des mêmes obligations sur une certaine période tout en réduisant le nombre des obligations émises avec une même échéance. La période en question était d'abord de deux à trois mois mais elle a été progressivement allongée. Aujourd'hui, une obligation d'une durée de 10 ans peut demeurer ouverte pendant plus de 6 mois et une obligation de 30 ans pendant plus d'un an. Ainsi, l'encours d'obligations peut atteindre une taille optimale et il y a lieu de penser que le recours

à des adjudications de réouverture a contribué à réduire le coût de l'endettement car les investisseurs étaient davantage disposés à acheter des titres liquides. Cette réforme a joué un rôle clé dans le développement d'un marché secondaire efficace.

530. Récemment, le SDP a également annoncé la création d'un programme visant à échanger des titres dont la date d'échéance est proche contre des titres qui sont sur le point d'être émis (offres d'échange), l'objectif étant de lisser la structure d'amortissement. Grâce aux offres d'échange, le SDP rachète de vieilles obligations dont la date d'échéance est proche et les remplace par des titres nouvellement émis dont l'échéance est plus lointaine. Il y a là un double avantage :

- *du point de vue du refinancement* : en rachetant de vieilles obligations dont la date d'échéance est proche, le SDP peut lisser la structure d'amortissement dans le court terme (habituellement, les titres susceptibles d'être rachetés ont une durée pouvant atteindre jusqu'à un an). Ces titres sont généralement remplacés par des obligations à moyen ou à long terme, ce qui aide à répartir les échéances sur une plus longue période;
- *du point de vue de la liquidité* : en général, les obligations dont la date d'échéance est proche ne sont pas liquides et elles sont donc peu négociées sur le marché secondaire, ce qui accroît le fardeau des spécialistes en obligations publiques puisqu'ils sont obligés de les coter. Grâce aux offres d'échange, ces courtiers disposent d'un guichet leur permettant de troquer des obligations non liquides contre des obligations très liquides comme celles utilisées par le SDP pour exécuter les offres d'échange.

531. Les offres d'échange, qui ont été exécutées pour la première fois au début de 2002, peuvent être effectuées selon deux procédures :

- *par voie d'adjudication*, en suivant la même procédure que celle utilisée pour les opérations de rachat liées au produit des privatisations. Ces opérations se font de préférence au milieu du mois, en même temps que les adjudications de BTP de trois à cinq ans;
- *à une étape ultérieure*, en intervenant directement sur le marché secondaire réglementé par le biais de transactions bilatérales.

532. Dans les deux cas, ces opérations sont réservées uniquement à des spécialistes en titres publics puisqu'ils sont les intervenants les plus actifs sur le marché secondaire et ceux sur qui le Trésor compte pour assurer un niveau élevé de liquidité et d'efficacité sur le marché secondaire.

### ***Systèmes d'information***

533. Compte tenu du caractère sophistiqué des marchés, le développement de systèmes d'information joue un rôle clé dans le bon fonctionnement de la gestion de la dette. Au cours des 10 dernières années, le SDP a cherché à perfectionner ses systèmes en concentrant ses efforts dans trois domaines :

- les systèmes de prix;
- les systèmes de prévision; et
- les systèmes de gestion des risques.

534. Les systèmes de prix occupent une place importante dans les activités de la salle des marchés puisqu'ils permettent au SDP de mieux comprendre et évaluer les transactions. Le besoin d'élaborer de tels systèmes est d'abord apparu dans le contexte de la gestion du passif, plus précisément lorsque le SDP a commencé à négocier directement les contrats relatifs à des instruments dérivés avec ses vis-à-vis; par la suite, de tels systèmes ont été utilisés pour des émissions et pour d'autres opérations visant la dette intérieure. Plutôt que d'élaborer des modèles internes, le SDP a décidé de tabler sur l'expérience des banques d'affaires dans ce domaine. Il a donc bénéficié de leurs conseils lorsqu'il a fallu établir des modes de détermination des prix adaptés aux activités de gestion de la dette. Ces modèles sont utilisés pour poursuivre tout un éventail d'objectifs, aussi bien le calcul de diverses données comme les taux d'escompte que la détermination du prix de structures complexes ou du juste prix des obligations devant être rachetées sur le marché secondaire.

535. Des systèmes de prévision sont en cours d'élaboration afin de permettre au SDP d'avoir une opinion propre sur l'évolution des variables clés de gestion de la dette comme, par exemple, les charges d'intérêt, l'encours de la dette à des dates futures, et ainsi de suite.

536. L'autre domaine témoin d'une évolution rapide est celui des modèles de risque, qui prend de plus en plus d'ampleur du point de vue de l'obligation de rendre compte et de la communication de rapports. On s'emploie notamment à affiner les modèles permettant au SDP de mesurer avec exactitude les risques auxquels il est exposé à tout moment. La plupart des modèles existants sont des modèles individualisés fondés sur la notion de valeur exposée au risque (« VaR models »). Ce sont les modèles qu'utilisent le plus les banques d'affaires. Toutefois, à cause de la particularité des activités de collecte de fonds et de la comptabilité de la dette, le SDP cherche également à établir des indicateurs mieux adaptés à ces besoins et reposant sur des modèles qui permettent de calculer la sensibilité des charges d'intérêt à l'évolution des taux d'intérêt ou de la composition de l'encours de la dette. Étant donné leur impact sur les finances publiques italiennes, les charges d'intérêt sont une variable devant faire l'objet d'une surveillance étroite et à l'égard de laquelle le SDP ne peut se permettre de prendre un trop grand risque. Bon nombre des simulations effectuées régulièrement au SDP portent donc sur diverses compositions hypothétiques de la dette : il s'agit de déterminer l'impact d'une conjoncture de marché changeante sur les charges d'intérêt. Les résultats de ces simulations servent également de fondement à la planification stratégique des émissions.

### **C. Mise en place du marché des titres publics**

537. L'Italie a investi d'énormes ressources dans le développement d'un marché de valeurs efficace. Pendant les années 1980, les besoins financiers gérés par le SDP prenaient beaucoup d'ampleur et on a donné la priorité à la création d'un mécanisme fiable de collecte de fonds. On s'est employé à développer aussi bien le marché primaire que le marché secondaire.

538. Depuis, le système financier italien s'est développé de manière constante et rapide — surtout en ce qui concerne les systèmes d'échanges et les systèmes de règlement et de dépôt électroniques. Des institutions ont été créées pendant les années 1990 pour encadrer le marché secondaire des titres publics. Un marché de gros axé sur les titres publics italiens, le MTS SpA, reposant sur un système à écran a été mis en place en 1988. En 1994, le MOT, un marché du détail pour les valeurs mobilières, a été constitué à titre de filiale de la Borsa Italia SpA. L'innovation la plus récente, qui remonte à août 2001, est « BondVision » (une subdivision du MTS SpA), un marché de gros de titres à revenu fixe fondé sur Internet et axé sur la relation courtier-client.

539. De plus, depuis 1991, certaines lois ont été adoptées pour moderniser les règles des marchés financiers et les lois afférentes aux investisseurs institutionnels.

### **Les titres publics italiens**

540. Dans le marché intérieur, le SDP émet actuellement les titres suivants :

- les Buoni Ordinari del Tesoro (BOT) : des bons du Trésor de 6 et 12 mois;
- les Buoni del Tesoro Poliennali (BTP) : des obligations de 3, 5, 10, 15 et 30 ans;
- les Certificati del Tesoro Zero-Coupon (CTZ) : des obligations à coupon zéro de 24 mois; et
- les Certificati di Credito del Tesoro (CCT) : des obligations de 7 ans à taux variable.

### **Le marché primaire**

541. Pour assurer le placement de ses titres, la République italienne utilise des mécanismes très fiables et standardisés. Dans le passé, la dette intérieure a été émise par voie d'adjudications et la dette extérieure par le biais de consortiums bancaires. Aujourd'hui, ces mécanismes demeurent importants mais de nouveaux procédés pourraient être mis en place au gré de l'apparition de nouveaux produits. Les méthodes peuvent se résumer comme suit :

- *les bons de Trésor* : un processus d'appels d'offres concurrentielles sans indication de prix de base. Les investisseurs peuvent soumettre un maximum de trois offres, chacune contenant le prix offert. Il y a un prix butoir pour éviter les offres spéculatives;
- *les obligations à moyen et à long terme* : un processus d'adjudication à la marge en vertu duquel chaque offre est satisfaite au prix marginal, lequel est déterminé en acceptant les offres les plus élevées jusqu'à ce que la valeur totale des offres acceptées soit égale le montant offert. Il y a un prix butoir pour éviter les offres spéculatives;
- *les obligations libellées en devises*: consortium bancaire;
- *billets de trésorerie*: une cote obtenue en communiquant directement avec divers réseaux et par téléphone.

542. En plus de ses émissions de titres de créance négociables, la République italienne garantit la dette de la « Cassa Depositi e Prestiti (CDP) » dont le placement des titres est

assuré par les bureaux de poste. La CDP est un établissement public à qui incombe la responsabilité de financer les autorités locales ou des projets particuliers d'infrastructure. Toutefois, pour s'assurer que les emprunts de la CDP s'effectuent selon des modalités semblables à ceux dont le SDP est responsable, le Ministre de l'économie et des finances, à qui incombe la responsabilité de la gestion de la dette, a le pouvoir de fixer les modalités financières en vertu desquelles la CDP peut émettre des titres de créance.

### *Adjudications*

543. La transparence et l'efficacité du processus d'émission ont été continuellement renforcées. À la fin de 1994, pour améliorer la transparence et la prévisibilité de la politique d'émission, le SDP a entrepris de diffuser un calendrier des dates d'adjudication de l'année à venir ainsi qu'un programme trimestriel d'émissions offrant de plus amples informations au sujet des obligations et des montants devant être émis pendant le trimestre. Tous les participants au marché monétaire reçoivent ainsi des informations détaillées, ce qui est essentiel pour la planification de leurs activités au cours de l'année ou du trimestre à venir.

544. Depuis 1995, les adjudications se font par le biais d'une procédure entièrement automatisée à la Banque d'Italie. Grâce à diverses améliorations, le délai entre la réception des offres et l'annonce des résultats est de quelques minutes seulement. Le nombre des établissements autorisés à participer au processus d'adjudication s'est accru au fil des ans, de sorte qu'il y a aujourd'hui en moyenne 40 établissements qui soumettent des offres à chaque adjudication. Les institutions étrangères peuvent soumettre des offres même si elles n'ont pas le statut de résident sur le territoire italien.

### *Adjudications supplémentaires*

545. Les adjudications supplémentaires ont lieu à la fin de chaque adjudication régulière d'obligations à moyen et à long terme. Seuls les spécialistes (voir plus loin) sont autorisés à participer à cette partie du processus d'adjudication. Chaque spécialiste à qui des obligations ont été octroyées pendant l'adjudication régulière peut, s'il le souhaite, soumettre des offres pour obtenir une tranche supplémentaire d'obligations. La valeur de cette tranche supplémentaire est égale à 25 % de la valeur des obligations offertes dans le cadre de l'adjudication régulière s'il s'agit d'une nouvelle série d'obligations. Sinon, la valeur de la tranche supplémentaire n'est que de 10 %. Le prix de l'adjudication supplémentaire est le même que celui de l'adjudication régulière (la moyenne pondérée pour les bons du Trésor ou le prix marginal pour les adjudications à prix uniforme). Ce privilège qui, si ce n'est que pour quelques heures, répercute le risque de marché sur le Trésor, est très prisé par les établissements sélectionnés.

546. Les offres pour l'adjudication supplémentaire peuvent être soumises jusqu'à 12 heures le jour ouvrable qui suit celui de l'adjudication régulière et sont assujetties au même processus que l'adjudication régulière. Chaque spécialiste a droit à une part de l'adjudication supplémentaire qui est égale au ratio montant total adjugé au spécialiste lors

des trois dernières adjudications/montant total adjugé à tous les spécialistes lors des trois mêmes adjudications.

547. Les adjudications supplémentaires permettent au SDP d'accroître les montants émis lors de chaque adjudication sans s'engager au préalable à émettre des montants plus importants dont le placement pourrait soulever des difficultés. La possibilité d'accroître le montant émis est partiellement tributaire de la conjoncture. Si les rendements du marché sont en baisse, les spécialistes trouveront commode de participer aux adjudications supplémentaires et le montant émis augmentera donc. Inversement, rien ne se produira si la conjoncture se dégrade au cours des heures qui suivent l'adjudication régulière.

#### *Les spécialistes en obligations publiques*

548. Une des innovations importantes du système financier concerne la reconnaissance des spécialistes en obligations publiques. Cette catégorie d'établissements, créée en 1994, est constituée de spécialistes en valeurs du Trésor opérant sur le marché italien réglementé sur écran (MTS) et ayant été sélectionnés pour renforcer la demande lors des adjudications d'obligations publiques italiennes, accroître la liquidité du marché secondaire et conseiller le Trésor sur les questions de gestion de la dette.

549. Les spécialistes en obligations publiques ont le droit exclusif de participer aux adjudications supplémentaires et aux opérations de rachat lancées par le Trésor en vue de réduire l'encours de la dette publique.

#### *Principes directeurs stratégiques*

550. Comme il a été mentionné plus haut, un document de stratégie présenté en 2000 expose les principes que le SDP entend suivre en matière de gestion de la dette pendant l'année à venir. Ce document, qui est censé être rendu public à la fin de chaque année, a pour objet de diffuser le plus de renseignements possibles au sujet des motifs qui sous-tendent les décisions de la SDP en matière de gestion de la dette. Ainsi, les participants au marché monétaire se voient offrir des outils susceptibles de les aider à se former une opinion concernant l'ampleur des émissions pendant l'année à venir.

#### **Le marché secondaire**

551. Pour ce qui est du marché secondaire, la réforme la plus importante a été la création en 1988 du MTS, le marché sur écran des obligations publiques. Le modèle MTS repose sur un concept très simple, à savoir le besoin d'offrir un accès facile et peu coûteux aux teneurs de marché opérant sur le marché des obligations publiques afin de faciliter autant que possible les transactions. Ces conditions ont beaucoup aidé à accroître la liquidité et ont eu un effet stabilisateur sur le marché car les investisseurs pouvaient toujours compter sur un outil efficace pour se départir de leurs obligations. Elles ont aussi attiré de nouveaux investisseurs sur le marché italien. Aujourd'hui, le marché secondaire italien est un des plus

liquides au monde : on y enregistre des volumes d'opérations très élevés et des écarts très étroits entre les cours acheteurs et cours vendeurs. En outre, le marché sur écran est très fiable lorsque les marchés sont en proie à des crises graves. En raison de leur caractère discrétionnaire, les transactions fondées sur des systèmes hors cote tendent à diminuer en volume lorsque les marchés financiers sont perturbés ou paralysés par l'incertitude. Par ailleurs, les teneurs de marché ont l'habitude de prendre des engagements précis pour montrer les cours acheteur-vendeur sur le marché sur écran. Ce genre d'engagement revêt une grande valeur pour l'émetteur car il peut bénéficier de l'information (aussi limitée soit-elle lorsque la liquidité devient presque inexistante) que les systèmes sur écran continuent d'offrir même en période de crise.

### **Traitement fiscal**

552. Un autre aspect important du développement du marché italien est le traitement fiscal des titres publics. Au milieu des années 1980, il a été décidé de mettre fin à la politique de longue date exonérant d'impôt les revenus provenant des titres publics italiens et de prélever une retenue à la source de 12,5 % sur les intérêts versés au titre des nouvelles obligations. Cette mesure a eu pour effet de fragmenter le marché puisque, suite à son adoption, on s'est mis à présenter les rendements des titres sur une base nette plutôt que brute, selon le traitement fiscal du détenteur. De plus, les autorités italiennes ont mis en place une procédure complexe visant à éviter la double taxation, ce qui a rendu les obligations italiennes moins attrayantes pour les investisseurs étrangers. La procédure exigeait que les investisseurs étrangers acquittent la retenue à la source comme s'ils étaient des contribuables italiens et qu'ils demandent ensuite un remboursement. À cause de la période relativement longue habituellement requise pour traiter les demandes de remboursement, il y a eu pendant un certain temps des opérations d'arbitrage sur les obligations italiennes fondées sur ce mécanisme. C'est pourquoi, après avoir commencé à mettre en place un processus visant à simplifier la procédure de remboursement, le SDP a fini par adopter en 2001 une importante réforme exonérant d'impôt presque tous les investisseurs non résidents sauf ceux qui résident dans un paradis fiscal. Cette réforme démontre qu'en matière de gestion de la dette, et notamment de la fiscalité y afférant, on gagne toujours à rechercher la simplicité.

### **Les relations avec les investisseurs**

553. La réforme de la fiscalité pour les non-résidents a été le fruit d'une collaboration plus étroite et plus suivie entre le SDP et les investisseurs, notamment les investisseurs internationaux, qui n'étaient pas nécessairement au courant des possibilités qu'offrait le marché italien. Par exemple, grâce aux échanges avec les investisseurs concernés, les gestionnaires de la dette, bien au courant des modalités techniques concernant l'administration de la retenue à la source, ont été sensibilisés aux difficultés que l'impôt soulevait. Forts de cette expérience, le SDP a donné plus d'ampleur à ce genre d'échanges. Aujourd'hui, des rencontres sont organisées à intervalle régulier avec les teneurs de marché afin de permettre au SDP de mieux s'enquérir des tendances au sein du marché; le Trésor participe en outre à des tournées d'information pour attirer l'attention des investisseurs sur de

nouveaux produits financiers ou des innovations de marché. En outre, des vidéoconférences sont tenues sur demande pour faciliter les échanges de vues et d'information entre le SDP et les investisseurs.

### **Événements exceptionnels et crises financières**

554. Le processus d'adjudication, de règlement et d'échanges des titres publics italiens s'est révélé très résistant aux crises financières et aux dérèglements des marchés à l'échelle continentale ou mondiale. En 1992, par exemple, lorsque la lire italienne a été dévaluée et a dû sortir du régime de taux de change fixe du Système monétaire européen (SME), suscitant une pression constante sur les marchés financiers italiens et un creusement des écarts de taux d'intérêt avec les principaux émetteurs souverains, l'efficacité du marché ne s'est pas démentie et la cotation des titres publics italiens n'a jamais été interrompue, et ce malgré certaines difficultés concernant le processus d'adjudication.

555. Une autre épreuve importante et décisive a dû être surmontée peu après, en 1995, lorsque, dans la foulée de la crise mexicaine de l'année précédente, les règles s'appliquant aux activités des spécialistes en titres publics et les nouveaux critères de cotation des titres sur le MTS ont continué de s'appliquer malgré les grandes crises internationales. À cette occasion, les avantages ont été transférés du marché secondaire au marché primaire, dont le processus d'adjudication a continué de fonctionner sans heurts, ce qui a permis au Trésor d'effectuer sans entraves le placement de ses obligations.

556. Récemment, lors des attaques terroristes du 11 septembre 2001, le Trésor et le SDP ont poursuivi leurs activités sur le marché primaire et ont pu mener à bien le processus d'adjudication. Dans ce cas, le bon fonctionnement du marché secondaire a été assuré par l'effet conjugué d'une intervention à l'échelle continentale (en particulier de la BCE) et d'une infrastructure de marché bien éprouvée.

### **D. Leçons**

557. On peut tirer quelques leçons de ce qui précède. Premièrement, le développement du marché peut entraîner des frais pour l'émetteur dans la phase initiale. Par exemple, lorsque le SDP a décidé d'accroître la durée de la dette publique, il a commencé par émettre des bons à taux variable (les CCT). À cause des modalités d'indexation des coupons, certains analystes estimaient que ces titres coûtaient trop cher au Trésor. Toutefois, le fait que le SDP se soit montré déterminé à développer le marché des CCT a eu pour effet de susciter une hausse sensible de la liquidité et a permis au Trésor d'allonger la durée de la dette publique.

558. Deuxièmement, les gestionnaires de la dette seraient bien avisés de ne pas s'engager hâtivement dans des projets de lancement de titres complexes et sophistiqués. En 1988, par exemple, lorsque le Trésor a commencé à émettre des obligations à long terme avec option de remboursement avant l'échéance, le marché n'était pas encore en mesure d'établir un juste prix pour cette option. Comme les investisseurs ne connaissaient pas bien cette sorte de titres,

que l'utilisation des modèles d'établissement de prix n'étaient pas aussi répandue qu'aujourd'hui, que la recherche sur l'instabilité des marchés n'était pas très avancée, les investisseurs ont considéré ces titres comme des obligations sans amortissement et n'ont accordé aucune valeur à l'option de remboursement anticipé. Bref, bien qu'exposé au risque de remboursements anticipés, l'émetteur était incapable de monétiser la prime qui y était liée.

559. Troisièmement, il faut sans doute peser les contraintes qu'impose la création d'un marché efficace et les avantages à court terme qui peuvent en découler. L'efficacité et le bon fonctionnement d'un marché exigent des pratiques simples et normalisées qui rendent le comportement de l'émetteur prévisible et lui évitent d'entraver les activités courantes. L'Italie a respecté ces règles en publiant un calendrier annuel d'adjudications d'obligations publiques, une liste des principes directeurs indiquant les innovations en matière de gestion de la dette qui sont prévues au cours de l'année à venir, et des calendriers trimestriels contenant des informations détaillées sur les caractéristiques des nouvelles obligations. Ce souci de transparence a un prix : le SPD se retrouve parfois dans des situations où le respect de ses engagements comporte un coût. La crédibilité de l'émetteur n'en demeure pas moins une vertu qui vaut son pesant d'or : même s'il y a des coûts à court terme, dans le long terme le respect de la parole donnée finit toujours par être payant.

## VII. JAMAÏQUE<sup>39</sup>

560. La Jamaïque est aujourd'hui gravement surendettée, ce qui fait obstacle à sa croissance à long terme et à son développement. Comme beaucoup de pays d'Amérique latine et des Caraïbes, elle s'est retrouvée, à la fin des années 1980, avec un endettement extérieur accablant. Les autorités avaient, à l'époque, mis l'accent sur une gestion efficace du portefeuille de la dette extérieure. Or, la combinaison de certains facteurs externes — par exemple, faibles recettes d'exportation et accès réduit aux prêts concessionnels à long terme — et de conditions internes défavorables — production déficiente et baisse des recettes publiques — a obligé les autorités à recourir au financement intérieur. En conséquence, au début des années 1990, le haut degré d'endettement extérieur et les problèmes y afférents, conjugués au coût de l'assainissement du secteur financier après la crise du milieu de la décennie, se sont soldés par des niveaux élevés et croissants d'endettement intérieur, des taux d'intérêt et des déficits budgétaires élevés.

561. La Jamaïque a pris des mesures pour rétablir les grands équilibres économiques fondamentaux afin de résoudre ces problèmes. Les autorités se sont notamment engagées dans un programme de réduction de la dette globale. Comme le haut niveau de la dette publique et du service de la dette limite grandement l'aptitude des pouvoirs publics à investir dans les infrastructures physiques et sociales nécessaires à la promotion de l'investissement et à la croissance, le gouvernement jamaïcain s'est attaché en priorité, au cours de la seconde moitié des années 1990, à maîtriser la dynamique de la dette. L'accent a été mis sur la gestion de la dette intérieure — la portion la plus importante et la plus coûteuse de la dette publique.

### A. Cadre de politique macroéconomique

562. La Jamaïque a intensifié ses efforts de réforme structurelle au début des années 1990 en s'engageant notamment dans la libéralisation du marché des changes, la levée des contrôles de prix, l'élimination des barrières commerciales et la réforme de la fiscalité. Le plafonnement de l'inflation et le maintien d'une stabilité relative du marché des changes sont devenus les objectifs principaux du programme de stabilisation macroéconomique mis en place en 1991. On souhaitait réaliser ces objectifs en appliquant des politiques monétaires et budgétaires rigoureuses.

563. Les autorités ont réussi à ramener le taux d'inflation à moins de 10 % et à maintenir une stabilité relative du marché des changes. Toutefois, cet effort de stabilisation a eu pour conséquence d'accroître le niveau d'endettement intérieur à partir de l'exercice 1994/95. En plus du financement du déficit, les hausses de l'encours de la dette intérieure étaient

---

<sup>39</sup> Cette étude de cas a été préparée par le Service de la gestion de la dette du Ministère des finances et du plan.

principalement destinées à aider la Banque centrale de Jamaïque (BOJ) à atteindre ses objectifs de gestion de la liquidité et à couvrir ses pertes. La prise en charge de la dette des organismes parapublics a également contribué à l'endettement. Le problème a été exacerbé par la crise du secteur financier qui a éclaté en 1996, et par le coût des efforts consacrés par les autorités au rétablissement et à la restructuration du secteur. Les autorités ont pris en charge, à partir du 1<sup>er</sup> avril 2001, l'ensemble des passifs conditionnels non amortis découlant du rétablissement et de la restructuration du secteur (environ 35 % du PIB).

564. Le ratio dette publique/PIB de la Jamaïque est passé de 110 % à la fin de l'exercice 1994/95 à 130 % à la fin de l'exercice 2001/02, tandis que le ratio dette intérieure/PIB augmentait pendant la même période de 32,6 % à 63,9 %. Avec la prise en charge, par les autorités, des dettes liées au rétablissement et à la restructuration du secteur financier, la dette intérieure a atteint 87,5 % le 1<sup>er</sup> avril 2001. À la fin de l'exercice 2001/02, le ratio dette intérieure/PIB s'établissait à 77,5 %. Le service de la dette représentait 66,1 % des dépenses budgétaires pour l'exercice 2001/02, et le coût du service de la dette intérieure représentait 54,8 % des dépenses budgétisées.

565. Au cours des 10 dernières années, la Jamaïque a réussi à réduire sensiblement le niveau d'endettement extérieur et la charge du service y afférent. Sa dette extérieure est passée de 109,3 % du PIB, à la fin de l'exercice 1991/92, à 52,4 % du PIB, à la fin de l'exercice 2001/02. Le ratio du service de la dette extérieure de la Jamaïque (total du service de la dette, en pourcentage des exportations de biens et de services) est par ailleurs passé de 29,2 % pour l'exercice 1990/91 à 12,3 % pour l'exercice 2001/02.

566. Compte tenu de la baisse constante de la dette extérieure jamaïcaine et de l'amélioration des indicateurs y afférents, la Banque mondiale a décidé, en 1999, de promouvoir la Jamaïque du groupe des pays lourdement endettés à celui des pays modérément endettés. Cet accomplissement est venu couronner toute une série de réalisations, y compris :

- l'achèvement de la restructuration des banques commerciales, en 1990;
- l'observation des termes des accords de rééchelonnement conclus avec les créanciers bilatéraux du Club de Paris, au milieu des années 90;
- le retour sur les marchés internationaux des capitaux, en 1997, subséquentement soutenu par l'attribution de notations Ba3 par Moody's Investors Service et B par Standard and Poor's, en 1998 et 1999 respectivement. En mai 2001, Standard and Poor's a décidé de faire passer à B+ la notation de la Jamaïque.

567. Malgré ces progrès encourageants, la Jamaïque est toujours aux prises avec un lourd endettement dû à une hausse accélérée de la dette intérieure. Ainsi, même si la composition de la dette a nettement changé au cours de la dernière décennie, la part de la dette intérieure passant de 26 % à la fin de l'exercice 1990/91 à 60,7 % à la fin de l'exercice 2001/02, la charge de la dette globale est demeurée très lourde.

568. Conscientes de l'urgence de ramener l'endettement à des niveaux plus viables, les autorités ont pris les mesures nécessaires pour renforcer leur capacité de gestion de la dette et ont mis en œuvre une stratégie de réduction et de gestion prudente de la dette. Elles ont en outre adopté des mesures visant à favoriser le développement du marché intérieur des capitaux.

### **Centralisation des fonctions de gestion de la dette**

569. Le renforcement des institutions et des capacités de gestion de la dette publique était essentiel à l'élaboration et à la mise en œuvre d'une stratégie et de politiques viables de gestion de la dette. Depuis avril 1998, les autorités se sont employées à centraliser les fonctions de gestion de la dette, jusque-là partagées par le ministère et la banque centrale, dans un service du Ministère des finances et du plan appelé *Debt Management Unit* (DMU).

570. Le DMU est désormais responsable des principales fonctions de gestion de la dette : élaboration et analyses de la politique et de la stratégie de gestion de la dette, financement par emprunt, tenue des registres et paiements ayant trait aux titres publics, et comptabilisation et contrôle de la dette. La Banque de Jamaïque s'occupe pour sa part du remboursement de la dette extérieure, des émissions sur le marché primaire ainsi que de l'émission et du rachat des bons du Trésor. Le Département du comptable général du Ministère des finances et du plan est responsable des opérations de trésorerie, y compris du service de la dette.

571. Au niveau opérationnel, cette centralisation des principales fonctions de gestion de la dette au sein d'un seul et même service du Ministère des finances et du plan a conduit à un renforcement considérable de l'application de la stratégie d'endettement qui s'explique notamment par l'acquisition d'une plus grande expérience de la gestion de la dette, une définition plus claire des objectifs de gestion de la dette et une meilleure intégration de l'information ayant trait à cette gestion.

### **Objectifs et coordination de la gestion de la dette**

572. On a élaboré des objectifs clairs de gestion de la dette dont le principal est le suivant :

*Obtenir, à un coût minimal, des niveaux adéquats de financement au nom du gouvernement de la Jamaïque tout en appliquant des stratégies propres à assurer une progression et une stabilisation de la dette publique nationale à un niveau supportable à moyen terme.*

573. Les effets qu'ont exercés l'une sur l'autre la gestion de la dette et les politiques monétaire et budgétaire dans un contexte de financement du déficit et de rétablissement et de restructuration du secteur financier ont été d'une grande portée, mettant du coup en lumière la nécessité d'une meilleure coordination stratégique. En Jamaïque, la coordination de la gestion de la dette et les politiques budgétaire et monétaire sont conduites à l'intérieur d'un

cadre macroéconomique cohérent et clairement défini, conçu pour réduire l'inflation et assurer la stabilité économique ainsi qu'une croissance et un développement durables.

574. Le transfert de la gestion de la dette de la Banque de Jamaïque au Ministère des finances et du plan a également conduit à une meilleure coordination des objectifs de politique budgétaire et de gestion de la dette. Il a par ailleurs conduit à l'élaboration d'un ensemble d'objectifs de gestion de la dette définis plus clairement et indépendamment des considérations liées à la politique monétaire. En dépit de cette distinction des objectifs, on observe un haut degré de coordination entre les autorités monétaires et les responsables des finances publiques.

575. Au niveau décisionnel, des rencontres régulières sont organisées entre les hauts fonctionnaires des entités responsables de la planification — le Ministère des finances et du plan, la Banque de Jamaïque, le *Planning Institute of Jamaica* et le *Statistical Institute of Jamaica* — afin d'assurer la cohérence du programme économique et financier national. Au niveau technique, des rencontres régulières favorisent l'échange d'informations sur les besoins de trésorerie et le programme de financement de l'État, ainsi que sur les conditions monétaires et l'évolution du marché monétaire et du marché des changes. Des rencontres hebdomadaires sont organisées au ministère entre les responsables du DMU, du Service de gestion de la politique budgétaire, du Service de gestion de trésorerie et du Département du comptable général, ainsi qu'entre le ministère et la Banque de Jamaïque.

### **Cadre juridique**

576. Les responsables de la gestion de la dette peuvent s'appuyer sur un cadre juridique et institutionnel bien structuré. En vertu de la Constitution de la Jamaïque, tous les prêts imputés au fonds consolidé, y compris l'ensemble des paiements dus au titre de la dette extérieure et de la dette intérieure, représentent une dette statutaire imputable sur les recettes et les actifs de la Jamaïque. Cette disposition autorise le versement des paiements au titre de la dette sans l'approbation préalable du Parlement et avant que les fonds ne deviennent disponibles pour d'autres politiques et programmes. Par ailleurs, la Constitution et le *Financial Administration and Audit (FAA) Act* (la Loi sur l'administration financière et sur l'audit) confèrent au Ministère des finances et du plan la responsabilité générale de la gestion de la dette publique de la Jamaïque.

577. Les besoins de l'État en matière d'emprunts sont déterminés pour chaque exercice par le Ministère des finances et du plan, et énoncés dans le budget soumis au Parlement en début d'exercice.

578. Le pouvoir d'emprunter est défini par la loi. La Loi sur les prêts (*Loan Act*) de 1964 et ses modifications subséquentes donnent à l'administration centrale le droit d'emprunter sur les marchés intérieurs et extérieurs. Cette loi fixe les limites quantitatives générales des emprunts ainsi autorisés. Elle exige l'aval du Parlement pour toute augmentation de ces limites.

579. S'agissant des emprunts sur le marché intérieur, diverses lois régissent l'émission de divers titres de créances : bons du Trésor (*Treasury Bill Act*), actions nominatives locales (*Local Registered Stock Act*), obligations non garanties (*Debenture Act*), obligations foncières (*Land Bond Act*) et obligations d'épargne (*Saving Bonds Act*).

580. Le pouvoir d'emprunter des entités du secteur public est défini par le *FAA Act*, par la législation applicable aux sociétés, ainsi que par le nouveau *Public Bodies Management and Accountability Act* (Loi sur la gestion et la responsabilisation des entités publiques). Les conseils d'administration des entités publiques déterminent l'importance des emprunts à contracter, mais c'est le ministère responsable des entités en question qui doit approuver le plan d'emprunts. Toutefois, toutes les entités du secteur public qui ont besoin de financer leurs opérations par voie d'emprunt doivent au préalable obtenir l'autorisation du Ministère des finances et du plan.

### **Transparence**

581. Des efforts considérables ont été déployés au cours des récentes années pour renforcer la transparence et la responsabilité des opérations de gestion de la dette.

582. La stratégie de gestion de la dette est soumise au Parlement au début de chaque exercice. Depuis 1999/2000, elle fait l'objet d'un document ministériel largement diffusé, y compris sur le site Internet du Ministère des finances et du plan ([www.mof.gov.jm](http://www.mof.gov.jm)).

583. On peut trouver sur le site Internet du ministère des informations complètes et régulièrement mises à jour sur la dette de la Jamaïque. En plus des renseignements qu'il fournit sur les activités antérieures — y compris sur l'encours de la dette, les paiements au titre du service de la dette et la structure et la composition de la dette, ce site sert à la diffusion d'annonces des opérations futures, et notamment des émissions de titres de créance sur le marché intérieur.

584. Les conditions qui régissent la participation aux émissions nouvelles de titres de créance, et notamment aux adjudications de titres publics à moyen terme, font également l'objet d'une large diffusion. Les émissions futures sur le marché intérieur sont en outre annoncées par voie de presse. Par ailleurs, les résultats de ces campagnes d'émissions de titres sont largement diffusés dans les médias imprimés et électroniques, ainsi que sur le site Internet du ministère.

585. On procède en outre à une diffusion régulière des informations à l'intention des intervenants des marchés internationaux des capitaux, des agences de notation des titres et des institutions financières internationales et régionales.

## **B. Acquisition de l'aptitude à évaluer et à gérer les coûts et les risques**

### **Stratégie de gestion de la dette**

586. La stratégie de gestion de la dette de la Jamaïque a pour principal objectif de faire en sorte que les emprunts soient globalement maintenus en deçà d'un seuil raisonnable et qu'ils soient assortis des meilleures conditions possibles. À moyen terme, on prévoit que les stratégies de gestion de la dette pourront bénéficier d'une baisse continue des taux d'intérêt, d'un taux de change relativement stable, d'une réduction du déficit budgétaire et du retour à une situation d'excédent financier.

587. La stratégie jamaïcaine de gestion de la dette publique s'inscrit dans le contexte d'une politique macroéconomique axée sur l'équilibre budgétaire, la stabilité des prix et la croissance. Elle a donc pour objectif de ramener et de maintenir la dette totale à un niveau plus supportable à moyen terme. Il a fallu à cette fin concevoir une stratégie intégrée de gestion de la dette.

588. La stratégie jamaïcaine de gestion de la dette a été conçue pour atteindre cinq grands objectifs à moyen terme :

- répondre aux besoins annuels d'emprunts de l'État;
- limiter autant que possible les coûts d'emprunt et de service de la dette;
- établir une structure équilibrée des échéances;
- bâtir et promouvoir un marché liquide et efficace pour les titres publics;
- assurer un accès continu ou meilleur au marché intérieur et aux marchés extérieurs.

### **Cadre de gestion des risques**

589. La gestion de l'exposition de l'État aux fluctuations inattendues des taux d'intérêt et des taux de change et à leurs effets sur les dettes intérieure et extérieure fait désormais l'objet d'une attention accrue. À la fin de l'exercice 2001/02, la dette intérieure de la Jamaïque était constituée dans une proportion supérieure à 57 % d'instruments à taux variable. Le pays était donc vulnérable aux hausses des taux d'intérêt et à leurs effets sur le service de la dette. Afin de réduire ce risque, les autorités se sont employées à accroître la proportion des dettes à taux fixe dans leur portefeuille de la dette intérieure. Elles ont connu un certain succès puisque toutes les actions nominatives locales vendues par adjudication sont maintenant assorties d'un taux fixe. Les autorités continueront à moyen terme d'émettre des titres de créance à taux fixe afin de rétablir un équilibre plus prudent entre les créances à taux fixe et les créances à taux variable. À moyen terme, elles chercheront à maintenir dans leur portefeuille de la dette intérieure une proportion d'instruments à taux fixe de 60 %, pour se conformer ainsi aux meilleures pratiques internationales.

590. La gestion des engagements en devises du portefeuille de la dette de la Jamaïque visera notamment à limiter la portion de la dette intérieure libellée en dollars EU. L'émission

par la Jamaïque, sur le marché intérieur, de titres libellés en dollars EU ou indexés sur le dollar a provoqué une augmentation de la portion du portefeuille de la dette intérieure exposée au risque de change. À la fin de l'exercice 2001/02, ces catégories de titres représentaient ensemble 15,5 % de la dette intérieure, comparativement à 8,1 % à la fin de l'exercice 2000/01. Les autorités sont résolues à émettre sur les marchés intérieurs toute une gamme d'instruments d'emprunt, mais elles doivent, pour maintenir une structure prudente de la dette intérieure, limiter l'exposition de leur portefeuille au risque de change du dollar EU. Leur objectif stratégique consistera donc à réduire ce risque à moyen terme.

### ***Dette extérieure***

591. La composition en devises de la dette extérieure de la Jamaïque est en train de changer, après des années de stabilité. L'avènement de l'euro et sa substitution à un grand nombre de monnaies européennes ont modifié sensiblement la composition de ce portefeuille. Par ailleurs, l'effort fructueux de diversification du portefeuille par le biais d'une mobilisation de fonds sur les marchés internationaux des capitaux a lui aussi influé sur la composition de la dette en devises. Même si la proportion de la dette extérieure libellée en dollars EU. atteint toujours 75 %, la part de cette dette libellée en euros augmente sans cesse. À la fin mars 2002, elle s'établissait à 14 % et plaçait l'euro au deuxième rang, derrière le dollar EU.

592. La Jamaïque a eu tendance, comme beaucoup d'autres pays en développement, à se montrer réticente à l'idée d'utiliser les instruments de couverture (swaps et options), étant donné leur complexité apparente, les connaissances spécialisées requises pour les utiliser efficacement et les coûts afférents à leur utilisation. Or, compte tenu de l'évolution de la composition de la dette publique extérieure en devises, les autorités auraient désormais intérêt à adopter des stratégies propres à gérer ce risque puisque les prêts sans couverture peuvent conduire à une hausse sensible du coût du service de la dette. Des mesures seront donc prises pour limiter autant que possible la vulnérabilité du portefeuille aux fluctuations défavorables de la valeur de l'euro en utilisant des mécanismes de couverture, le cas échéant, afin de réduire le risque de change.

### ***Passifs conditionnels***

593. Il est devenu de plus en plus important, au cours des récentes années, d'enregistrer et d'évaluer les incidences des passifs conditionnels de l'État. Les autorités souhaitent non seulement limiter la valeur nominale totale de ces engagements, mais réduire également les risques d'appel au remboursement et les dépenses publiques qui s'ensuivraient. La détermination du caractère approprié des passifs conditionnels tient compte de l'utilisation que l'on compte faire de ces ressources; on veut s'assurer qu'elles serviront à des fins de développement, et que cette utilisation sera conforme à la stratégie économique de l'État.

594. On travaille actuellement à la mise en place d'un certain nombre de mesures visant à limiter l'exposition de l'État aux risques posés par les passifs conditionnels. La plus

importante de ces mesures est le renforcement du contrôle et de l'analyse de ces engagements en vue de permettre une évaluation complète de leurs répercussions éventuelles sur le service de la dette. Une loi visant à promouvoir la responsabilisation et la transparence des organisations du secteur public à cet égard a déjà été adoptée. On travaille en outre actuellement à la mise en place des mesures qui favoriseront une prise en compte de l'ensemble des données relatives aux engagements conditionnels et l'élaboration d'un cadre approprié de gestion des risques. Enfin, pour limiter l'exposition de l'État, un certain partage des risques est exigé pour l'octroi de garanties publiques.

### **C. Mise en place d'un marché des titres publics performant**

#### **Marché primaire**

595. La gestion de la dette doit compter parmi ses principaux objectifs de mobiliser des fonds au moindre coût. Un des moyens d'y parvenir, sur le marché intérieur, a consisté à adopter un mécanisme fondé sur le marché pour la vente des actions nominatives locales (*Local Registered Stocks* ou LRS)<sup>40</sup> — un instrument à moyen ou à long terme. Un système d'adjudications à prix multiples a été mis en place en octobre 1999. Auparavant, les autorités fixaient elles-mêmes les taux de ces instruments et cette pratique engendrait sur le marché intérieur des distorsions de prix qui, par moments, empêchaient les émissions de titres de répondre entièrement aux besoins de financement de l'État et nécessitaient le recours à des placements privés.

596. L'utilisation du système d'adjudication a permis d'établir des conditions plus concurrentielles de fixation des prix des titres à moyen et à long terme. Ce mécanisme a conduit à une réduction sensible des écarts de taux d'intérêt entre les titres intérieurs à long et à court terme. Depuis sa mise en place, les émissions de LRS ont fait l'objet d'un dépassement sensible de souscription. Avec le temps, l'écart des prix des souscriptions a été réduit. Cette politique a permis aux autorités de répondre à leurs besoins financiers à des taux concurrentiels. Lorsque les circonstances les obligent à mobiliser des fonds au moyen de placements privés, les autorités procèdent par appels d'offres.

597. L'aptitude accrue des autorités à étendre la structure des échéances de la dette est une autre amélioration importante obtenue depuis la mise en place du système d'adjudications. En mars 2002, 35,1 % de la dette intérieure était assortie d'une échéance de cinq ans. Cette situation se compare avantageusement avec celle qui existait un an auparavant, alors que 23,3 % seulement de la dette intérieure totale était assortie d'une telle échéance. Par ailleurs, la proportion de la dette intérieure assortie d'une échéance de dix ans, qui était de 6,6 % à la fin mars 2001, s'établit aujourd'hui à 17,5 %.

---

<sup>40</sup> Les LRS peuvent être assortis d'un taux fixe ou variable.

598. Cette demande pour des titres à plus long terme a entraîné une évolution positive de la structure d'amortissement de la dette intérieure. Une étape-clé a été franchie en août 2000 avec l'adjudication du premier LRS à échéance de 10 ans. Au nombre des nouveaux titres de créance émis au cours de l'exercice 2001/02, quelque 86,4 % des LRS émis par adjudication avaient des échéances de 5 ans ou plus, alors que le pourcentage correspondant pour l'exercice antérieur n'était que de 53,5 %. Au cours de l'exercice 2001/02, 15,5 % des nouveaux titres de créance émis sur le marché intérieur avaient des échéances de 10 ans ou plus. Grâce à l'amélioration constante des conditions macroéconomiques et du regain de confiance manifesté par les investisseurs, les autorités ont même été en mesure d'émettre par adjudication des LRS assortis d'une échéance atteignant jusqu'à 30 ans.

599. L'intérêt manifesté par le marché pour les titres à plus long terme s'est également reflété dans l'émission fructueuse, par les autorités, d'obligations indexées sur l'inflation à échéance de 30 ans destinées au financement de la première route à péage de la Jamaïque.

600. La conversion en titres publics échangeables des passifs conditionnels liés au rétablissement et à la restructuration du secteur financier a ouvert la voie à une nouvelle extension de la structure d'amortissement de la dette intérieure. Ces obligations ont été converties en titres assortis d'échéances atteignant jusqu'à 25 ans.

### ***Diffusion de l'information***

601. Pour favoriser le développement d'un marché intérieur des titres ordonné et efficace, on a cherché non seulement à lancer régulièrement des opérations sur ce marché, mais également à informer le marché des émissions de titres à venir. Des progrès importants ont été réalisés en matière d'information du marché et de prévisibilité des opérations d'émission de titres publics. Outre la publication d'un calendrier indiquant les dates des appels d'offres et des émissions de bons du Trésor au début de chaque exercice, on procède désormais à la publication d'un calendrier des ventes par adjudication des LRS. Cet effort de diffusion de l'information et les consultations régulières conduites auprès des principaux courtiers ont favorisé une plus grande transparence et une plus grande prévisibilité du marché intérieur des capitaux.

### ***Diversification des portefeuilles***

602. Le portefeuille de la dette intérieure de la Jamaïque est constitué de bons du Trésor à court terme, de LRS à taux fixe ou flottant à moyen ou à long terme, d'obligations non garanties à moyen terme, d'obligations intérieures à taux fixe libellées en devises, d'obligations indexées, d'obligations d'épargne et de développement, et de prêts commerciaux.

603. Ce portefeuille est actuellement constitué pour une bonne part d'instruments à taux variable, mais grâce à l'utilisation du mécanisme d'adjudication aux fins de l'établissement du prix du LRS, principal instrument de mobilisation de fonds de l'État, les autorités

pourront faire en sorte, à moyen terme, d'augmenter la part de la dette assortie d'un taux fixe. On protégera ainsi le portefeuille contre les variations subites des taux d'intérêt et contre le risque de refinancement.

604. Les principaux détenteurs de titres publics sont la banque centrale, les banques commerciales, les compagnies d'assurance, les fonds de pension et les gestionnaires de fonds du marché monétaire. Au cours des récentes années, le programme d'émission de titres de créance publics s'est efforcé de répondre aux besoins des intervenants du marché. On a cherché en priorité à proposer de nouveaux instruments mieux adaptés aux différents segments du marché. Ainsi, l'État, en plus de profiter du développement global du marché des capitaux, peut compter sur une plus vaste réserve de ressources disponibles à de meilleures conditions.

605. L'introduction des nouveaux instruments a commencé en 1999 avec une opération à petite échelle d'émission d'obligations indexées au dollar EU sur le marché intérieur. Ces instruments ont éveillé l'intérêt des investisseurs institutionnels et des épargnants préoccupés par l'évolution future du taux de change et qui souhaitaient maintenir la valeur de leurs actifs. Les autorités comptent maintenant reprendre l'émission d'obligations d'épargne qui, à cause de leur structure et de leur méthode de distribution, attirent une gamme plus vaste d'investisseurs, y compris les petits épargnants. En janvier 2002, la Jamaïque a émis sur le marché intérieur des obligations à échéance de 30 ans indexées sur l'inflation aux fins du financement de la première route à péage du pays. Ces obligations ont été absorbées principalement par les fonds de pension.

606. Les autorités se sont également employées à diversifier le portefeuille de la dette extérieure. Le retour sur les marchés de capitaux internationaux, à partir de 1997, a permis à la Jamaïque d'élargir sa base d'investisseurs tant du point de vue de la répartition géographique que de celui des types d'investisseurs intéressés par ses obligations internationales. Outre les euro-obligations d'une valeur totale de 1.375 millions de dollars EU émises principalement à l'intention des investisseurs américains, la Jamaïque a réussi à accéder aux marchés de capitaux européens avec l'émission, en février 2000 et en février 2001, d'obligations libellées en euros d'une valeur totale de 375 millions d'euros. Avec ce marché, qui constituait pour elles une nouvelle source de financements excellente et relativement moins coûteuse, les autorités jamaïcaines ont pu jouir d'une plus grande souplesse et de choix plus vastes pour la satisfaction de leurs besoins financiers. Les obligations libellées en dollars EU ont été achetées surtout par les institutions et les gestionnaires de fonds, mais celles libellées en euros ont attiré l'attention d'un grand nombre d'épargnants. L'enregistrement des futures émissions d'euro-obligations auprès de la *U.S. Securities and Exchange Commission*, en février 2002, permettra par ailleurs à la Jamaïque d'élargir encore son bassin d'investisseurs puisqu'il facilitera l'accès aux investisseurs des États-Unis.

## **Marché secondaire**

607. Les courtiers opérant sur le marché primaire ont joué un rôle de premier plan dans la mise en place du marché des titres en Jamaïque. En 1994, la Banque de Jamaïque a institué un nouveau dispositif de marché financier permettant la participation de ces agents. C'est par leur intermédiaire que la banque centrale conduirait désormais ses opérations d'open-market. Les courtiers étaient en outre censés offrir des garanties de souscription pour toutes les nouvelles émissions de titres publics qui alimentent le marché secondaire en liquidités. Bien que ce ne soit pas obligatoire, les courtiers, actuellement au nombre de 14, sont censés absorber 45 % du total des émissions sur le marché primaire.

608. Le développement du marché secondaire de la Jamaïque est freiné par l'absence d'un système de négociation de valeurs mobilières. La *Jamaica Central Securities Depository Limited* (JCSD), une filiale de la Bourse de Jamaïque, a démarré en 1998. Toutefois, cette agence de dépôt limite actuellement ses activités à la négociation d'actions. On a lancé le processus visant à réduire l'émission de certificats-papier pour les titres publics. Cette dématérialisation des titres, assurée par les agences de dépôt, conduira à une plus grande efficacité des échanges sur le marché secondaire et à une réduction des risques liés à la détention, au commerce et à la liquidation des titres. Dans le cadre de la stratégie d'endettement de l'exercice 2002/03, des mesures seront mises en œuvre pour réduire l'émission de certificats-papier pour les titres publics. Il faudra à cette fin, dans un premier temps, consulter les intervenants du marché et les institutions qui seront appelées à détenir des titres sous forme électronique. L'immobilisation des titres publics stimulera le développement du marché intérieur des capitaux en augmentant l'efficacité et en réduisant les risques liés à la détention, au commerce et à la liquidation des titres.

## **Fiscalité**

609. Jusqu'en 1999, les revenus d'intérêt étaient imposés à hauteur de 33,3 % pour les sociétés et de 25 % pour les particuliers, mais ces impôts ne visaient que les dépôts d'épargne. En 1999, les autorités ont augmenté le nombre d'institutions financières soumises à une retenue à la source sur les revenus d'intérêt, ainsi que la gamme des instruments financiers visés. La retenue à la source est passée de 15 % en 1999 à 25 % en 2000 pour l'ensemble des instruments financiers. Les sociétés sont redevables du reliquat de 8,3 % au moment de soumettre leur déclaration de revenus. Outre l'augmentation des recettes provenant de cette source, on a assisté à une diminution des distorsions sur le marché intérieur. Afin de promouvoir l'épargne à long terme des particuliers, les autorités ont exonéré d'impôt des comptes d'épargne à long terme approuvés, où le principal doit être détenu pendant au moins cinq ans. Les sommes retirées de ces comptes avant la fin de la période minimale de 5 ans sont imposées au taux de 25 %.

## **Progrès technologiques**

610. Les progrès technologiques ont également contribué au développement du marché intérieur des capitaux. On peut mentionner en particulier la mise en place d'un nouveau système qui permet aux courtiers opérant sur le marché primaire ainsi qu'à d'autres institutions financières de présenter des soumissions pour l'achat de titres par voie électronique. Ce système présente l'avantage d'accroître l'efficacité des opérations d'adjudication des titres publics. Par ailleurs, la modernisation des systèmes de gestion et de contrôle de la dette et des systèmes de paiements permet l'enregistrement d'informations plus complètes, offre un choix plus vaste d'outils d'analyse de la dette et accélère le traitement des paiements au titre de la dette.

## **D. Résumé**

611. La Jamaïque a reconnu la nécessité d'adopter de saines pratiques de gestion de la dette. Au cours des récentes années, elle a réussi à renforcer sensiblement ses capacités de gestion de la dette, même s'il lui reste du chemin à parcourir. La définition d'objectifs clairs en matière de gestion de la dette a conduit à l'élaboration d'une stratégie intégrée. En s'appuyant davantage sur les mécanismes du marché pour la vente des titres publics, elle est parvenue à émettre des titres à échéance plus longue et à coût d'intérêt plus bas, à accroître l'accès à l'information et la prévisibilité des émissions de titres et à promouvoir un dialogue plus suivi avec les marchés qui les a rendus plus confiants à son égard.

612. Il importe à l'avenir de faire fonds sur les succès obtenus et de faire en sorte que la combinaison de politiques et de pratiques saines de gestion de la dette permettent à la Jamaïque de connaître une croissance et un développement économiques durables. Plusieurs facteurs contribueront à faciliter le développement ultérieur du marché; notamment :

- Le rétablissement du secteur financier. Les efforts d'assainissement et de restructuration ont permis de réduire le nombre d'institutions du secteur et d'en accroître la masse critique.
- La poursuite de l'amélioration du cadre législatif qui régit le secteur financier. Un nouvel organisme de réglementation, la Commission des services financiers (FSC), a été mis sur pied en avril 2001 afin d'assurer une réglementation et un contrôle efficaces des entités qui s'occupent de la gestion des titres et des placements collectifs (par exemple, fonds communs de placement et sociétés d'investissement à capital variable), des conseillers en investissement, de l'industrie des assurances et des fonds de pension.
- Une réforme planifiée du régime de retraite. Cette réforme créera une source supplémentaire de fonds utilisables pour les investissements à long terme.
- Le projet de réouverture des émissions de titres de créance afin d'établir des titres de référence pour l'ensemble de la courbe des rendements. Ce projet permettra d'accroître la liquidité des instruments, d'étendre la structure des échéances de la dette et d'abaisser le coût des emprunts.

## VIII. JAPON<sup>41</sup>

### A. Cadre de la gestion publique

#### Objectifs de la gestion de la dette

613. La politique japonaise de gestion de la dette vise deux objectifs principaux : i) assurer la cohérence et la stabilité du financement de la politique budgétaire; ii) réduire les coûts du financement à moyen et à long terme afin d'alléger la charge fiscale des contribuables.

614. La cohérence du financement vise à faire en sorte que les émissions de titres publics (JGB) ne provoquent pas de turbulences sur le marché. Il s'agit de maintenir un haut niveau de transparence et de prévisibilité des émissions, tout en tenant compte des tendances affichées par le marché financier. Par ailleurs, la stabilité des financements suppose l'application du programme établi d'émissions de titres publics.

615. L'amélioration du marché secondaire est une autre condition essentielle dont il convient de tenir compte dans la formulation des politiques de gestion de la dette. Le marché des titres publics est celui où se forment les taux d'intérêt prêteurs exempts de risque; il sert donc d'assise à l'ensemble du marché financier. Les JGB constituent par ailleurs l'essentiel des titres émis sur le marché intérieur des obligations garanties ou non, tant en valeur qu'en volume. En conséquence, pour promouvoir le développement du marché financier dans son ensemble, il faut non seulement s'attacher à améliorer le marché primaire, mais également accroître la liquidité et l'efficacité du marché secondaire. Ces efforts contribueront, à terme, à accroître la compétitivité internationale du marché japonais. L'amélioration du marché secondaire favorisera par ailleurs un système plus cohérent, plus stable et moins coûteux d'émission de titres publics.

#### Coordination avec les politiques monétaires et budgétaires

616. Comme indiqué ci-dessus, la politique de gestion de la dette a pour objectifs principaux d'assurer la cohérence et la stabilité des financements tout en réduisant ses coûts afin d'alléger la charge fiscale. Cette politique doit donc faciliter la gestion des finances publiques.

617. La stratégie de gestion de la dette et les politiques monétaires influent sur l'économie par le biais de leurs effets sur les taux d'intérêt. Leur cohérence est donc essentielle à la mise en œuvre de politiques économiques appropriées. Ainsi, les pouvoirs publics et la banque

---

<sup>41</sup> Cette étude de cas a été préparée par Kunimasa Antoku, de la Division de la dette publique du Bureau financier du Ministère des finances.

centrale doivent maintenir un degré adéquat de cohérence et de transparence dans leur propres politiques, tout en tenant pleinement compte des interactions possibles entre ces dernières dès l'étape de leur élaboration.

618. S'agissant de la politique monétaire, il est essentiel d'interdire à la banque centrale de souscrire des titres publics sur le marché primaire, et d'adhérer aux principes qui gouvernent ces émissions sur le marché. Ces conditions sont essentielles au maintien de la rigueur financière et de l'indépendance de la banque centrale; elles sont enchâssées dans la Loi de finances du Japon (Article 5). Il existe cependant une exception. Sous réserve de l'approbation du Parlement (la Diète), les obligations de conversion peuvent être émises directement à la Banque du Japon (BDJ), lorsque les titres publics qu'elle détient viennent à échéance. Cette exception a été autorisée puisque l'émission d'obligations de conversion n'entraîne pas une augmentation de la masse monétaire.

619. L'administration centrale ne devrait pas être autorisée à exiger de la banque centrale qu'elle assouplisse sa politique monétaire afin d'alléger le fardeau fiscal, ni qu'elle souscrive des titres publics (JGB). De telles demandes seraient contraires à l'esprit de la stratégie de gestion de la dette puisqu'elles mineraient la confiance des investisseurs à l'égard des titres publics et pourraient également promouvoir des anticipations inflationnistes. Les autorités s'abstiennent donc de formuler de telles demandes. Par ailleurs, c'est à la Commission exécutive de la Banque du Japon qu'il appartient d'élaborer la politique monétaire, et la décision finale concernant l'achat de titres publics appartient à la BDJ.

### **Cadre juridique de la gestion de la dette publique**

620. Selon l'Article 85 de la Constitution du Japon, aucun crédit ne peut être utilisé, et aucun engagement financier ne peut être pris par l'État sans l'autorisation de la Diète. Ainsi, les émissions de titres publics japonaises ont, sans exception, un fondement juridique.

#### ***Les lois qui régissent les émissions varient selon l'utilisation prévue des fonds***

621. En principe, le volume des émissions de titres publics est déterminé pour chaque exercice budgétaire débutant le 1<sup>er</sup> avril et se terminant le 31 mars de l'année suivante. À l'heure actuelle, quatre lois principales régissent ces émissions :

- *Obligations BTP — Loi sur les finances publiques.* La Loi sur les finances publiques dispose qu'en principe, les dépenses publiques doivent être financées par les recettes fiscales (corps de la loi, paragraphe 1 de l'article 4), mais elle autorise l'émission de titres publics ou l'emprunt aux fins du financement des travaux publics (disposition restrictive, paragraphe 1 de l'article 4). Le montant maximal de ces émissions, autorisé pour chaque exercice, figure dans les dispositions générales du budget, et doit être approuvé par la Diète.
- *Obligations spéciales pour le financement du déficit — lois spéciales.* Tel que mentionné ci-dessus, la Loi sur les finances publiques n'autorise l'émission de titres publics que

pour le financement des travaux publics. Toutefois, en cas de déficit budgétaire, une loi spéciale adoptée pour chaque exercice budgétaire conformément aux dispositions de l'article 4 de la Loi sur les finances publiques autorise l'administration centrale à émettre des obligations spéciales pour le financement du déficit. Le montant maximal autorisé de ces émissions est précisé dans les dispositions générales du budget pour chaque exercice budgétaire et doit être approuvé par la Diète.

- *Obligations de conversion — Loi sur le compte spécial du Fonds de consolidation de la dette publique.* L'administration centrale peut émettre des obligations de conversion (sauf pour le cas des obligations du compte spécial du Fonds de prêt budgétaire) à concurrence du montant requis pour la consolidation ou pour le rachat des titres publics au cours d'un exercice budgétaire donné (articles 5 et 5-2 de la Loi sur le compte spécial du Fonds de consolidation de la dette publique). Comme les émissions d'obligations de ce type n'influe pas sur l'encours de la dette publique, leur montant maximal n'est pas soumis à l'approbation de la Diète. Ce montant est déterminé en fonction de la «Règle du rachat sur 60 ans» (voir plus loin).
- *Obligations du compte spécial du Fonds de prêt budgétaire — Loi sur le compte spécial du Fonds de prêt budgétaire.* L'administration centrale est autorisée à émettre des obligations ou à contracter des emprunts afin de financer les programmes de prêt budgétaire (article 11 de la Loi sur le compte spécial du Fonds de prêt budgétaire) depuis l'entrée en vigueur de la réforme du Programme budgétaire d'investissement et de prêt (PBIP), en avril 2001. (Sous l'ancien régime, l'épargne postale et les réserves de pension étaient déposées en totalité dans les comptes du Service fiduciaire afin de financer le PBIP. Ce système de dépôts obligatoires a été aboli et remplacé par un nouveau système en vertu duquel chaque agence du PBIP doit en principe mobiliser des fonds sur le marché en émettant ses propres obligations. Cependant, si les circonstances l'exigeaient, les fonds pourraient être mobilisés en partie par l'émission de titres publics.)

622. Les lois régissent l'utilisation des recettes. Toutefois, il n'existe pas de différence, du point de vue de l'investisseur, entre les obligations pour la construction, les obligations spéciales de financement du déficit, les obligations de conversion et les obligations du compte spécial du Fonds de prêt budgétaire.

### ***Gestion des titres publics selon la loi et les ordonnances y afférentes***

623. La Loi concernant les titres publics autorise le Ministre des finances à décider des émissions de titres publics et à s'occuper de l'enregistrement et des autres questions de procédures y afférentes. Les ordonnances ministérielles émises en application de la Loi énoncent les procédures particulières à suivre à cet égard. La Loi précise en outre le rôle de la Banque du Japon dans la gestion des titres publics.

### ***Le Fonds de consolidation de la dette publique***

624. Le Fonds de consolidation de la dette publique (FCDP) est l'instrument utilisé au Japon pour l'allègement de la dette. Les ressources financières qui doivent servir à

l'ensemble des paiements d'intérêts et au remboursement des titres publics sont canalisées dans le FCDP qui en gère l'utilisation.

625. Les fonds sont transférés du compte général au compte spécial au bénéfice du FCDP. Les recettes provenant de l'émission des obligations de conversion sont également placées au FCDP pour servir au rachat des obligations échues. La gestion indépendante des liquidités aux fins des paiements d'intérêts et des rachats vise à promouvoir la confiance des investisseurs dans la sécurité de ces opérations.

#### *Règle du rachat sur 60 ans*

626. La «règle du rachat sur 60 ans», en vertu de laquelle chaque émission de titres de créances devrait être rachetée à l'intérieur d'une période de 60 ans, joue un rôle central dans le système de réduction de la dette. Elle part du principe que la période moyenne de dépréciation économique des actifs provenant de l'émission d'obligations pour la construction et d'obligations spéciales de financement du déficit est d'environ 60 ans, et que le rachat de ces obligations devrait être achevé avant la fin de cette période.

627. La règle autorise le calcul du montant net à rembourser sur l'encours brut des obligations amortissables. Autrement dit, elle sert à déterminer le montant des ressources budgétaires à financer par voie d'émission d'obligations de conversion (aux fins du rachat net). La règle des 60 ans ne s'applique pas aux obligations du compte spécial du Fonds de prêt budgétaire puisque les revenus du placement des ressources du PBIP serviront au rachat de ces obligations.

628. Voici un exemple concret du fonctionnement de cette règle. On procède à une nouvelle émission à échéance de 10 ans, d'une valeur de 60 milliards de yens. Lorsque les obligations arrivent à échéance, un montant de 10 milliards de yens — soit le sixième du montant original — sert au rachat au comptant (par l'intermédiaire du FCDP) et on procède à l'émission d'obligations de conversion dont la valeur correspond au reliquat de 50 milliards de yens. Imaginons, par exemple, que ces obligations de conversion ont une échéance de 5 ans. Lorsqu'elles arriveront à échéance, on consacrera 5 milliards de yens, soit 5/60 du montant de l'émission originale, à leur rachat, et on procédera à une nouvelle émission d'obligations de conversion d'une valeur de 45 milliards de yens. Ce processus itératif conduira au rachat de la totalité des obligations de l'émission originale au bout de 60 ans.

#### **Organigramme**

629. Le montant des émissions de JGB est fixé dans le cadre du processus budgétaire pour chaque exercice. Les services suivants du Ministère des finances participent aux opérations d'emprunt de l'État :

- *Services du budget* — Le Service du budget calcule les montants des nouvelles émissions d'obligations qui constituent les ressources du compte général.

- *Services financiers, Division du Programme budgétaire d'investissement et de prêt* — Chargés de la gestion du PBIP, ces services calculent les montants des émissions d'obligations du compte spécial du Fonds de prêt budgétaire qui constituent les ressources de ce compte.
- *Services financiers, Division de la dette publique* — Comme son nom l'indique, cette division joue un rôle central dans l'application des politiques de gestion de la dette, allant de l'élaboration d'un plan d'émission de titres publics et de l'établissement des conditions qui s'attachent à chaque émission, jusqu'à la conception de nouveaux systèmes et de nouveaux programmes comme les obligations démembrées — obligations dont le coupon et le principal peuvent être négociés séparément, et dont l'émission est prévue pour l'exercice budgétaire 2002. La Division de la dette publique calcule également le montant des émissions d'obligations de conversion en s'appuyant sur la règle des 60 ans.
- *Services financiers, Division du Trésor* — Cette division s'occupe de la gestion quotidienne des liquidités du compte général, en tenant compte des circonstances des émissions de titres de créance. Elle s'occupe également de l'émission de bons de financement (BF) servant à pallier les insuffisances de fonds à court terme.
- *Service fiscal* — L'administration des régimes fiscaux liés aux titres publics relève du Service fiscal.

630. La Banque du Japon se charge de l'ensemble des tâches liées à la gestion des titres publics, de leur émission à leur rachat. Elle tient lieu d'agence centrale de dépôt des titres publics, et s'occupe de la gestion du Système des réseaux financiers (BDJ-NET), un système de traitement en ligne utilisé par un certain nombre d'institutions financières pour leurs opérations sur les titres publics et sur les fonds.

631. Étant responsable de la surveillance des marchés financiers, l'Agence des services financiers s'occupe de définir les règles et d'établir les systèmes applicables en la matière, ainsi que de la surveillance du marché secondaire.

## **B. Stratégie de gestion de la dette et cadre de gestion des risques**

### **Stratégie de gestion de la dette**

632. Comme indiqué plus haut, les objectifs de gestion de la dette se résument en trois points :

- assurer une gestion des finances publiques fondée sur la cohérence et la stabilité du financement;
- réduire les coûts du financement à moyen et à long terme afin d'alléger la charge fiscale des contribuables;
- mettre en place un marché de la dette caractérisé par un haut niveau d'efficacité et de liquidité.

633. Pour réaliser ces objectifs, il convient de promouvoir une politique de gestion de la dette qui soit à la fois en harmonie avec le marché et propice à son développement.

634. Nous examinons ci-après la stratégie de gestion de la dette en insistant en particulier sur la mise en œuvre de politiques conformes aux lois du marché. La question du développement du marché sera abordée dans la section suivante.

### ***Renforcement des liens avec le marché***

635. Pour assurer la cohérence et la stabilité du financement, il est essentiel de prendre en compte les tendances et les besoins du marché pour éviter toute turbulence. Il est donc indispensable d'acquérir une connaissance appropriée de ces tendances et de ces besoins pour mettre en œuvre des politiques qui soient en harmonie avec le marché. Il est par ailleurs tout aussi essentiel de moduler les attentes du marché en le tenant au courant de tout infléchissement majeur des politiques économiques.

636. La Division de la dette publique du Ministère des finances, chargée de l'émission et de la gestion des titres publics, emploie plusieurs surveillants qui entretiennent des contacts quotidiens avec les intervenants sur le marché obligataire. Les informations vitales recueillies par leur intermédiaire sont transmises aux échelons supérieurs de l'administration centrale. Immédiatement avant chaque adjudication, on procède à une série d'entrevues avec un certain nombre d'intervenants sur le marché de manière à affiner les conditions de l'émission et de mieux répondre aux besoins du marché.

637. Tout en reconnaissant le rôle déterminant des agents responsables de la surveillance quotidienne du marché pour assurer une gestion de la dette adaptée aux besoins de ce dernier, on a réalisé qu'un groupe consultatif formé d'un éventail de participants favoriserait un échange de vues à l'échelle multilatérale. C'est dans cette optique que le Ministère des finances a créé, en septembre 2000, la Conférence sur les titres publics japonais : un forum d'intervenants clés sur le marché, d'universitaires et d'experts. Cette conférence n'est pas une instance décisionnelle, mais elle contribue néanmoins à promouvoir une participation active de ses membres en transmettant aux autorités compétentes les conclusions de ses réflexions sur les politiques de gestion de la dette. Par ailleurs, les autorités peuvent profiter de leur participation aux entretiens pour exposer explicitement ou implicitement l'orientation de leurs politiques. Les questions abordées dans le cadre de la Conférence sont donc diversifiées, allant de questions à court terme telles que la structure d'amortissement, à des questions à plus long terme comme l'amélioration institutionnelle du marché des titres publics.

638. La Conférence est convoquée à peu près tous les mois, et les intervenants sur le marché qui y participent sont élus pour un mandat de six mois, compte tenu de leur performance sur le marché. Toutefois, il importe de faire en sorte qu'aucun traitement de faveur ne soit accordé à ceux qui participent aux rencontres avec les autorités responsables de

la gestion de la dette. Ainsi, le président d'une conférence ayant porté, par exemple, sur le marché des JGB, tiendra à l'issue de chaque rencontre une conférence de presse au cours de laquelle il exposera les détails des questions abordées. Des comptes rendus détaillés de ces rencontres sont par ailleurs publiés avant l'ouverture des marchés, le matin suivant, pour éviter toute discrimination entre les participants et les autres intervenants sur le marché.

### *Émission au pair*

639. Les investisseurs japonais ont tendance à préférer les émissions d'obligations au pair ou près du pair. Ainsi, lorsqu'on détermine les conditions d'une émission, on cherche à faire en sorte que le coupon et l'échéance tiennent compte de la situation réelle du marché, de manière que le prix d'émission s'approche du pair. En conséquence, une émission en cours ne saurait être rouverte que lorsque le taux du marché, immédiatement avant l'adjudication, s'approche du taux des coupons des obligations en cours. Dans ces conditions, la décision d'appliquer ou non la règle de réouverture ne sera connue qu'après l'annonce des conditions d'émission, le jour de l'adjudication, ce qui a notamment pour effet de compliquer la prévision de l'encours définitif de chaque émission. Il s'agit d'un problème dont la résolution attendue passera, par exemple, par l'adoption d'une règle de réouverture semblable à celles en vigueur dans certains autres pays. Un tel changement pourrait donner un prix d'émission sensiblement plus élevé ou plus bas que le pair. Il est donc essentiel de vérifier si la préférence manifestée actuellement à ce propos par les investisseurs japonais changera lorsque la comptabilité à la valeur courante deviendra plus fréquente.

### *Émission d'obligations par adjudication*

640. Pour faire en sorte que les émissions de titres publics soient bien accueillies par le marché, il est souhaitable d'établir un lien entre les marchés primaire et secondaire. C'est dans ce but que l'on procède à l'émission de ces obligations par adjudication, en faisant appel à un certain nombre d'intervenants sur le marché.

641. Au Japon, les obligations à 10 ans — principale catégorie utilisée depuis la création des JGB — sont émises exceptionnellement par voie de souscription par l'intermédiaire d'un consortium financier. Cependant, à l'heure actuelle, 60 % de ces obligations sont distribuées aux membres du consortium par voie d'adjudication, afin de refléter le plus possible les mécanismes du marché. Les 40 % qui restent sont distribués aux membres du consortium à un prix et dans des proportions fixées à l'avance. S'agissant de l'adjudication, lorsque les offres d'achat sont inférieures au montant prévu, les membres du consortium sont censés souscrire le reste dans les proportions qui leur ont été fixées, à un prix équivalant au prix contractuel moyen obtenu dans le cadre de l'adjudication<sup>42</sup>.

---

<sup>42</sup> Pour procéder à des ventes publiques par adjudication, il est essentiel de pouvoir compter sur un marché secondaire relativement mature et important. Ainsi, lorsque le marché est

(à suivre...)

642. Toutes les autres obligations sont émises par voie d'adjudication. Ainsi, 90 % des titres publics émis sur le marché financier pendant l'exercice budgétaire 2001 ont emprunté cette voie.

643. Le choix de la méthode d'adjudication — à prix multiples ou à prix uniforme — est un autre élément décisif. Au Japon, on a opté pour le système d'adjudication à prix multiples pour tous les titres publics, sauf les obligations à 30 ans et les obligations à 15 ans à taux variable,<sup>43</sup> et les titres sont adjugés aux plus offrants aux prix effectivement offerts.

644. Dans le cas des obligations à 30 ans, le rendement actuel sur le marché — qui sert à déterminer le taux du coupon — n'est pas directement accessible puisque le marché secondaire de ces obligations n'est pas entièrement opérationnel. Ces obligations sont donc offertes par voie d'adjudication à prix uniforme, et le taux du coupon est fixé par la suite, à partir des résultats de la vente, une méthode qui fait en sorte que les obligations sont émises au pair ou prèsdu pair. Tous les soumissionnaires dont les offres sont acceptées peuvent acheter les obligations au taux de rendement maximal (méthode du prix unique). Cette méthode est jugée efficace pour l'émission d'obligations à longue échéance.

### **Gestion des risques**

645. Les fluctuations des taux d'intérêt et le refinancement constituent les deux sources de risques les plus importantes auxquelles sont exposées les autorités émettrices de titres de créances. Par exemple, la concentration des émissions sur une échéance particulière, au moment de déterminer la structure d'amortissement, peut accroître le risque d'une hausse du rendement, et la concentration du rachat sur une période particulière peut accroître le risque d'une hausse du prix du rachat à l'avenir. Il est donc prioritaire de maintenir un équilibre approprié entre diverses «catégories d'échéances» dans le portefeuille de la dette. On y parvient en évaluant la latitude du marché pour chaque catégorie — court terme, moyen terme, long terme et très long terme.

646. Au cours des récentes années, les JGB à échéance autre que 10 ans sont rapidement devenues les nouveaux titres de référence en affichant une liquidité croissante qui a facilité la gestion des risques. Toutefois, ce changement est venu bouleverser l'équilibre qui existait entre les diverses catégories d'échéances. Ainsi, à l'heure actuelle, il n'existe pas de norme

---

encore relativement peu développé, la mise en place d'un mécanisme capable d'assurer un financement stable comme l'émission par l'intermédiaire d'un consortium financier utilisée au Japon peut s'avérer valable.

<sup>43</sup> Dans le cas des obligations à 15 ans à taux variable, les adjudications s'effectuent d'après l'écart par rapport au taux de référence (le rendement des obligations à 10 ans à l'adjudication la plus récente).

établie quant aux ratios à respecter entre ces diverses catégories, ni quant à l'échéance moyenne à établir.

647. Il est également essentiel d'uniformiser le plus possible la structure d'amortissement des titres de créance. Dans l'exercice budgétaire 2002, on prévoit de mettre en œuvre un programme de rachat ayant pour objectif d'ajuster la structure des échéances du portefeuille de la dette.

648. La possibilité d'un changement dans la distribution des émissions de titres de créance entre diverses catégories d'échéances peut conduire à une augmentation des risques de fluctuation des taux d'intérêt. De même, un changement apporté aux systèmes liés à la dette — par exemple, les systèmes juridiques ou les systèmes de règlement qui régissent les activités du marché de la dette — peut accroître le risque de fluctuation des taux d'intérêt s'il se produit sans que le marché ne l'ait anticipé. En conséquence, lorsqu'on envisage un changement de politique, il est souhaitable de promouvoir un atterrissage en douceur en transmettant au marché, par diverses voies, des signaux qui permettront d'en moduler les anticipations de façon appropriée. Par exemple, lorsqu'on élabore pour chaque exercice budgétaire un plan d'émission de titres publics, il est utile d'informer le marché du montant prévu des émissions de chaque catégorie d'échéances. C'est dans un cas comme celui-là que la Conférence du marché des titres publics japonais prend toute son importance. La possibilité de s'entretenir avec les intervenants sur le marché pour ainsi mieux comprendre leurs besoins et la diffusion rapide de la teneur de ces entretiens devraient contribuer à accroître la prévisibilité de la structure des échéances.

### **C. Mise en place du marché des titres publics**

#### **Diversification des échéances des titres publics et intérêt suscité par ces dernières**

649. Pour mettre en place un marché efficace des titres publics, il est essentiel de lisser la courbe des rendements en créant une obligation de référence pour chaque catégorie d'échéances, pour accroître ainsi la liquidité sur l'ensemble de la courbe des rendements. Par le passé, la structure d'amortissement privilégiait les aux obligations à 10 ans, ce qui faisait de ces dernières, à toutes fins pratiques, les seuls titres de référence au Japon. Toutefois, au cours des récentes années, la création de nouveaux types de titres publics assortis d'échéances autres que 10 ans a diversifié les catégories d'échéances<sup>44</sup>. Par ailleurs, dans le cadre de la préparation des plans d'émissions pour chaque exercice budgétaire, on a augmenté le volume

---

<sup>44</sup> On a entrepris au cours des récentes années d'émettre par adjudication publique les titres publics suivants : bons du Trésor à un an (en avril 1999); obligations à coupons à 30 ans (en septembre 1999); obligations à coupons à 5 ans (en février 2000); obligations à taux variable à 15 ans (en juin 2000); obligations à prime d'émission à 3 ans (en novembre 2000).

des obligations à 2 ans, 5 ans<sup>45</sup>, 10 ans et 20 ans de manière à en faire des titres de référence, tout en tenant compte de l'équilibre à maintenir entre elles. Tout en déterminant les échéances des émissions en tenant compte de la situation du marché, il convient, avant de prendre une décision sur l'application de la règle de réouverture, de tenir compte des circonstances au moment de l'émission initiale, comme indiqué ci-dessus. Cependant, lorsque la règle de la réouverture est appliquée, elle vise à accroître la liquidité d'une émission particulière et c'est là l'effet attendu.

650. Par contre, une diversification excessive des catégories d'échéances risque d'aller à l'encontre des efforts déployés pour élaborer des références. À l'heure actuelle, il serait inapproprié d'ajouter des références supplémentaires en créant de nouvelles obligations à échéances différentes venant s'ajouter à celles de 2, 5, 10 et 20 ans qui existent déjà.

651. Lorsqu'on choisit d'offrir des possibilités d'investissement qui se distinguent uniquement par leurs échéances, il convient de trouver d'autres moyens de susciter l'intérêt des investisseurs en mettant en place des instruments axés sur la satisfaction de leurs besoins. Par exemple, on vend aujourd'hui par adjudication publique des obligations à 15 ans à taux variable dont le coupon semestriel est arrimé au taux d'intérêt des obligations à 10 ans, afin de satisfaire à une demande croissante des investisseurs qui cherchent des moyens de se protéger contre les risques de fluctuations des taux d'intérêt.

652. Par ailleurs, il est prévu de mettre bientôt sur le marché des obligations dont les coupons et le principal peuvent être négociés séparément (obligations démembrées). Cela devrait non seulement accroître le nombre d'options offertes aux investisseurs, mais également contribuer à établir une courbe des rendements des obligations à coupon zéro plus précise, ce qui augmentera l'efficacité du marché des titres de créance.

## **Information concernant les émissions obligataires**

### ***Plan d'émissions pour chaque exercice budgétaire***

653. Pour assurer la transparence et la prévisibilité des émissions, le Ministère des finances élabore et diffuse un plan d'émissions des titres publics pour l'exercice à venir qui accompagne l'annonce du budget. Ce plan comporte deux parties : i) classement fondé sur l'objectif du financement; ii) classement selon la méthode d'émission et l'échéance.

---

<sup>45</sup> On émettait auparavant des obligations à échéances de 4 et de 6 ans, mais ces émissions ont été supprimées à partir de l'exercice 2001/02, et les obligations à 5 ans sont devenues la référence pour la catégorie des échéances à moyen terme. Ce changement a été motivé par la liquidité croissante des obligations à coupons à 5 ans créées en février 2000.

654. La seconde partie est elle-même subdivisée en deux sous-parties : montant total à distribuer dans le secteur privé, et montant à distribuer dans le secteur public. La première de ces sous-catégories est encore ventilée par échéances, tandis que la seconde est ventilée par entités publiques.

655. Comme le Ministère des finances a pour règle d'égaliser le montant des émissions pour une échéance donnée, les intervenants sur le marché sont en mesure de prédire le montant approximatif de chaque émission en se basant sur le montant total par catégorie d'échéances.

### ***Calendrier des adjudications***

656. Désireux d'accroître la transparence et la prévisibilité des émissions de titres de créance, le Ministère des finances a entrepris en mars 1999 de publier un calendrier des adjudications et d'indiquer à l'avance les montants des émissions. Auparavant, on diffusait trimestriellement un calendrier des adjudications couvrant les trois mois à venir. Cette méthode présentait toutefois l'inconvénient de n'informer les investisseurs de la première adjudication de chaque trimestre qu'à la dernière minute. Ainsi, en octobre 2001, la fréquence des publications du calendrier d'adjudications des trois mois à venir est devenue mensuelle, améliorant du coup la prévisibilité des émissions.

### ***Conditions des émissions***

657. Le montant total des titres de chaque émission est publié environ une semaine avant chaque adjudication. Cependant, le taux du coupon et la date de rachat sont annoncés à la date de l'adjudication puisqu'ils sont déterminés à la dernière minute.

658. Les informations susmentionnées sont transmises aux intervenants sur le marché à des moments déterminés à l'avance, par Internet et par les agences de presse.

### ***Résultats des adjudications***

659. Pour limiter les risques courus par les intervenants sur le marché, il est souhaitable d'annoncer le plus tôt possible les résultats de l'adjudication. Depuis mai 2001, ces résultats sont produits en moins de 90 minutes. Le délai de diffusion, qui pouvait atteindre jusqu'à 2 heures et demie auparavant, avait déjà été ramené à 2 heures en avril 2000.

### **Politique fiscale applicable aux titres publics**

660. Une retenue à la source de 20 % s'applique aux intérêts des obligations à coupons. Toutefois, certaines institutions financières désignées (par exemple, banques et maisons de courtage) en sont exemptées.

661. Par ailleurs, on a adopté en septembre 1999 un régime d'exemption de la retenue à la source pour les intérêts des titres publics détenues par les investisseurs non résidents. En avril

2001, cet avantage fiscal a été étendu pour couvrir les intérêts des titres publics déposés par les investisseurs non résidents en compte courant à la BDJ par l'intermédiaire d'institutions financières étrangères (y compris les institutions de conservation internationale).

662. S'agissant des obligations à forte prime d'émission, les bénéfices réalisés lors du rachat sont frappés d'une retenue à la source automatique de 18 % au moment de l'achat. Toutefois, les bénéfices réalisés sur les bons du Trésor et sur les effets de financement sont exemptés de cette retenue (puisque ces titres sont détenus via le système de règlement des transferts).

### **Diversification des intervenants sur le marché**

663. Pour assurer le développement d'un marché de la dette très liquide, il est essentiel de promouvoir la plus grande diversification possible des intervenants sur le marché afin d'accroître la profondeur du marché.

664. Le marché japonais de la dette se caractérise entre autres par le fait que le secteur public (y compris le secteur financier public représenté, par exemple, par l'épargne postale), avec les banques privées et le secteur des assurances, détiennent une large part des obligations d'épargne du Japon en circulation, tandis que la part de ces JGB détenues par les investisseurs individuels et les investisseurs non résidents reste faible, comparativement à ce qui s'observe dans d'autres pays<sup>46</sup>. Cette répartition est peut-être due en partie à la structure orientée sur le financement indirect qui est propre au Japon. Même aujourd'hui, une proportion importante des actifs financiers des ménages (totalisant 1.400 billions de yens) sont investis indirectement sous forme de titres publics par l'intermédiaire des dépôts bancaires et de l'épargne postale. La détérioration de la demande de fonds dans le secteur privé due à la stagnation de l'économie observée ces récentes années est une des raisons qui ont contribué à cette tendance.

665. La structure des détenteurs de titres de créance d'un pays donné est si étroitement liée au système financier global qu'il devient impossible de porter un jugement définitif sur la forme qu'elle devrait prendre. Toutefois, lorsqu'un nombre limité d'investisseurs institutionnels détiennent la majorité des JGB en circulation, le marché de la dette devient plus vulnérable aux chocs. Ainsi, afin d'accroître la stabilité du marché de la dette, il est de loin préférable d'assurer la plus grande diversification possible des détenteurs de titres de créance.

666. Par ailleurs, la mise en place, en avril 2002, du système de remboursement (un système d'assurance-dépôt garantissant les dépôts à terme jusqu'à concurrence de 10 millions

---

<sup>46</sup> Au 31 mars 2000, les particuliers détenaient 2,5 % des JGB en circulation tandis que la part des investisseurs non résidents s'établissait à 5,2 %.

de yens, au lieu d'un montant illimité comme par le passé) devrait sensibiliser le public aux risques de crédit. Les flux macroéconomiques de capitaux devraient ainsi tenir compte davantage des risques. Si cela se produit, on devrait observer une hausse de la demande de titres publics puisque ces derniers représentent des actifs financiers exempts de risques de crédit.

667. En favorisant la diversification des intervenants sur le marché, les priorités de la politique actuelle devraient promouvoir une participation plus active des investisseurs individuels, des investisseurs non résidents et des sociétés non financières.

668. S'agissant des investisseurs individuels, on a commencé, par le biais de diverses activités de relations publiques, à promouvoir les avantages de l'investissement dans les titres publics. Par exemple, vers la fin de 2001, une campagne de publicité dans les médias (télévision, radio, journaux, magazines et affiches) a été conçue pour mobiliser les investisseurs individuels. En outre, des plans ont été élaborés au cours de l'exercice budgétaire 2002 afin d'émettre des titres publics non négociables spécialement conçus pour ces investisseurs.

669. Pour ce qui est des investisseurs non résidents, dont les exemptions fiscales susmentionnées ont déjà facilité l'entrée sur le marché des JGB, on compte promouvoir leur connaissance des régimes fiscaux japonais et de la réglementation y afférente. Pour la clientèle outre-mer, on juge qu'Internet est un outil particulièrement efficace de communication de l'information.

### **Système de règlement amélioré**

670. La Banque du Japon intervient à titre d'agence centrale de dépôt pour les titres publics et offre des services de règlement des JGB. Le système de règlement des titres en compte courant est le système BDJ-NET. Les procédures d'adjudication liées à l'émission de ces titres sont également gérées en ligne grâce à ce système<sup>47</sup>.

671. Les titres en compte courant sont réglés en ligne grâce au système de transfert des titres d'État japonais (JGS), qui fait partie intégrante du système BDJ-NET. Le système BDJ-NET comprend également un système de transfert électronique de fonds entre comptes courants à la Banque du Japon. Ces deux services distincts ont été fusionnés en avril 1999 afin de permettre l'emploi de la méthode de règlement-livraison et d'assurer ainsi la sécurité du système de règlement. La méthode de règlement-livraison permet en outre d'éviter le risque dû au décalage entre le versement des fonds et la livraison des titres.

---

<sup>47</sup> La Banque du Japon a été la première à mettre en place un tel système d'adjudication en ligne pour les titres publics. Ce système a réduit considérablement le temps nécessaire au traitement des offres, permettant la publication des résultats le jour même de l'adjudication.

672. Par ailleurs, on a modifié en janvier 2001 la méthode de règlement des titres publics et des comptes courants à la BDJ en remplaçant le système de règlement net différé (RND) par un système de règlement brut en temps réel (RBTR). Le nouveau mode de règlement limite l'effet direct de l'inaptitude éventuelle d'une institution financière donnée (par exemple, si elle se trouve incapable, pour une raison quelconque, de transférer des fonds ou des titres publics) à payer ses contreparties. En d'autres termes, l'adoption du RBTR visait à réduire le risque systémique inhérent au RND<sup>48</sup>.

673. L'adoption du RBTR a également résolu un autre problème causé par l'ancien système de RND. Dans l'ancien système, chaque paiement était lié aux autres paiements effectués au même moment en vertu du processus de compensation. Avec le RBTR, chaque paiement est réglé individuellement.

674. Par ailleurs, grâce à la méthode de règlement en temps réel, le règlement de la plupart des transactions à la Banque du Japon est désormais effectué tôt dans la journée. Ce règlement plus précoce contribue également à réduire le risque systémique en réduisant sensiblement le montant des transactions impayées le jour du règlement. Toutefois, le RBTR n'est pas entièrement à l'abri des retards de règlement ni d'une augmentation des transactions en boucle (situation où, par exemple, trois contreparties se vendent l'une l'autre un titre à découvert, déclenchant ainsi une boucle sans fin, aucune d'entre elles ne possédant le titre en question) découlant d'une augmentation des tâches de règlement ou d'une chaîne de transactions. En conséquence, il est nécessaire d'autoriser une certaine proportion de défauts de paiement<sup>49</sup>.

675. Le système de RND constituait autrefois la norme pour le marché obligataire japonais. Ainsi, pour éviter le risque systémique inhérent à cette méthode de règlement, les transactions manquées n'étaient généralement pas autorisées. Dans ces conditions, il n'était pas nécessaire d'invoquer la règle du «bon défaut» (pratique communément appliquée en affaires pour le traitement des défauts de paiement). Toutefois, la mise en place du RBTR a changé la donne, poussant l'Association japonaise des courtiers en valeurs à étudier et à mettre en place une règle du «bon défaut» semblable à celles en vigueur dans les principaux marchés d'outre-mer (voir explication en annexe).

### **Développement des marchés connexes**

---

<sup>48</sup> Il s'agit des perturbations systémiques que peut faire peser sur les institutions financières et, à terme, sur l'ensemble du système financier, une succession de règlements manqués ou retardés.

<sup>49</sup> Le défaut survient lorsque le récipiendaire prévu de titres publics ne reçoit pas ces titres à la date prévue du règlement.

676. Le marchés des contrats à terme (futures) et des pensions de titres devraient faciliter, à l'avenir, les opérations de couverture ou d'arbitrage entre trois marchés, y compris le marché au comptant (marché sous-jacent des actifs), augmentant de ce fait la liquidité de l'ensemble du marché des titres publics.

677. Le marché des contrats à terme japonais pour les titres publics a été créé en 1985 à la Bourse de Tokyo. Le marché des futures à long terme (10 ans), qui représentent la majorité des transactions de contrats à terme de JGB, est extrêmement liquide le mois où le volume d'échanges est le plus élevé<sup>50</sup>. Cela est dû, en partie, au fait que beaucoup d'intervenants sur le marché poursuivent des buts divers : arbitrage entre mois de livraison ou entre marché au comptant et marché à terme; opération de couverture; spéculation.

678. Le marché japonais des pensions de titres connaissait autrefois deux types de transactions — les mises en pension traditionnelles et les pensions livrées de titres publics avec nantissement en numéraire. Les deux présentaient des problèmes sur lesquels il convenait de se pencher. Autrefois, on utilisait les pensions livrées de titres publics avec nantissement en numéraire pour les titres publics à coupons, tandis que les mises en pension traditionnelles constituaient la norme pour les titres publics à court terme.

679. À partir de juillet 1998, les intervenants sur le marché ont commencé à étudier de nouvelles lignes directrices pour les mises en pension. Cet examen a débouché sur une convention-cadre pour les opérations de pension<sup>51</sup> établie par l'Association japonaise des courtiers en valeurs, ouvrant la voie à la mise en place, en avril 2001, d'une méthode normalisée mondiale («accord de pension de type nouveau») à la fois plus sûre et plus pratique que la méthode traditionnelle. On peut résumer comme suit les principales caractéristiques de ce nouveau type de pension :

- utilisation aisée pour les non-résidents puisqu'elle se fonde sur des normes internationales et qu'elle est juridiquement reconnue comme une transaction d'«achat-vente»;
- degré de sécurité plus élevé dû au renforcement de la gestion des risques (y compris la décote et l'appel de marge, qui existaient également avec les pensions livrées de titres publics avec nantissement en numéraire) et mesures incorporées pour la gestion des situation de défaut de paiement d'une contrepartie;
- nouveaux droits de substitution (possibilité de remplacer un titre par un autre en cours de transaction) visant à faciliter les prêts et les dépôts à terme.

---

<sup>50</sup> On négocie également des contrats à très long terme (20 ans) et à moyen terme (5 ans) sur titres publics japonais, mais le volume de ces échanges reste négligeable à l'heure actuelle.

<sup>51</sup> Cette convention-cadre pour les opérations de pension s'inspire du Global Master Repurchase Agreement (GMRA) utilisé en Europe et aux États-Unis et établi par la Bond Market Association (TBMA) et par l'International Securities Market Association (ISMA).

680. Dorénavant, on s'attend à ce que toutes les transactions soient englobées dans ce nouveau type d'accord de pension. Cette nouvelle méthode intégrée de transactions devrait par ailleurs favoriser la définition de taux repères d'intérêt à court terme qui seront exempts de risques.

### **La règle du «bon défaut»**

681. En vertu de la règle du «bon défaut», une partie qui se trouve incapable de s'acquitter à temps de ses obligations ne s'expose à aucune sanction ni à aucun frais de défaillance. Il est entendu que la défaillance résulte d'un effet économique qui est censé éviter le défaut de paiement; s'il y a défaut de paiement, c'est une incitation à remédier à la situation.

682. L'exemple suivant sert à illustrer cette règle. Supposons que X (le vendeur) se trouve incapable de livrer les titres à Y (l'acheteur) à la date convenue dans le contrat. Il est clair en l'occurrence que X ne pourra pas recevoir le paiement des titres en question. Ainsi, il devra soit payer les coûts supplémentaires de la mobilisation des fonds requis pour conserver les titres, soit renoncer aux possibilités d'investissement du montant que Y était censé lui verser à la date d'échéance du contrat. Par ailleurs, X n'aura droit qu'aux paiements d'intérêts correspondant à la période prenant fin à la date d'échéance du contrat, quelle que soit la durée de la période pendant laquelle il choisit de conserver les titres. Autrement dit, pour X, la défaillance ne présente aucun avantage. Par contre, Y a droit aux paiements d'intérêts correspondant à la période écoulée entre la date d'échéance du contrat et la date du paiement final, même si les titres ne sont pas en sa possession. De plus, il peut investir l'argent qu'il était censé verser à la date d'échéance, jusqu'à la date de livraison des titres. Il profite ainsi de la défaillance de X.

683. Cependant, compte tenu de la situation actuelle caractérisée par la persistance de faibles taux d'intérêt, le raisonnement économique qui sous-tend cette règle n'a pas un effet dissuasif aussi puissant. En conséquence, pour décourager encore davantage les défauts, on a mis en place une mesure temporaire qui autorise Y à exiger le paiement, par X, de ce qu'il lui en coûterait pour obtenir le montant équivalent de titres en empruntant des titres contre nantissement en espèces.

## IX. MEXIQUE<sup>52</sup>

### A. Mise en place d'une structure de gestion et d'un cadre institutionnel adaptés

#### Objectifs

684. L'objectif de la gestion de la dette publique est de faire en sorte que les besoins de financement de l'administration publique soient satisfaits et ses obligations de paiement honorées de la manière la plus économique possible sur le moyen et le long terme tout en limitant les risques.

685. La stratégie de gestion de la dette publique est importante car elle contribue à la stabilité macroéconomique et à l'assainissement des finances publiques. Les objectifs de la politique de la dette pour 2002 consistent à bien gérer la dette publique et, ce faisant, à contribuer à la stabilisation de la conjoncture économique et à l'assainissement des finances publiques. Tout cela revêt une importance particulière lorsque, comme c'est le cas cette année, la plupart des économies enregistrent de faibles taux de croissance et que plane sur les marchés internationaux de capitaux une grande incertitude.

- Comme dans les années passées, le déficit budgétaire sera financé par des emprunts sur le marché intérieur. La nécessité d'une telle stratégie en 2002 est également mise en évidence par les incertitudes du marché international.
- La stratégie de la dette intérieure poursuivra trois objectifs :
  - améliorer la structure d'amortissement;
  - accroître la durée moyenne de la dette intérieure; et
  - développer la courbe des rendements à long terme. Il importe de signaler que l'émission des obligations de 10 ans à taux fixe ne remonte qu'à juillet 2001.
- La stratégie de la dette extérieure continuera d'être axée sur un allongement de la structure d'amortissement et sur une diminution des coûts et reposera sur des interventions visant à réduire les imperfections du marché dans la courbe des rendements de titres publics. Cette stratégie vise en outre à éviter le risque de refinancement résultant d'une concentration des échéances dans une année particulière.

#### Cadre juridique

686. Le cadre juridique de la gestion de la dette est déterminé selon les dispositions suivantes :

---

<sup>52</sup> Cette étude de cas a été effectuée par le département de la dette publique mexicaine du Ministère des finances.

- *l'article 73 (titre VIII) de la Constitution politique des États-unis mexicains (ÉUM)* confère au Congrès le pouvoir de poser les fondements sur lesquels repose l'autorité qu'a le pouvoir exécutif de contracter des emprunts sur le crédit de la nation, d'approuver ces emprunts et de prescrire les modalités de remboursement de la dette nationale;
- *l'article 89 (titre I) de la Constitution politique des États-unis mexicains (ÉUM)* confère au Président le pouvoir et lui impose l'obligation de promulguer et de mettre en œuvre les lois adoptées par le Congrès afin de s'assurer que les autorités publiques respectent scrupuleusement les règles de droit;
- *l'article 31 (titres V et VI) de la Loi organique de l'administration publique fédérale* stipule que le Ministre des finances et du crédit de l'État gère la dette publique de la Fédération et effectue et autorise toutes les transactions afférentes au crédit de l'État;
- *l'article 1 de la Loi générale sur la dette publique* stipule que les entités suivantes sont autorisées à contracter des emprunts : i) le pouvoir exécutif fédéral et ses principaux organismes, dans la mesure où ils agissent par le truchement du Ministère des finances et du crédit de l'État; ii) les organismes publics décentralisés ainsi que les entreprises publiques (soit les entreprises dans lesquelles l'État détient une participation majoritaire); iii) les établissements publics de crédit et les organisations auxiliaires de crédit, les sociétés publiques d'assurance et de cautionnement; et iv) les sociétés fiduciaires dont le concédant est le gouvernement fédéral ou tout organisme mentionné ci-dessus;
- *l'article 4 (titre V) de la Loi générale sur la dette publique* stipule que le pouvoir exécutif fédéral, par le biais du Ministère des finances et du crédit de l'État, détient le pouvoir de contracter des emprunts au nom du gouvernement fédéral, de gérer la dette publique fédérale et de garantir des opérations de crédit au nom du gouvernement fédéral.

### **Coordination avec les politiques budgétaire et monétaire**

687. La politique de gestion de la dette est tributaire de la politique budgétaire. Lorsque celle-ci est coordonnée avec la politique monétaire, la politique de gestion de la dette est indirectement liée à la politique monétaire. À cet égard, les programmes d'emprunt reposent sur les projections économiques et budgétaires apparaissant dans le budget de l'État. Les projections financières utilisées dans le budget de l'État, comme les taux d'inflation et les taux d'intérêt, cadrent avec le programme monétaire de la Banque du Mexique (BDM), c'est-à-dire la banque centrale. En outre, comme on l'explique un peu plus loin, la BDM est l'agent financier du gouvernement fédéral dans de nombreuses opérations financières. Il doit donc y avoir des rapports suivis entre les autorités budgétaires et monétaires au sujet de la politique de gestion de la dette.

### **Principes directeurs pour la gestion de la dette**

688. Lorsque le budget est approuvé à la fin de chaque année, le Congrès avalise le plafond annuel des emprunts externes et internes nets que le gouvernement se propose d'effectuer par l'intermédiaire du Ministère des finances et du crédit de l'État. Ce plafond est déterminé en fonction de la politique de la dette de l'année qui vient, laquelle est également soumise à

l'examen du Congrès. Ce cadre institutionnel a pour objet de garantir le caractère prudent de la stratégie de gestion de la dette publique que le gouvernement met en œuvre.

689. De plus, chaque nouvelle administration adopte un programme général d'emprunt et de gestion de la dette axé sur les objectifs budgétaires retenus pour la période.

### **Cadre institutionnel de la gestion de la dette**

#### ***Cadre institutionnel de la gestion de la dette au sein de l'administration publique***

690. C'est au Ministère des finances et du crédit de l'État, et plus particulièrement à la Direction générale du crédit de l'État, qu'incombe la responsabilité de la gestion de la dette. Les principaux pouvoirs confiés à cette unité ont pour objet de lui permettre de négocier des arrangements particuliers et de donner suite à toutes les dispositions des documents concernant :

- le crédit de l'État;
- l'autorisation et l'enregistrement des emprunts effectués par les organismes publics, banques de développement comprises;
- les opérations financières et les instruments dérivés qui concernent l'administration.

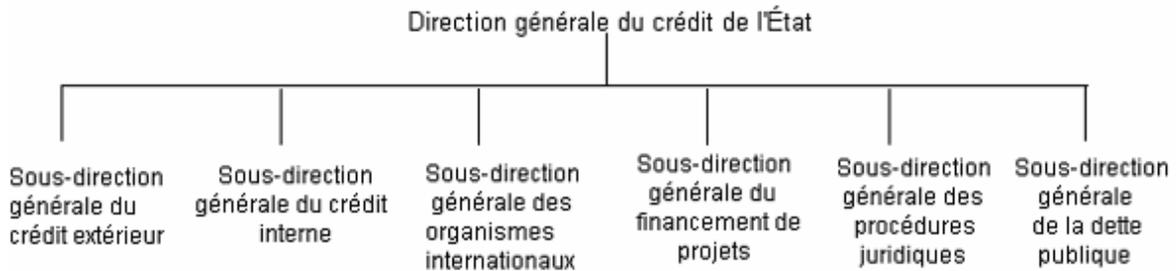
691. Le Président des États-unis mexicains nomme le directeur général du crédit de l'État et le Sénat ratifie cette nomination.

692. À chaque trimestre, le directeur général du crédit de l'État soumet à l'examen du Sous-secrétaire des finances et du crédit de l'État un rapport sur le programme d'émission relatif à la dette intérieure avant que celui-ci ne soit publié. Le rapport comporte en outre des informations sur les négociations visant les autorisations d'emprunt accordées aux organismes publics et sur les opérations financières auxquelles participe le gouvernement. La fréquence des rapports dépend du moment où les négociations ont lieu.

693. Comme mentionné, la banque centrale est l'agent financier de l'État lors de l'émission d'obligations intérieures et d'autres opérations portant sur son passif. La BDM est également chargée de rembourser la quasi-totalité de la dette extérieure en utilisant les fonds du gouvernement fédéral et en se conformant aux instructions de la direction générale du crédit de l'État. Il faut donc que les deux organismes maintiennent des rapports constants.

### **Organigramme du bureau de gestion de la dette**

694. Voici l'organigramme du bureau de gestion de la dette :



- *la sous-direction générale du crédit extérieur* gère les émissions de titres sur les marchés internationaux de capitaux et s'occupe de la gestion du passif et du risque de la dette;
- *la sous-direction générale du crédit interne* élabore les politiques et gère les activités de financement sur le marché intérieur;
- *la sous-direction générale des organismes financiers internationaux* négocie les modalités des prêts contractés auprès de la Banque mondiale, de la Banque interaméricaine de développement et des autres organismes financiers;
- *la sous-direction générale du financement des projets* négocie et met en œuvre les politiques relatives aux opérations financières, les programmes spéciaux et les projets d'infrastructure;
- *la sous-direction des procédures juridiques* a la responsabilité de régler les questions concernant le cadre juridique s'appliquant à la gestion de la dette et donne des avis juridiques à la direction générale du crédit de l'État et aux sous-directions générales;
- *la sous-direction générale de la dette publique* négocie, approuve et enregistre les modalités afférentes à la dette publique. Ce département s'occupe également de la collecte et de l'enregistrement des informations statistiques visant la dette publique.

### **Retenir le personnel compétent**

695. Les directeurs, sous-directeurs et chefs de département nouvellement embauchés doivent posséder des connaissances approfondies dans au moins un des domaines suivants : finances publiques, science économique, comptabilité, gestion de la dette publique, droit, statistiques et tout autre matière afférente à la gestion de la dette publique.

696. Les employés peuvent bénéficier de programmes de formation interne en finances publiques, en droit et en comptabilité. En outre, des programmes de formation sont offerts aux employés selon leur domaine de spécialisation professionnelle.

697. Si on fait abstraction des sous-directeurs généraux, des directeurs et des sous-directeurs, la rotation des effectifs est faible. Les avantages économiques sont les mêmes pour tous les fonctionnaires : il n'y a donc aucune incitation économique supplémentaire pour

les employés affectés au service du crédit de l'État. Toutefois, comme il est possible d'obtenir une formation concernant divers aspects de la gestion de la dette — par exemple, les opérations de financement sur les marchés internationaux de capitaux et sur le marché intérieur, le cadre juridique de la gestion de la dette publique et la gestion des risques —, la direction du crédit de l'État jouit d'une bonne réputation parmi les employés.

### **Transparence et obligation de rendre compte**

698. Chaque année, une unité du Ministère du contrôleur et du développement administratif vérifie les comptes, les états financiers, les activités et les opérations de la direction générale du crédit de l'État. De plus, par le truchement de ses services d'audit, le Congrès examine aussi chaque année les comptes, les états financiers et les autres questions particulières qui intéressent ses membres. L'audit repose sur des normes d'audit et des règles comptables généralement admises dans les domaines de la gestion de la dette et des finances publiques.

699. Il importe enfin de signaler que le Mexique fait partie du Groupe de diffusion des données du Fonds monétaire international. À cet égard, les données historiques sur la dette publique mexicaine émanant du Ministère des finances peuvent être consultées sur son site Internet ([www.shcp.gob.mx](http://www.shcp.gob.mx)).

### **B. Stratégie de gestion de la dette et cadre de gestion des risques**

700. Surtout grâce à des politiques macroéconomiques réfléchies et au respect de la discipline budgétaire, le gouvernement a réussi à réduire la vulnérabilité du pays à la contagion des crises financières internationales. Le déficit des finances publiques s'est résorbé ces dernières années et l'administration n'entend pas s'écarter de son objectif à moyen terme, qui consiste à équilibrer les comptes budgétaires. Pour ce qui est de la politique monétaire, le respect de la discipline a permis d'atteindre l'objectif de la BDM en matière d'inflation au cours des deux dernières années et, du même coup, à stabiliser les marchés financiers intérieurs.

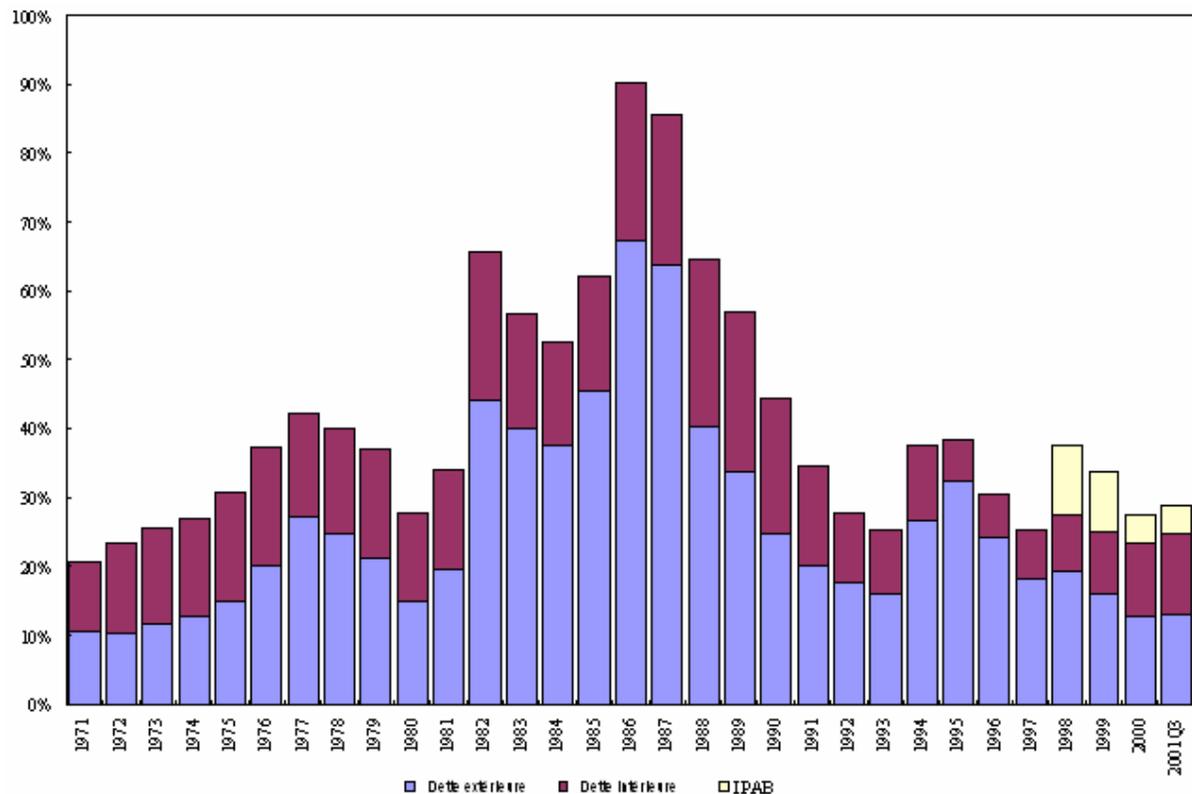
701. Une politique prudente et cohérente de gestion de la dette a également réduit la vulnérabilité du pays. Depuis la fin des années 1980, les questions de dette publique occupent une place plus importante qu'auparavant dans la stratégie des autorités mexicaines. On cherche avant tout à assurer une gestion stratégique de la dette permettant de la contrôler tout en améliorant ses modalités.

702. Depuis 1995, la valeur de la dette publique en pourcentage du PIB a sensiblement diminué et a même atteint des niveaux que l'on n'avait jamais vus depuis le milieu des années 1970 (voir graphique 1). Il en est résulté une importante baisse du service de la dette, ce qui a réduit la vulnérabilité de l'économie aux chocs extérieurs et les pressions sur les finances publiques. De plus, les effets positifs des politiques budgétaire et monétaire ont été ressentis dans d'autres domaines puisque les taux d'intérêt ont diminué.

703. Bien entendu, la politique de la dette doit cadrer avec la politique économique. Une hausse de l'endettement à l'échelon local peut entraîner une augmentation des taux d'intérêt et des coûts de financement du secteur privé et avoir pour effet « d'évincer » celui-ci du marché intérieur. De plus, un endettement extérieur plus élevé accroît le risque de refinancement et peut entraîner une appréciation de la monnaie nationale, laquelle affaiblit la compétitivité du secteur privé et accroît les importations de biens et services. C'est pourquoi, au moment d'approuver la politique annuelle de la dette, le Congrès détermine, à la lumière de la politique économique, les sources auprès desquelles il convient de se procurer les fonds dont le gouvernement a besoin — les marchés étrangers, le marché intérieur ou les deux. Pour éviter une concentration des échéances au cours d'une année particulière, la politique de la dette doit tenir compte de l'émission de titres de créance tant par le gouvernement que par les organismes publics. Des rapports consolidés sur l'émission de titres de créance sont également présentés au Congrès.

Graphique 1. Évolution de la dette publique

(En pourcentage du PIB)



Note: IPAB; Instituto de Protección al Ahorro Bancario. Le gouvernement a créé cette institution pour compenser les défauts de remboursement de prêt et éviter ainsi une faillite du système bancaire.

704. Il y a lieu de mentionner aussi que le gouvernement s'est employé à promouvoir le développement de marchés de titres locaux en adoptant de nouvelles règles et de nouveaux

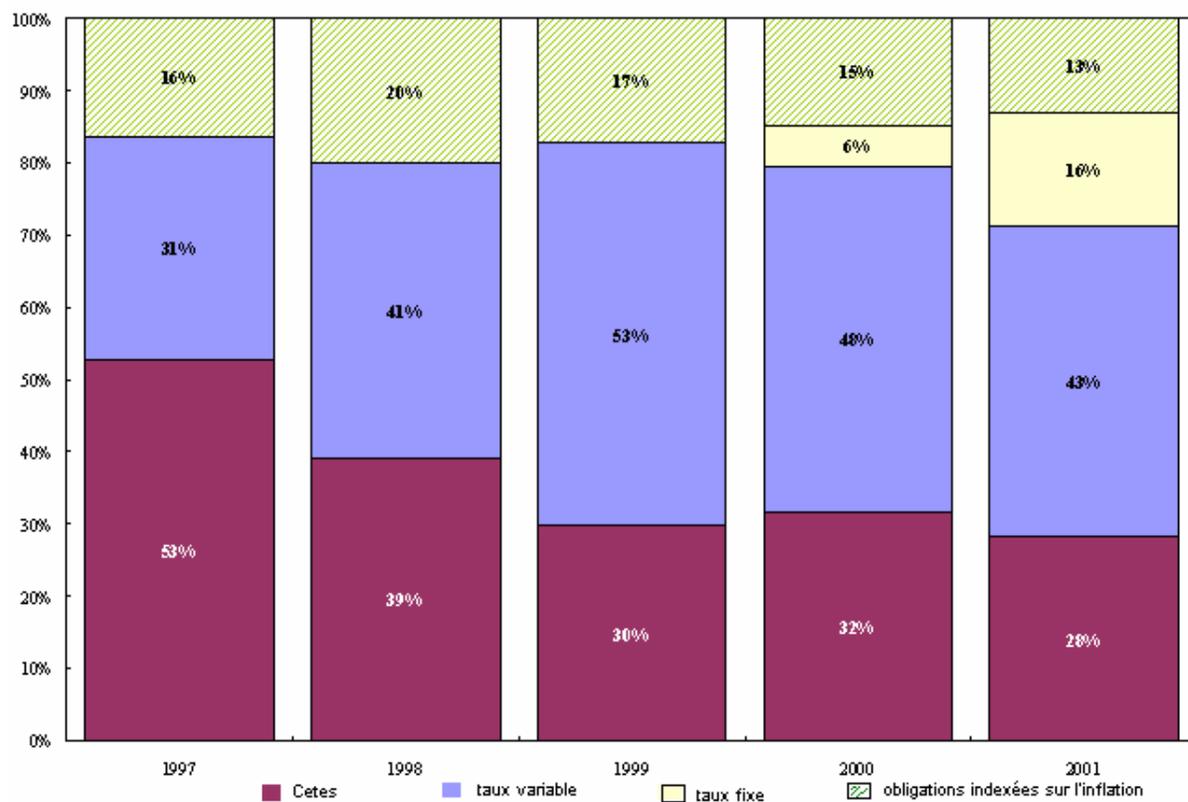
instruments. Cette politique a permis au Mexique de financer ses besoins budgétaires par voie de titres intérieurs, ce qui a aussi contribué au développement de marchés de titres mexicains et réduit le poids de la dette extérieure. Ainsi, le recul des limites imposées à l'endettement extérieur s'est traduit par une diminution sensible de la part de la dette extérieure dans l'encours de la dette publique.

### **Dette intérieure**

705. Quant à la dette intérieure, l'administration mexicaine se heurte aujourd'hui à deux risques :

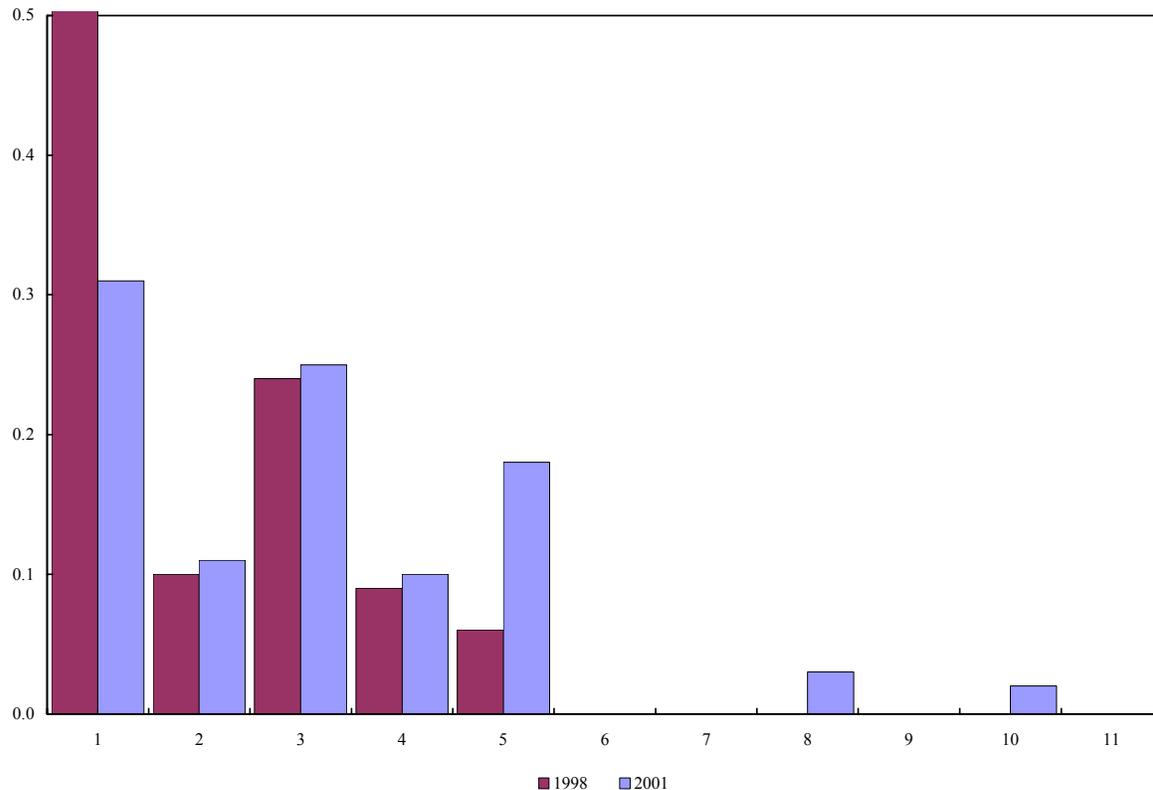
- *le risque de taux d'intérêt* : comme une part importante de la dette est constituée de titres à taux variable qui sont encore en circulation, une hausse des taux d'intérêt entraînerait une hausse des coûts de financement. Toutefois, comme l'indique le graphique 2, l'importance relative des titres à taux variables a diminué ces dernières années;
- *le risque de refinancement* : ce risque est lié à la possibilité d'une conjoncture peu favorable au sein des marchés internationaux de capitaux : le gouvernement pourrait éprouver des difficultés à refinancer à des conditions avantageuses les titres qui viennent à échéance. Compte tenu des progrès accomplis depuis quelques années concernant la structure d'amortissement (voir graphique 3), le risque de refinancement est acceptable.

Graphique 2. Composition de la dette intérieure par catégorie d'instrument



Note. Cetes; Certificados de la Tesorería. Bons à coupon zéro d'une durée de 1 mois, 3 mois, 6 mois et 12 mois.

Graphique 3. Structure d'amortissement de la dette intérieure



706. Pour gérer le risque de taux d'intérêt et le risque de refinancement, le gouvernement a adopté une stratégie d'émission reposant sur les hypothèses suivantes :

- émission de titres de créance à long terme et à taux variable dont les échéances varient de 3 à 5 ans afin de réduire le risque de refinancement à compter de 1997;
- émission graduelle de titres à long terme et à taux fixe comportant des échéances de 3 ans, 5 ans et 10 ans afin de réduire davantage le risque de refinancement tout en réduisant le risque de taux d'intérêt.

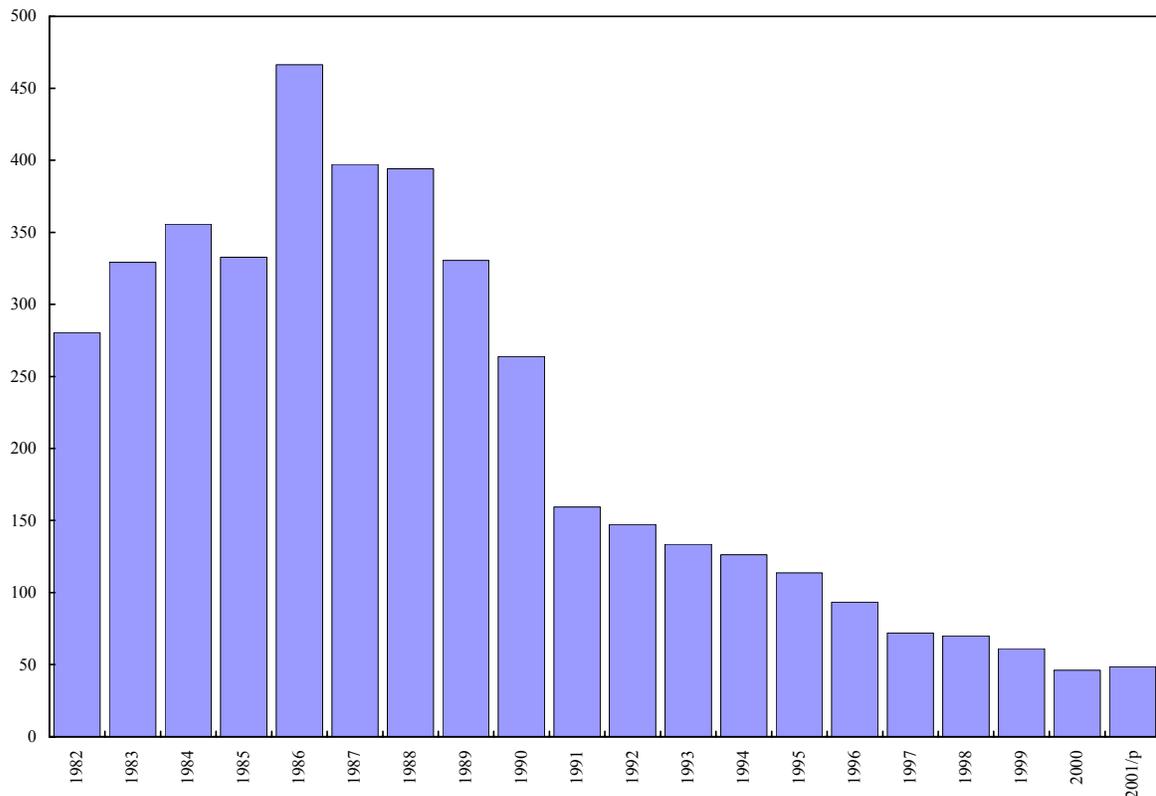
707. Comme le marché des titres à longue échéance n'est pas profond, les autorités mexicaines ont continué d'émettre des titres de créance à taux variable. Lorsque le marché le permettra, on passera progressivement à l'émission de titres de créance à taux fixe.

708. Cette stratégie d'émission s'inscrit dans le cadre d'une stratégie globale de gestion de la dette qui a été ratifiée par l'administration. Pour garantir la viabilité de la stratégie actuelle sur le marché intérieur, les autorités ont accordé une attention particulière à la gestion macroéconomique, et notamment aux politiques budgétaire et monétaire, dans l'espoir de promouvoir la stabilité.

## Dette extérieure

709. La position budgétaire solide des dernières années, conjuguée aux réformes structurelles visant une plus grande ouverture de l'économie sur l'extérieur, a renforcé la position de liquidité du secteur public auprès de ses créanciers extérieurs. D'où une diminution de la vulnérabilité du Mexique. Aujourd'hui, l'encours de la dette publique extérieure est égal à la valeur des exportations pendant un semestre, ce qui ne s'est jamais vu depuis les années 1950. Le gouvernement estime qu'il est très important de faire en sorte que cette situation soit maintenue en gérant avec prudence les finances publiques et la dette extérieure. L'émission de titres de créance hors du pays par le gouvernement et les organismes publics est assujettie au plafond que le Congrès fixe dans le cadre du budget au début de l'année.

Graphique 4. Ratio dette publique extérieure nette/exportations totales  
(En pourcentage)



710. Le cadre de gestion des risques de la dette extérieure a pour objet de couvrir les besoins de refinancement du gouvernement, d'assurer le service de la dette existante, d'améliorer la structure d'amortissement et de réduire les coûts de financement de la dette. Les principaux risques auxquels est exposé le gouvernement en ce qui a trait à sa dette extérieure sont le risque de refinancement, le risque de change et le risque de taux d'intérêt.

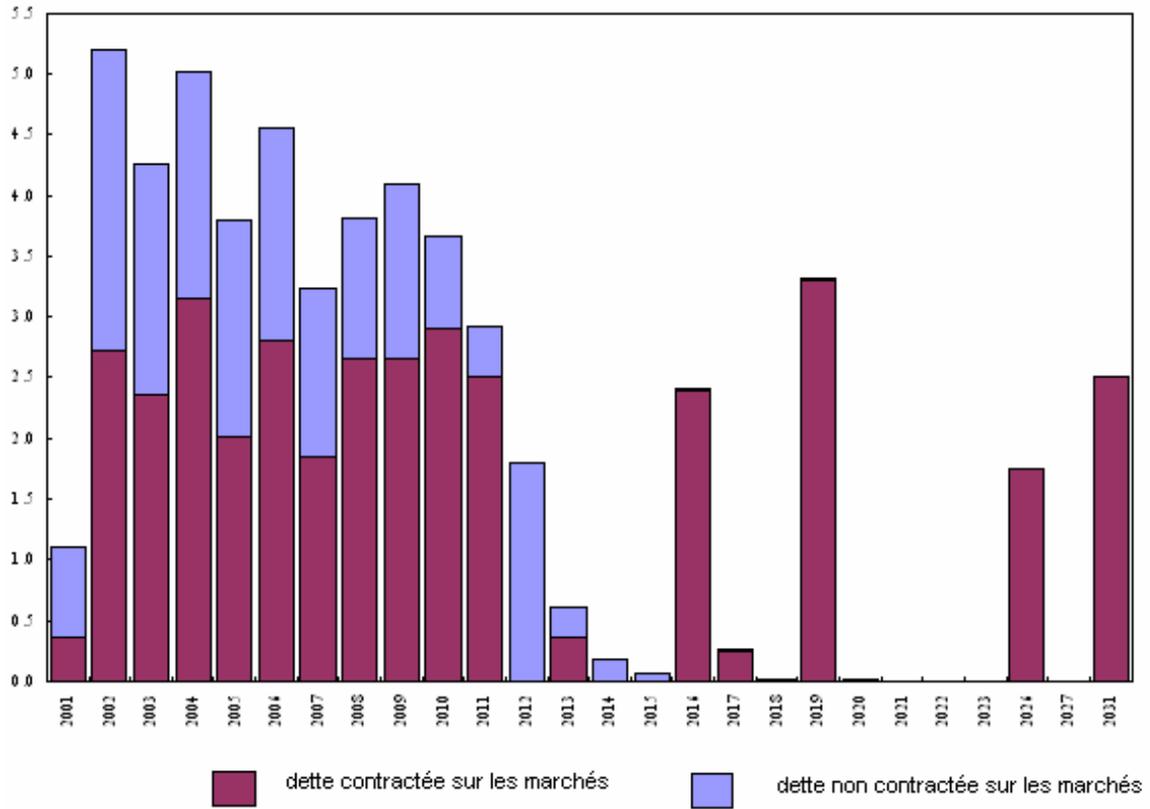
- Le risque de refinancement est géré en conservant une structure d'amortissement prudente (voir graphiques 5 et 6) et en faisant en sorte que l'encours des titres venant à échéance au cours d'une année ne soit pas trop élevé.
- Compte tenu de l'afflux de dollars américains qui entrent au Mexique par voie d'investissements étrangers directs, d'investissements de portefeuille et d'envois de fonds effectués par des Mexicains vivant aux États-Unis, le marché du dollar EU est la source naturelle de financement extérieur. Par conséquent, le coefficient de risque de la dette libellée en devises autres que le dollar est plus élevé.
- Le gouvernement s'est montré prudent lorsqu'il a déterminé la part de la dette devant être constituée de titres à taux variable et celle devant être constituée de titres à taux fixe. C'est ce qui explique la part prépondérante des titres à taux fixe. Pour se prémunir contre tout risque afférent à des titres de créance à taux variable, le gouvernement peut faire appel au marché des instruments dérivés. Lorsqu'il le fait, le gouvernement recourt surtout à des échanges de devises, à des options intégrées et à des contrats à terme de taux d'intérêt.

711. La dette publique externe est constituée aussi bien de titres de créance négociables que de titres non négociables. Des dépôts en nantissement garantissent la dette publique extérieure, laquelle est constituée surtout de titres Brady. Cette dette garantie est généralement rachetée lorsque le gouvernement peut réaliser des économies en valeur actualisée nette, ce qui permet de monétiser les biens nantis et d'augmenter les ressources dont dispose le gouvernement. Celui-ci essaie actuellement de racheter cette dette en rajoutant des titres de créance négociables à son encours de dette (voir graphique 7), augmentant ainsi sa liquidité et le nombre des indices de référence auxquels elle satisfait. Tout cela accroît la valeur des obligations du gouvernement mexicain, maintenant considéré comme un émetteur important de titres liquides.

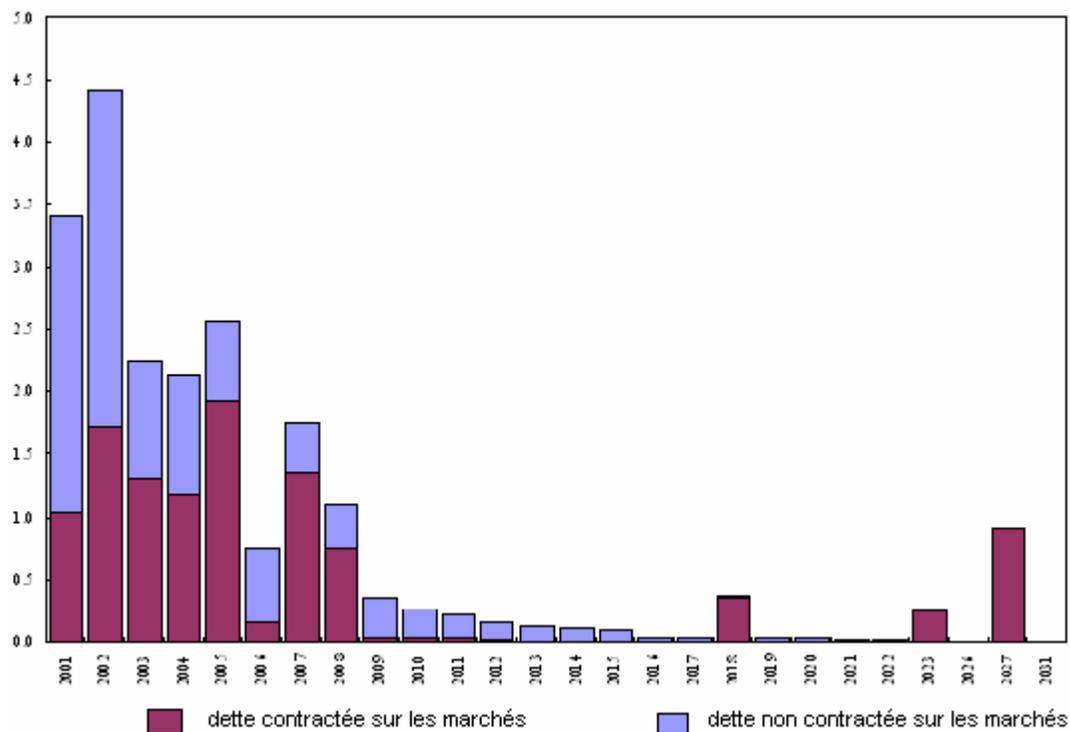
712. Le gouvernement exploite les possibilités offertes par le marché à mesure qu'elles apparaissent. Depuis quelques années, grâce à une conjoncture de marché favorable, il a pu mener son programme de financement à bonne fin tôt dans l'année. Comme les besoins de financement ont été relativement limités, il n'a pas été nécessaire de concentrer le risque de refinancement sur un mois particulier de l'année. Une fois les besoins de financement extérieur satisfaits, soit sur les marchés de capitaux, soit auprès d'institutions bilatérales ou multilatérales, l'administration se concentre sur la gestion de la dette et sur le respect du plafond imposé par le Congrès. La gestion du passif est utilisée surtout pour racheter la dette garantie (c'est-à-dire les titres Brady) et la dette comportant des options enchâssées, ce qui permet au gouvernement fédéral de bénéficier d'économies en valeur nette actualisée.

713. Pour évaluer le risque et trouver des possibilités de réduire les coûts, l'administration surveille constamment les marchés financiers, en particulier les marchés de titres émis par des emprunteurs privés ou souverains ayant une notation ote similaire à la sienne. Toutefois, les principaux facteurs qui aident le gouvernement à réduire les coûts et le risque de sa dette sont sans contredit des politiques budgétaire et monétaire conformes aux règles de l'art.

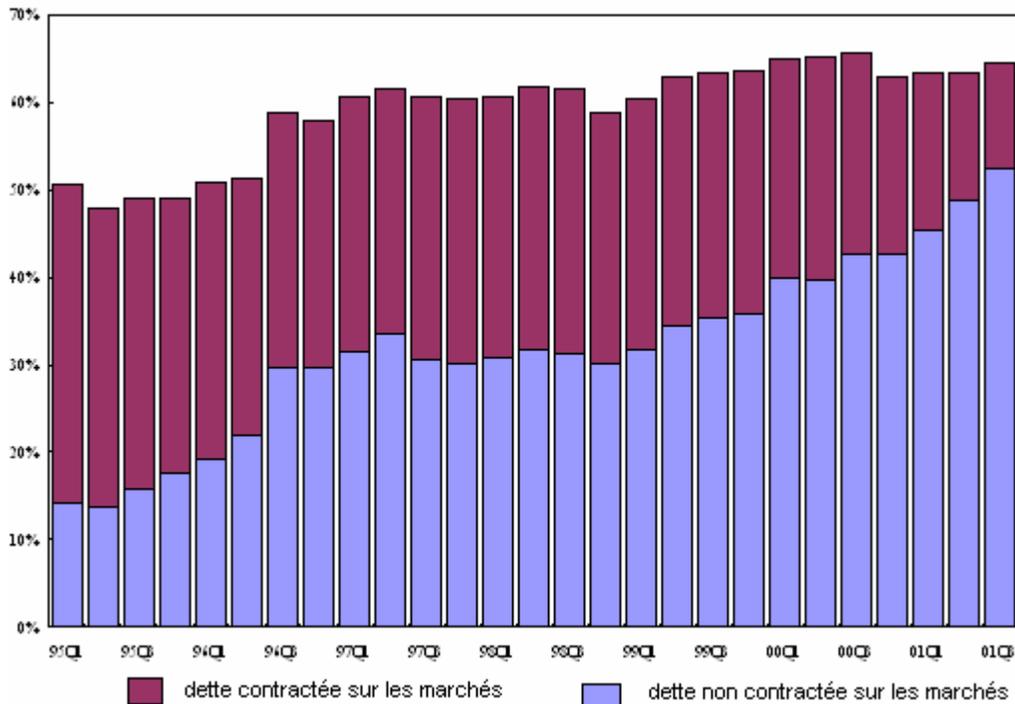
Graphique 5. Structure d'amortissement de la dette extérieure du gouvernement fédéral  
au 30 septembre 2001  
(En milliards de \$ EU)



Graphique 6. Structure d'amortissement de la dette extérieure des organismes publics  
au 30 septembre 2001  
(en milliards de \$ EU)



Graphique 7. Pourcentage de la dette publique extérieure



### Passifs conditionnels

714. Le gouvernement garantit également les titres de créance émis par les organismes publics. Tous les trois mois, il présente au Congrès un rapport contenant toutes les informations pertinentes sur la dette publique, dont l'encours de la dette du secteur public, les nouveaux financements et d'autres informations semblables.

### Systèmes d'information

715. Les gestionnaires de la dette publique disposent des moyens d'information requis pour analyser le profil de risque de la dette. Cette analyse est effectuée surtout en observant quotidiennement les divers indicateurs économiques et financiers et en soumettant les informations ainsi obtenues à de multiples scénarios d'évolution de marché fondés sur les taux d'intérêt et les taux de change en vigueur, puis en étudiant les résultats de chaque scénario et en déterminant la probabilité d'un scénario indésirable. Ce travail est complété par la préparation régulière de rapports et de bases de données.

716. Bien entendu, toute analyse dépend de la continuité et de la fiabilité des informations. D'où l'importance des divers systèmes d'information utilisés par le gouvernement. Le bureau de gestion de la dette utilise des services comme Bloomberg, Reuters et Infosel, et a accès à des bases de données, à des programmes d'établissement de la valeur et à des cotations en ligne des marchés tant locaux qu'extérieurs.

### C. Mise en place du marché des titres publics

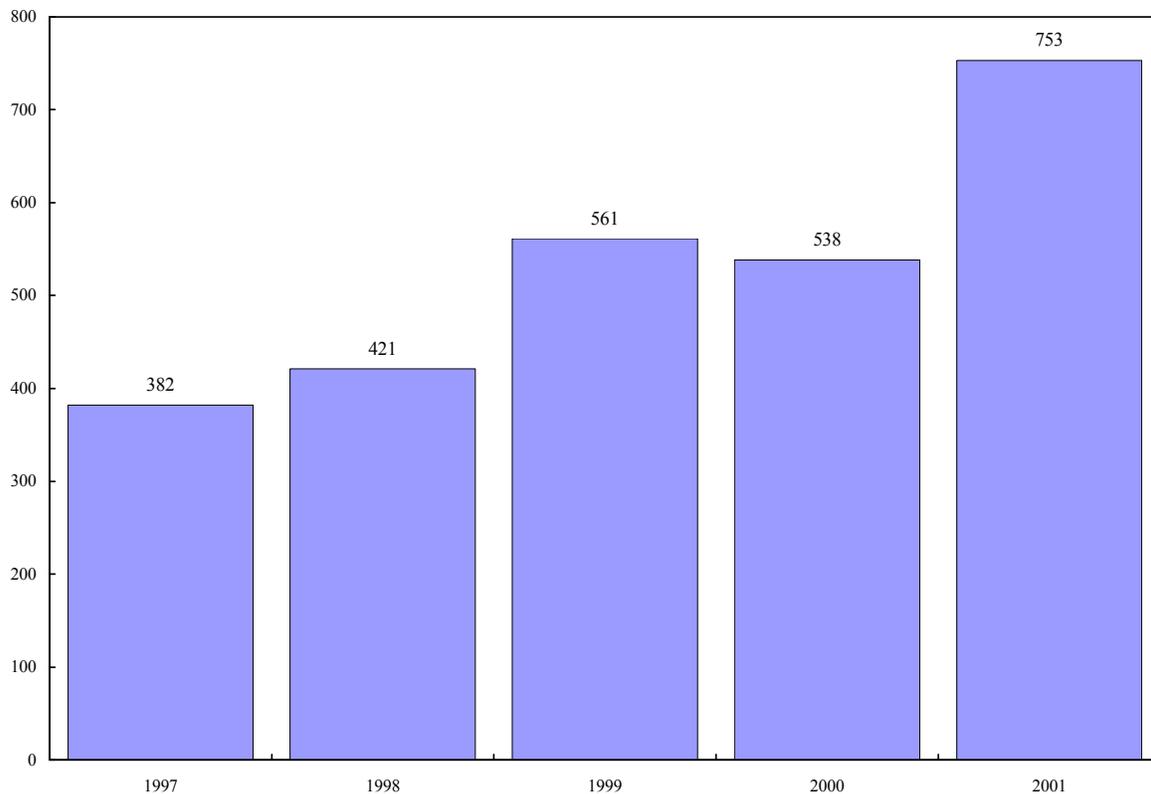
#### La dette intérieure

717. En plus d'avoir adopté la stratégie de développement du marché intérieur de titres mentionnée ci-dessus, les autorités centrales ont mis en œuvre des mesures destinées à favoriser la mise en place d'un marché secondaire efficace.

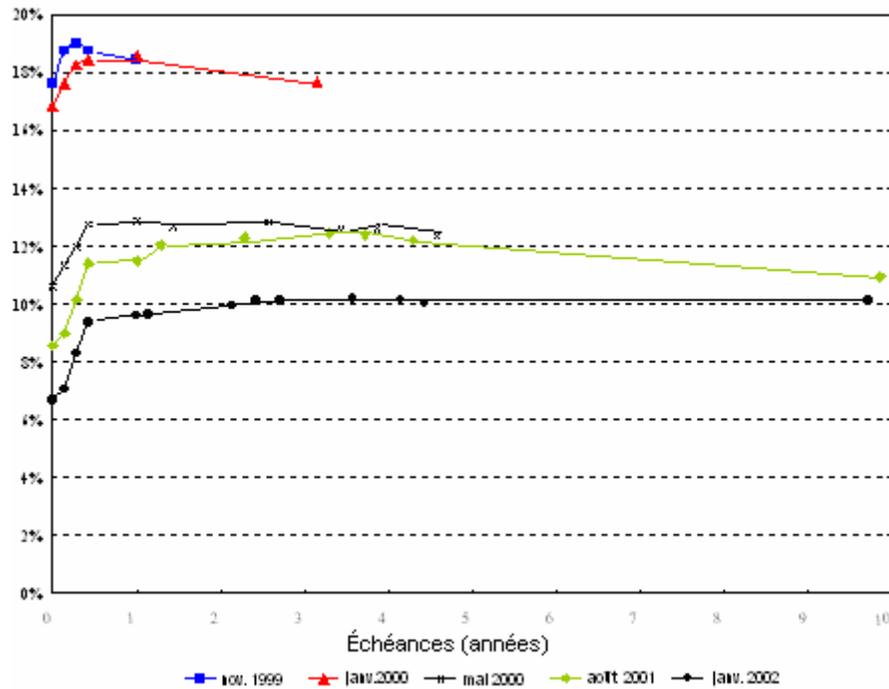
#### *Prolonger la courbe des rendements*

718. Comme l'indique le graphique 8, la durée moyenne de la dette a sensiblement augmenté ces dernières années. Pour développer davantage le marché des titres publics à long terme, la courbe des rendements a été allongée grâce à l'émission d'obligations à long terme. En janvier, en mai et en juillet 2001, des titres à taux fixe de 3 ans, 5 ans et 10 ans ont été émis (voir graphique 9). Cette stratégie sera maintenue afin de consolider la courbe des rendements et peut-être même de la prolonger davantage. Grâce à l'allongement de la courbe des rendements, le gouvernement a également ouvert la voie aux émetteurs du secteur privé et a facilité le développement d'un marché liquide d'instruments dérivés.

Graphique 8. Durée moyenne  
(en jours)



Graphique 9. Évolution de la courbe des taux d'intérêts



### *Le rôle des teneurs de marché (spécialistes en valeurs du Trésor)*

719. En octobre 2000, les teneurs de marché ont commencé à exercer leurs activités sur le marché pour accroître la liquidité, réduire les coûts de transaction et faciliter l'achat de titres publics par les acheteurs finals. Les cabinets de courtiers et les institutions financières peuvent être agréés comme teneurs de marchés selon leurs activités sur le marché primaire et le marché secondaire. Pour faire en sorte qu'ils continuent de jouer un rôle important dans le développement du marché intérieur, il y a aussi évaluation constante du développement du marché par rapport aux activités des teneurs de marché.

720. Voici les principales obligations des teneurs de marché :

- faire des offres dans le cadre d'adjudications primaires pour chaque catégorie de titres à taux fixe, chaque offre devant porter sur au moins 20 % du montant adjudgé;
- proposer continuellement aux courtiers autorisés des cours acheteurs/cours vendeurs pour les titres à taux fixe, chaque offre devant être d'une valeur d'au moins 20 millions de pesos et l'écart maximum entre cours acheteur et cours vendeur ne devant pas excéder 125 points de base (au plan du rendement);
- communiquer aux autorités tous les renseignements demandés pour chiffrer leurs activités.

En contrepartie de ces obligations, les teneurs de marché disposent des privilèges suivants :

- le droit d'acheter des titres après l'adjudication primaire. Cette option d'achat (dite « Green Shoe ») est assujettie aux modalités suivantes :
  - elle ne s'applique qu'aux titres à taux fixe offerts dans le cadre d'une adjudication primaire;
  - elle ne peut être exercée que par des teneurs de marché ayant offert un taux concurrentiel lors de l'adjudication primaire;
  - des titres supplémentaires sont offerts au taux pondéré moyen enregistré lors de l'adjudication primaire;
  - le montant maximum dont on peut se prévaloir au titre d'une option d'achat est égal à 20 % du montant adjugé.
- les teneurs de marché peuvent emprunter auprès de la banque centrale soit 2 % de l'encours de chaque émission de Cetes ou de Bonos, sous réserve que la valeur de cet emprunt soit inférieure à 4 % de l'encours des Cetes et des Bonos, soit encore 4 % de l'encours des Cetes et des Bonos, sous réserve que la valeur de l'emprunt soit inférieure à 2 % de l'encours de chaque émission de Cetes ou de Bonos.

721. Peu après l'entrée en fonction des teneurs de marché, la liquidité du marché secondaire s'est sensiblement accrue (voir graphique 10). D'où l'importante diminution des écarts entre cours acheteurs et cours vendeurs pour tous les titres à taux fixe. En moyenne, les écarts sont tombés de 36 points en janvier 2000 à 27 points en novembre 2001, ce qui a facilité la distribution des titres publics aux acheteurs finals et aux petits acheteurs.

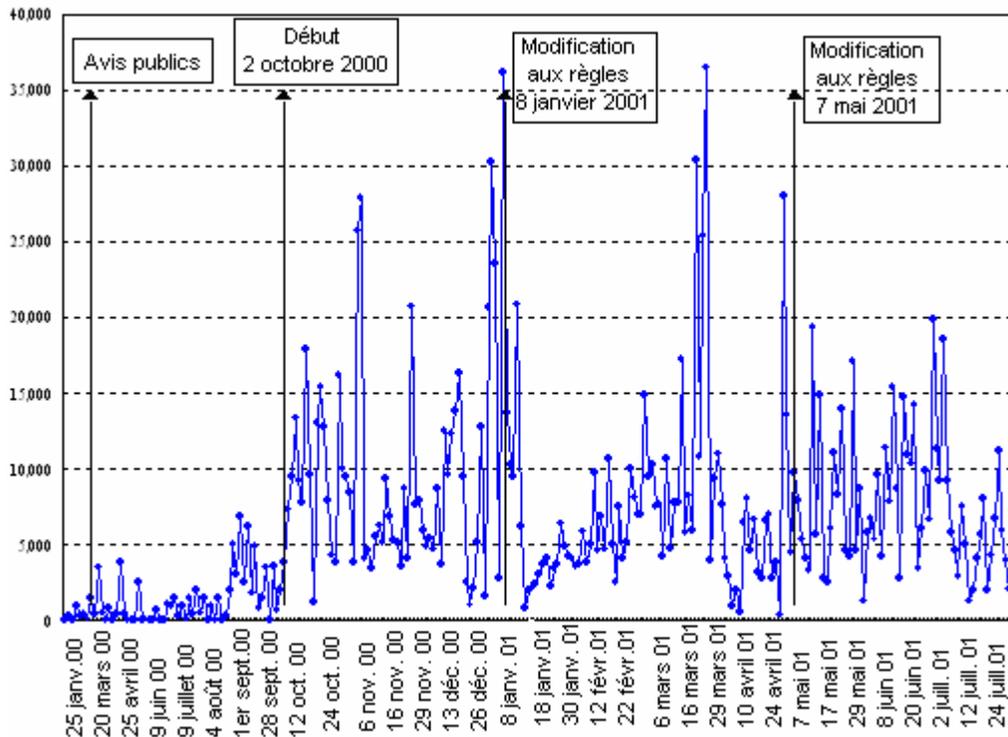
### ***Réouverture des émissions en cours pour accroître leur taille et leur liquidité***

722. Afin d'accroître la liquidité du marché secondaire des titres publics, le gouvernement procède à la réouverture d'émissions en cours. On a pu ainsi accroître l'encours de certaines émissions tout en réduisant leur nombre, ce qui a permis de concentrer la liquidité. L'encours moyen d'une émission de titres à long terme est actuellement de 17.000 millions de pesos alors qu'il était inférieur à 4.000 millions de pesos en 1999.

### ***Valeurs indexées sur l'inflation***

723. Le gouvernement émet actuellement, et à intervalle régulier, des titres de 10 ans indexés sur l'inflation. Étant donné la stabilité des prix courants, l'importance relative de cette catégorie d'instruments a diminué (voir graphique 2). Néanmoins, comme il y a une demande naturelle pour des titres indexés sur l'inflation émanant des caisses de retraite et des sociétés d'assurance, il est fort possible que le gouvernement continue d'intégrer ces titres à son programme d'émission.

Graphique 10. Volume des échanges de Bonos sur le marché secondaire  
(en millions de pesos)



### *Autres mesures*

724. Conformément à son objectif de renforcement des marchés de titres publics, le gouvernement a également adopté les mesures qui suivent :

- publication à chaque trimestre du calendrier des adjudications de titres publics;
- maintien de rapports constants avec les milieux financiers. Des rencontres ont lieu chaque mois avec les teneurs de marché pour discuter de l'évolution récente des marchés locaux et de la conjoncture économique. En outre, des réunions ou des conférences téléphoniques sont tenues régulièrement avec d'autres investisseurs institutionnels pour discuter des questions pertinentes et obtenir des réactions concernant le programme d'émission des titres publics.
- améliorer le fonctionnement du marché des pensions et la réglementation des prêts de titres. Des discussions sont en cours concernant les modifications que les milieux financiers souhaiteraient voir apporter au fonctionnement du marché des pensions. Certaines de ces modifications visent les documents habituels en vertu desquels ce marché s'autorégule (genre ISDA) mais qui ne s'appliquent pas aux mises en pension.

## **Dettes extérieures**

725. Le Mexique est toujours sensible aux exigences du marché lorsque les investisseurs s'intéressent à une nouvelle émission. Des efforts sont toujours déployés pour satisfaire autant que possible les investisseurs qui assument le risque de fournir du financement et qui, en dernier ressort, assurent le bon fonctionnement du marché secondaire. Cela permet au Mexique de mieux définir sa courbe de rendements et, par conséquent, de réduire ses coûts de financement. Une autre initiative prise par le gouvernement pour permettre la constitution de portefeuilles bien équilibrés consiste à émettre de nouvelles obligations dont l'encours est inférieur à ce que les investisseurs se sont dits prêts à souscrire. Ainsi, le gouvernement peut éviter que le marché ne soit surchargé par la nouvelle émission, ce qui risquerait de porter préjudice à la performance du marché secondaire. Les informations en matière de demande et d'offre que fournissent les banques d'affaires sont essentielles pour déterminer la taille d'une nouvelle émission et le moment où il convient de l'effectuer. Le gouvernement s'emploie aussi à améliorer la composition de la dette en rachetant ou en remplaçant les obligations qui ont des effets de distorsion sur la courbe. Cela permet au gouvernement de réaliser des économies tout en satisfaisant les investisseurs.

726. Lorsqu'il est appelé à déterminer la solution la plus appropriée pour emprunter sur les marchés internationaux, le gouvernement doit tenir compte des besoins du secteur privé. Il le fait en essayant de choisir une échéance susceptible de combler un écart dans la courbe des rendements sur le marché international et, autant que possible, d'établir des points de repère — sous la forme d'émission de référence — pour les participants du secteur privé. Une fois que la courbe de rendements des titres publics est bien définie, il est plus facile de fixer le prix d'une nouvelle émission d'obligations pour les sociétés mexicaines. La composante risque souverain étant fixée et connue, les sociétés n'ont plus qu'à évaluer leur propre risque, qui est surtout un risque de crédit. On peut ainsi fixer avec plus d'exactitude le prix des obligations des sociétés.

727. Pour se financer à l'étranger, le gouvernement a recours à trois marchés différents, chacun ayant ses propres avantages : le marché du dollar, celui de l'euro et celui du yen (graphique 11).

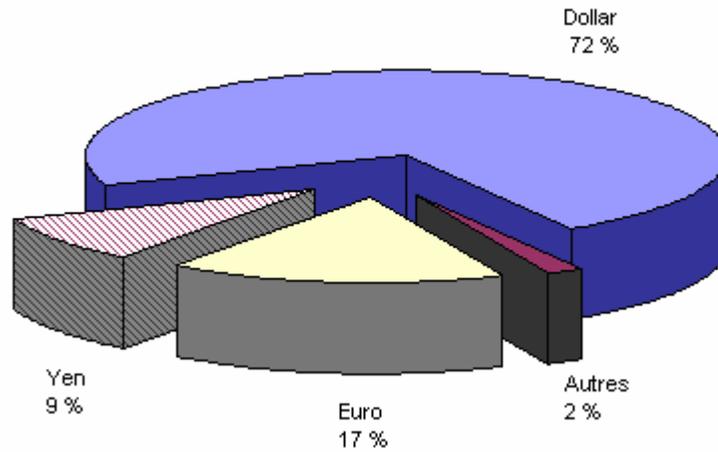
728. En raison de l'ampleur des entrées de dollars au Mexique, liées au commerce avec les États-Unis, et aussi parce qu'une partie des recettes budgétaires est reliée au cours du dollar, le marché étranger le plus important pour les émissions de titres gouvernementaux est le marché du dollar. La courbe des rendements des titres de créance dans ce marché est plus complexe que dans tout autre marché étranger puisqu'elle comporte des échéances atteignant jusqu'à 30 ans et des références très liquides (voir graphique 12).

729. Le fait d'avoir une courbe de rendements bien définie sur le marché du dollar permet au gouvernement de répartir ses placements de titres de créance dans le temps lorsqu'il souhaite refinancer une partie de sa dette ou procéder à une nouvelle émission. Cela permet en outre au secteur privé de se financer à l'étranger en établissant des points de référence par

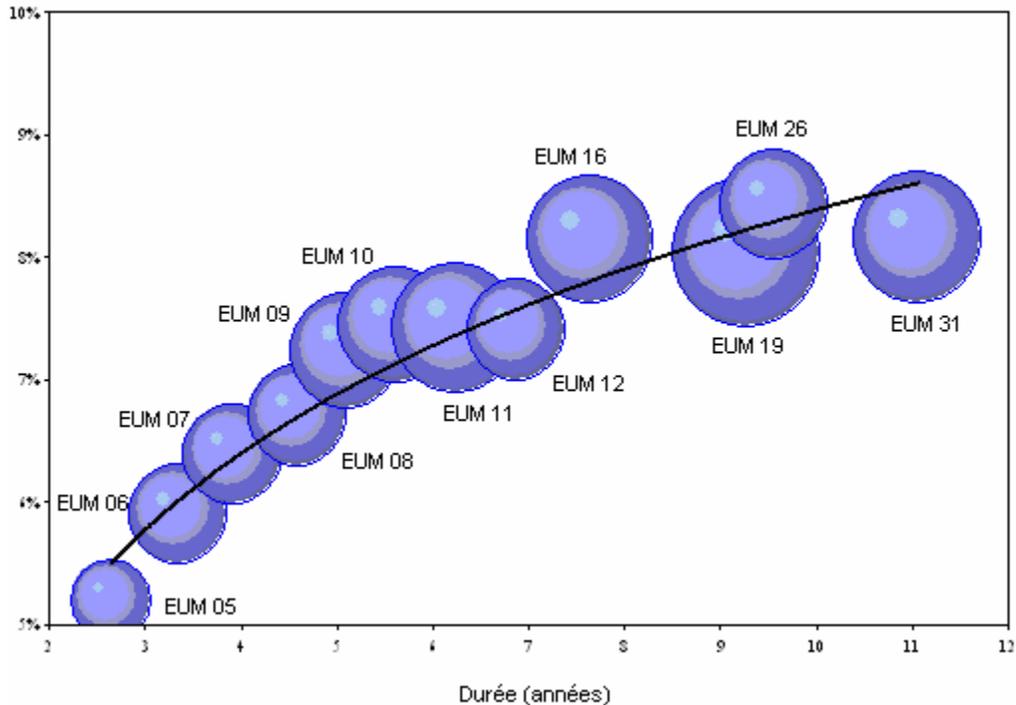
rapport auxquels les entreprises peuvent se situer et de mesurer plus facilement leur risque de crédit. Le gouvernement a réussi à établir une courbe de rendements qui a donné au marché des informations et peut donc fixer avec exactitude le prix de ses titres de créance négociables pour quelque échéance que ce soit. Bien que le gouvernement ait remporté des succès importants à ce titre sur le marché du dollar, il projette de continuer de le faire tout en fournissant les mêmes informations aux autres marchés, comme celui de l'euro.

Graphique 11. Émission de titres de créance des États-Unis du Mexique à l'étranger, 1996-2002

(au 14 janvier 2002)



Graphique 12. Courbe des rendements en dollars des États-Unis du Mexique  
(au 13 février 2002)



730. Même si la taille du marché de l'euro et celle du marché du yen sont proportionnellement moins importantes que celle du marché du dollar, on y trouve parfois des possibilités d'arbitrage en termes de marge par rapport aux bons du Trésor américain une fois que les euros et les yens sont troqués contre des dollars, ce qui permet des opérations de financement à des coûts inférieurs à ceux du marché du dollar.

### Information

731. Le Mexique accorde beaucoup d'importance à la diffusion d'informations exactes aux milieux financiers, que ceux-ci soient mexicains ou étrangers. C'est pourquoi, des cadres supérieurs du gouvernement entreprennent régulièrement des « tournées d'information » dans les grandes capitales financières et y présentent les données les plus récentes concernant l'évolution de la conjoncture économique et les projections économiques à court terme. Lors de ces tournées, le gouvernement diffuse également des informations sur toute nouvelle politique qu'il a adoptée.

732. Lorsque le gouvernement envisage de procéder à une nouvelle émission sur les marchés internationaux, il transmet aux médias un bulletin exposant les principales données afférentes à l'émission et des observations démontrant jusqu'à quel point l'émission cadre avec sa politique économique et sa politique de la dette.

733. Le gouvernement diffuse également sur son site Internet ([www.shcp.gob.mx](http://www.shcp.gob.mx)) des informations susceptibles d'intéresser les investisseurs. Ces informations comprennent des rapports trimestriels où figurent des statistiques sur la dette, des tableaux, etc. Depuis 2001, le gouvernement publie également des rapports mensuels sur la dette. Bien que les rapports mensuels contiennent des informations moins détaillées, ils sont souvent utiles pour assurer le suivi de la dette et des finances publiques.

### **Le traitement fiscal des titres publics**

734. Le traitement fiscal des détenteurs d'obligations émises par le gouvernement est également attrayant pour les investisseurs. En effet, il n'y a aucune retenue à la source sur les paiements de principal ou d'intérêt lorsque les détenteurs ne résident pas au Mexique ou qu'ils y sont établis à titre temporaire.

## **X. ROYAUME DU MAROC<sup>53</sup>**

735. En guise d'introduction à la description du mode de gestion de la dette publique au Maroc, il nous semble utile de présenter quelques statistiques agrégées illustrant l'évolution du poids de la dette publique marocaine et des charges connexes.

736. À la fin de 2000, la dette publique extérieure (dette directe et garantie) du Maroc s'élevait à 16 milliards de dollars EU, soit 48 % du PIB ou 121 % des recettes courantes de la balance des paiements. La dette publique extérieure est composée à 70 % de créances directes et à 30 % de créances garanties. En 2000, les charges liées à la dette publique extérieure se sont élevées à plus de 2,5 milliards de dollars EU, soit 19 % des recettes courantes de la balance des paiements.

737. À la fin de 2000, la dette directe du Trésor (intérieure et extérieure) s'élevait à 25,2 milliards de dollars EU, soit 76 % du PIB, la dette intérieure représentant 14,1 milliards de dollars EU de cette somme, soit 42 % du PIB.

738. Il en a coûté 3,7 milliards de dollars EU pour assurer le service de la dette directe du Trésor, dont 2 milliards de dollars EU pour la dette intérieure et 1,7 milliard de dollars EU pour la dette extérieure. Les charges d'intérêts (1,7 milliard de dollars EU) ont absorbé 22 % des recettes budgétaires courantes.

739. De 1983 à 1992, les autorités marocaines ont obtenu six accords avec le Club de Paris et trois avec le Club de Londres, portant sur le rééchelonnement de 12,7 milliards de dollars EU (6,9 milliards de dollars EU avec le Club de Paris et 5,8 milliards de dollars EU avec le Club de Londres). Le Maroc a mis fin au cycle de rééchelonnement de sa dette en 1993.

### **A. Cadre de gestion de la dette publique**

#### **Objectifs de la gestion de la dette publique**

740. Au fil des ans, les objectifs poursuivis par le Maroc en matière de gestion de la dette publique ont été fixés en tenant compte de l'évolution de la situation économique et financière du pays et des contraintes auxquelles celui-ci était confronté. Par conséquent, jusqu'au début des années 1980, on a surtout cherché à réunir les fonds nécessaires au financement de l'ambitieux programme d'investissements de l'administration centrale. Dans ce contexte, et pour contrebalancer l'insuffisance de l'épargne intérieure, les autorités ont fait

---

<sup>53</sup> Cette étude de cas a été préparée par Lahbib El Idrissi Lalami et Ahmed Zoubaine de la Direction du Trésor et des finances extérieures du Ministère de l'économie, des finances, de la privatisation et du tourisme du Maroc.

largement appel aux marchés financiers internationaux où ils trouvaient en abondance des capitaux à des taux d'intérêt avantageux.

741. Lorsque la crise de l'endettement a éclaté au début des années 1980, les objectifs de gestion de la dette se sont modifiés considérablement. Les autorités ont alors cherché surtout à atténuer les pressions exercées sur la balance des paiements et sur le budget en rééchelonnant les charges de la dette publique, en mobilisant du financement concessionnel et en comblant les besoins du Trésor au moyen des ressources intérieures.

742. À partir de 1993, suite au rétablissement de la viabilité macroéconomique du Maroc, les autorités ont commencé à appliquer une démarche plus dynamique de gestion de la dette. Voici quels sont les objectifs poursuivis :

- financer les besoins du Trésor par une gestion optimale des coûts et des risques grâce à un arbitrage judicieux entre les ressources intérieures et extérieures;
- réduire le poids de la dette publique et de ses coûts pour les ramener à un niveau viable.

### **Le cadre juridique de la gestion de la dette**

743. Les opérations liées à la dette publique, soit les emprunts (émission de titres de créance intérieurs et accords de prêts extérieurs) et les dépenses (remboursement du principal et paiement des intérêts et des commissions) sont, comme toutes les recettes et dépenses publiques, assujetties au principe de l'autorisation préalable, intégré tous les ans dans la loi de finances.

744. La loi de finances adoptée tous les ans par le Parlement comprend donc des dispositions précises autorisant le gouvernement à emprunter de l'argent à l'extérieur du pays, moyennant le respect d'un plafond global fixe, et à l'intérieur afin de couvrir le déficit du Trésor et de combler ses besoins en liquidités. Le Parlement approuve aussi les crédits budgétaires nécessaires pour honorer les engagements de l'État afférents au remboursement du principal de la dette à moyen et à long terme, et au paiement des intérêts sur l'ensemble de la dette.

745. Côté recettes, l'autorisation d'emprunter émane de deux décrets accompagnant la loi de finances. En vertu du premier décret, le Premier Ministre délègue au Ministre de l'économie et des finances ou à son représentant autorisé le pouvoir de structurer les emprunts extérieurs et de donner la garantie de l'État, et en vertu du deuxième décret, il lui délègue le pouvoir d'émettre les titres de créance intérieurs.

746. Côté dépenses, le Ministre des finances, qui est le fondé de pouvoir de l'État en ce qui concerne le règlement du service de la dette intérieure et étrangère, délègue ses pouvoirs d'effectuer les versements prévus aux dirigeants des unités opérationnelles compétentes.

## **Le cadre institutionnel de la gestion de la dette**

747. La responsabilité de la gestion de la dette publique incombe à la Direction du Trésor et des finances extérieures du ministère de l'économie et des finances. Cette direction assume notamment les fonctions suivantes :

- répondre aux besoins de financement du Trésor par la mobilisation des ressources intérieures et extérieures requises;
- procéder aux emprunts nécessaires pour assurer le service de la dette;
- gérer de manière dynamique la dette existante;
- proposer des textes législatifs et réglementaires et concevoir des réformes ayant pour objet le financement du Trésor et le fonctionnement du marché financier en général.

748. Sur le plan extérieur, la Direction du Trésor et des finances extérieures établit la stratégie de financement et coordonne les négociations et la mobilisation des ressources requises. Il appartient donc à la Direction de négocier les protocoles financiers, de mobiliser les emprunts nécessaires au maintien de la balance des paiements et les prêts à l'ajustement structurel, et de traiter les questions liées à la rétrocession des sommes empruntées et à la fourniture de garanties pour les prêts contractés à l'étranger. Elle centralise également les données relatives à la dette extérieure publique et privée.

749. Sur le plan intérieur, les tâches de cette direction sont les suivantes :

- lancer les émissions de titres de créance intérieurs en supervisant les opérations d'émission des bons du Trésor, en établissant le montant des emprunts, et en fixant les conditions des titres de créance et les modalités de remboursement;
- surveiller l'encours de la dette et payer les frais y afférents;
- assurer le traitement des dossiers des garanties accordées par l'administration centrale;
- superviser le programme de modernisation et de réforme du secteur des services financiers et proposer des textes législatifs et réglementaires pertinents.

750. Le rôle de Bank Al-Maghrib (BAM) — la banque centrale du Maroc — qui est l'agent financier du gouvernement, est le suivant :

- percevoir les tirages en monnaie étrangère liés aux emprunts à l'étranger et superviser l'adjudication des instruments du Trésor (dette intérieure), en créditant le compte courant du Trésor de l'équivalent en dirhams des tirages extérieurs et des montants souscrits sur le marché des adjudications;
- procéder aux règlements sur la base des ordres de paiement reçus de la Direction du Trésor et des finances extérieures afin d'assurer le service de la dette en monnaie étrangère aux créanciers étrangers, et en dirhams aux souscripteurs locaux, en débitant le compte courant du Trésor des sommes pertinentes.

751. Finalement, un dépositaire central, appelé Maroclear, a été créé après la dématérialisation des titres de créance (y compris les instruments du Trésor). Il appartient à Maroclear d'assurer la garde des instruments du Trésor et de superviser les opérations de règlement et de livraison liées à l'achat et à la vente des bons du Trésor sur le marché secondaire.

### **Le cadre organisationnel de la gestion de la dette**

752. La responsabilité de la gestion de la dette incombe à la Direction du Trésor et des finances extérieures, principalement par l'entremise de trois de ses divisions.

- *La Division des opérations du Trésor* s'occupe plus particulièrement des tâches suivantes : i) préparer les projections budgétaires, surveiller l'équilibre des finances publiques et établir les besoins de financement du Trésor; ii) mobiliser les ressources intérieures nécessaires pour couvrir les besoins de financement en procédant à l'adjudication des instruments du Trésor; iii) proposer des réformes et des mesures de nature à stimuler les marchés; et iv) assurer le traitement et la surveillance de la rétrocession des fonds empruntés à l'étranger.
- *La Division de la gestion de la dette extérieure (DGDE)* assume les responsabilités suivantes : i) couvrir la dette publique extérieure et assurer le service de la dette de l'administration centrale; ii) préparer les statistiques de la dette publique et les analyses sur celles-ci sur une base sectorielle et sous forme agrégée (par pays, par secteur, par monnaie, etc.); iii) analyser la dette et les conditions financières des prêts et formuler des propositions visant à réduire la charge du service de la dette et l'endettement; et iv) mettre en œuvre des activités d'allègement de la dette comme le refinancement des créances les plus onéreuses et la renégociation des taux d'intérêt.
- *La Division de la restructuration de la dette et du marché financier international* assume plusieurs responsabilités : i) mise en œuvre d'opérations d'allègement et de restructuration de la dette comme la conversion de la dette en investissements publics et privés; ii) préparation du retour du Maroc sur les marchés financiers internationaux et des opérations d'émission de titres de créance sur ces marchés; et iii) exécution des opérations d'échange portant sur la dette courante.

753. La Direction du Trésor et des finances extérieures comprend également une division à qui il incombe de mobiliser et de coordonner le financement extérieur conventionnel, une autre à qui il incombe de réglementer les banques et d'effectuer la recherche monétaire et une division de la balance des paiements à qui il incombe, entre autres choses, de réglementer les opérations financières et commerciales extérieures.

754. Sur le plan des ressources humaines, les unités chargées d'assurer la gestion de la dette ont une équipe de 30 professionnels hautement qualifiés dans les domaines de l'économie, des finances, du droit, de l'informatique et des statistiques, entre autres. Au fil des ans, ces professionnels ont acquis un savoir-faire précieux dans les opérations de gestion de la dette et ont reçu une formation continue ciblée tant en interne (journées d'études,

ateliers et séminaires de formation) qu'à l'extérieur (formation et cours organisés par des banques et des institutions internationales).

### **Coordination de la politique budgétaire et monétaire**

755. La coordination entre la politique de gestion de la dette d'une part, et la politique budgétaire du gouvernement et la politique monétaire de la banque centrale d'autre part, ne pose aucun problème particulier.

756. La Direction du Trésor et des finances extérieures, qui assume la responsabilité de la gestion de la dette, participe activement à l'élaboration des orientations de la loi de finances, particulièrement celles ayant trait au déficit budgétaire et aux ressources à mobiliser pour le couvrir, à l'exécution du budget et au redressement rendu nécessaire par un dépassement éventuel. La Direction prépare également les projections de trésorerie pendant l'exécution du budget, et elle définit et met en oeuvre les mécanismes de financement.

757. Sur le plan de la politique monétaire, la coordination avec la banque centrale relève d'un conseil conjoint de supervision à qui il incombe, entre autres, de définir les objectifs de la politique monétaire et en matière d'inflation, de surveiller la poursuite de ces objectifs et de proposer des réformes et des mesures afin qu'ils se matérialisent. Les directives et les mesures à appliquer sont soumises aux participants à l'occasion des réunions du Conseil national de la monnaie et de l'épargne, qui ont lieu dans les locaux de la banque centrale et qui sont présidées conjointement par le ministre de l'Économie et des Finances et le gouverneur de Bank Al-Maghrib.

758. En outre, en tant que principal emprunteur sur le marché intérieur, le Trésor contribue à la stabilité du marché monétaire, surtout par sa présence constante sur le marché des adjudications et par l'annonce de ses besoins de financement afin de maximiser la visibilité de ce marché. Ces mesures prennent une importance croissante, car la courbe des taux d'intérêt des obligations du gouvernement est devenue une référence sur le marché financier marocain en général, et plus particulièrement en ce qui concerne le rendement des instruments d'épargne et des instruments financiers.

### **Transparence et communication**

759. Au cours de la conférence de presse annuelle sur la politique de financement qui suit immédiatement l'adoption de la loi de finances, le Ministre de l'économie et des finances procède à une évaluation de la dette nationale en présentant les résultats et statistiques clés sur les dettes contractées au cours de l'année écoulée, annonce les objectifs de couverture des besoins de financement du Trésor pour l'exercice financier en cours et décrit les mesures qui seront prises pour y arriver.

760. Certaines statistiques sur la dette publique, notamment sur les tirages, l'amortissement et les soldes impayés, sont publiées sur Internet

([www.mfie.gov.ma/dtfe/tbstat.htm](http://www.mfie.gov.ma/dtfe/tbstat.htm)) dans une note de conjoncture (exposé économique) produite mensuellement par la Direction du Trésor et des finances extérieures.

761. Les autorités marocaines publient également tous les ans un rapport faisant état des données relatives à la dette publique extérieure à l'intention de la Banque mondiale (formulaires de déclaration I et II) pour publication sous la forme de déclaration sommaire. Les autorités prévoient aussi d'adhérer à la norme spéciale de diffusion des données du FMI.

762. En outre, la Direction du Trésor et des finances extérieures convie de temps à autre à des réunions différents participants au marché intérieur et plus particulièrement, des représentants de la banque centrale et d'autres agents économiques (spécialistes en valeurs du Trésor, OPCVM (fonds communs de placement), courtiers en valeurs mobilières, etc.) afin d'améliorer les communications et d'accroître la transparence en matière d'endettement. Ces réunions portent surtout sur les facteurs macroéconomiques fondamentaux, les développements survenus sur le marché financier (comme la liquidité du marché et la courbe des taux d'intérêt) et les projets de réforme.

763. Tout en poursuivant les objectifs retenus, la Direction du Trésor et des finances extérieures publie mensuellement les sommes qu'elle devra mobiliser sur le marché aux adjudications et le résultat de ses souscriptions en termes de volume, de taux d'intérêt et d'échéances.

### **Collecte de données sur la dette**

764. La Direction du Trésor et des finances extérieures assume la responsabilité de collecter et de centraliser les données sur la dette publique. La Direction complète ses données au moyen de l'information suivante dont elle se sert régulièrement comme points de référence :

- données émanant des différentes directions du ministère de l'économie et des finances et plus particulièrement, de la Direction du budget, de la Caisse centrale de garantie et de l'Office des changes;
- avis de crédit et de débit de la banque centrale liés aux tirages et aux remboursements de la dette publique;
- données sur les emprunts extérieurs des entreprises publiques garantis par l'État;
- données des créanciers.

765. La collecte de données sur la dette de l'État ne pose aucun problème particulier, car il existe des canaux bien établis de diffusion systématique des données, et les mécanismes d'endettement extérieur (engagement, décaissement et remboursement) et intérieur (souscription et remboursement) sont centralisés au ministère de l'économie et des finances.

766. En ce qui concerne la dette extérieure garantie par l'administration centrale, les problèmes de collecte de données ont été résolus par la consignation de l'information en

amont, soit dès l'émission des garanties, et la diffusion d'une circulaire du ministère de l'économie et des finances exigeant des entreprises publiques qu'elles enregistrent les accords de financement extérieur qu'elles ont conclu auprès de la Division de la gestion de la dette extérieure et qu'elles produisent et remettent à cette division des rapports mensuels ou trimestriels faisant état de toute l'information pertinente sur leur dette extérieure au moyen des formulaires de déclaration standard fournis à cette fin.

767. En ce qui concerne la dette intérieure garantie, la collecte des données ne pose pas non plus de problèmes, car les garanties sont accordées en vertu d'un décret du Premier Ministre faisant suite à une décision du ministre de l'économie et des finances établissant le montant maximal de chaque émission. En outre, jusqu'à maintenant, les opérations de garantie n'ont été le fait que de quelques institutions publiques et les instruments émis ont été souscrits par des organismes publics et des compagnies d'assurance.

768. Les statistiques sur la dette privée sont centralisées par l'Office des changes qui s'appuie pour ce faire sur l'information collectée par les banques. Celles-ci sont en effet tenues d'exiger de leurs clients qu'ils remplissent un formulaire pour chaque opération d'emprunt à l'étranger et pour tous les mouvements de compte connexes. Une campagne de sensibilisation a été lancée à ce sujet au sein du système bancaire et les grandes entreprises ont été avisées qu'elles devaient déclarer ce genre d'information directement à l'Office des changes.

### **Informatisation de la gestion de la dette**

769. Le Maroc a mis en service vers le milieu de 1993 un système de gestion de la dette conçu par une société locale spécialisée dans la gestion de la dette publique extérieure (administration centrale et sociétés d'État). L'utilisation de ce système a été plus tard étendue à la gestion de la dette intérieure et à la rétrocession des prêts. Ce système, une application dérivée du système de gestion de bases de données relationnelles Informix, s'appuie sur une plate-forme d'exploitation Unix multitâches à utilisateurs multiples. Un générateur de programmes facilite la maintenance et le développement de ce système, deux tâches qui incombent au groupe de l'informatique de la Direction du Trésor et des finances extérieures.

770. En 1997, un expert de la Conférence des Nations Unies sur le commerce et le développement (CNUCED) a procédé à une vérification du système et l'a jugé satisfaisant sur le plan de la conception, du fonctionnement et des fonctionnalités. En fait, le système répond aux exigences de la gestion actuelle, y compris l'établissement d'une base de données complète sur les titres de créance, le calcul et la production des échéanciers de remboursement, l'émission des ordres de paiement et la couverture des paiements. Il peut également servir à la production de l'ensemble des statistiques nécessaires à la gestion, à l'analyse et à la préparation des rapports servant d'outils d'aide à la décision.

771. Ce système a récemment fait l'objet d'une mise à niveau qui lui permet :

- d'intégrer les nouvelles opérations actives de gestion de la dette mises en œuvre comme la conversion des dettes en investissements, les remboursements par anticipation et les extinctions;
- de s'adapter au passage à l'euro tout en maintenant l'ensemble des transactions antérieures dans la devise originale;
- d'enregistrer des transactions d'échange, et particulièrement les échanges de taux d'intérêt et de monnaies programmés dans le cadre de la gestion des risques.

772. Sur le plan des statistiques, le système produit des rapports standard sur les créances théoriques (celles fondées sur les conditions et les calendriers initiaux), effectives ou prévues ainsi que sur les soldes impayés, le service de la dette (principal, intérêts et commissions) et les tirages ventilés par prêteur, par emprunteur, par monnaie, par taux d'intérêt, etc. Le système peut également servir à produire les formulaires de déclaration I et II de la Banque mondiale et des rapports sur les charges afférentes aux créances qui doivent être intégrées à la loi de finances.

## **B. Stratégie de gestion de la dette**

773. Après une décennie d'ajustements structurels et de rééchelonnements de la dette extérieure, les autorités marocaines ont réduit la vulnérabilité de leur pays par une amélioration notable de l'équilibre économique et financier et ont mis fin au cycle de rééchelonnements de la dette du Maroc en 1993.

774. La dette extérieure demeure toutefois lourde et le solde des transactions liées à la dette publique extérieure (amortissement plus les intérêts et moins les tirages) au cours de la période de 1993 à 1997 a été à la source de transferts extérieurs nets significatifs de plus de 1,5 milliard de dollars EU par année. Ces transferts devaient augmenter sensiblement au début de la période de remboursement du capital de la dette rééchelonnée à partir de 1999 dans le cas du Club de Londres et du cinquième rééchelonnement du Club de Paris, et à partir de 2001 dans le cas du sixième rééchelonnement du Club de Paris.

775. Compte tenu de cette tendance d'évolution de sa dette et grâce à l'amélioration de la conjoncture macroéconomique, le Maroc a procédé à la mise en œuvre d'une stratégie de gestion active de sa dette comportant trois grandes orientations décrites dans les paragraphes ci-dessous.

### **Traitement de la dette extérieure du Trésor**

776. Depuis 1996, le traitement de la dette extérieure du Trésor porte sur un stock de titres de créance de plus de 2 milliards de dollars EU (20 % de la dette extérieure du Trésor). Le traitement de cette dette s'effectue au moyen des deux mécanismes suivants :

#### ***Conversion des dettes en investissements***

777. Ce mécanisme est appliqué de la manière établie pendant les délibérations du Club de Paris. Les deux derniers rééchelonnements (le cinquième et le sixième) convenus avec le Club de Paris prévoyaient en fait que les prêteurs pouvaient vendre ou échanger — dans le cadre d'un échange de créances contre des investissements écologiques, contre des programmes d'aide, contre des prises de participation ou d'autres échanges en monnaie locale — les prêts rééchelonnés impayés et admissibles au rééchelonnement, moyennant un plafond de 100 % dans le cas de la dette publique et de 10 % ou de 10 millions de dollars EU pour les créances commerciales. Ce plafond a été porté à 20 % en 1997, puis à 30 % ou 40 millions de dollars EU en 1999.

778. Pour mettre en œuvre ces dispositions, il a fallu répertorier i) les créances rééchelonnées éventuellement admissibles à des opérations de conversion et les classer par pays prêteur et ii) les mesures à mettre en œuvre pour convaincre les pays prêteurs des avantages du mécanisme de conversion des créances pour toutes les parties en cause.

779. Deux catégories de conversions ont été mises en œuvre dans ce contexte :

- Conversion des créances en investissements publics. Le créancier annule un montant convenu de la dette rééchelonnée et le Maroc engage une somme équivalente dans des projets d'investissements publics.
- Conversion des créances en investissements privés. Après conclusion d'un accord de conversion des créances, l'investisseur étranger présente son projet aux autorités marocaines pour approbation. Cette approbation fixe le prix auquel une partie donnée des créances peut être remboursée. L'investisseur « achète » ladite partie de la dette au pays créancier, mais à un prix inférieur à sa valeur nominale. Il transfère ensuite cette dette réduite au Maroc et reçoit le prix convenu après s'être engagé à mener à terme le projet d'investissement.

### ***Traitement des créances onéreuses***

780. Ce mode de traitement consiste à payer par anticipation les créances onéreuses en utilisant des ressources intérieures ou extérieures obtenues à des conditions plus favorables ou en renégociant les taux d'intérêt sur les prêts onéreux afin de les rendre davantage conformes aux taux prévalant sur les marchés financiers.

La mise en œuvre de ce mécanisme exige l'accomplissement des tâches préliminaires suivantes :

- utilisation de la base de données sur la dette et utilisation de techniques actuarielles pour établir le potentiel des créances onéreuses et répertorier les prêts onéreux;
- analyse des clauses des accords de prêt afin d'établir les conditions de remboursement par anticipation, de refinancement ou de révision des taux d'intérêt;
- définition et sélection des ressources de refinancement qui peuvent être mobilisées à des conditions financières pertinentes;

- établissement de la valeur actuelle du gain — service de la dette qui sera économisé — et réduction des charges d'intérêt annuelles rendue possible par l'opération.

781. Dans le cas des opérations portant sur des créances garanties par des institutions publiques, l'initiative peut venir de la Direction du Trésor et des finances extérieures ou de l'institution débitrice. Dans les deux cas, en consultation avec les autres directions du ministère de l'économie et des finances, la Direction émet une opinion sur l'opération de remboursement par anticipation envisagée en s'appuyant sur une évaluation de la situation financière de l'institution et sur les répercussions budgétaires éventuelles de cette opération.

### **Politique de mobilisation du financement**

782. Comme le rééchelonnement de la dette marocaine est terminé, le financement intérieur joue un rôle substantiel dans la couverture du déficit budgétaire et des transferts nets négatifs associés aux emprunts extérieurs, ce qui, malgré le caractère limité du déficit budgétaire, a entraîné une augmentation de l'encours de la dette intérieure. Celui-ci est ainsi passé de 8,8 milliards de dollars EU (31 % du PIB) à la fin de 1993 à 12,5 milliards de dollars EU (35 % du PIB) à la fin de 1996, puis à 14,1 milliards de dollars EU (soit 42 % du PIB) à la fin de 2000.

783. Cette politique, qui s'explique par la prudence des autorités face au financement extérieur, a été facilitée par la disponibilité de ressources intérieures à des taux favorables et par le souci des autorités de mettre sur pied un marché intérieur moderne et efficace, capable de répondre aux besoins de tous les agents économiques ainsi que par la réforme globale du marché financier intérieur entreprise en 1993.

784. En ce qui concerne le financement extérieur, on a établi une démarche très sélective qui se caractérise par les points suivants :

- sélection des nouveaux engagements en fonction du degré de concessionnalité;
- amélioration du processus de sélection des projets d'investissements pour obtenir du financement de sources bilatérales ou d'institutions financières multilatérales;
- amélioration du rendement dans l'exécution des projets financés.

785. Une démarche visant à permettre au Maroc de reprendre pied sur les marchés financiers internationaux a aussi été entreprise. Dans un premier temps, Standard and Poors et Moody's lui ont accordé une notation internationale, ce qui permet aux investisseurs de mieux évaluer le risque représenté par le Maroc. Cette démarche comprend aussi l'acquisition de connaissances sur les instruments de gestion des risques et de compétences techniques permettant d'assurer une surveillance constante de l'exposition de la dette marocaine aux risques du marché ainsi que le recours à des opérations d'échange appropriées, le cas échéant.

## **Cadre de gestion des risques**

786. La mise en œuvre d'un cadre de gestion des risques, entreprise en 1996, tient compte surtout de trois ensembles de facteurs, décrits dans les paragraphes qui suivent.

### ***Cadre institutionnel***

787. Une étude du contexte juridique révèle que les lois marocaines ne contiennent aucune disposition interdisant la gestion dynamique de la dette et que le gouvernement est habilité, en vertu des lois actuelles, à recourir aux instruments de couverture uniquement pour stabiliser ou réduire le coût du service de la dette.

788. Par conséquent, depuis 1998, un décret du Premier Ministre est annexé au texte accompagnant la loi de finances Ce décret délègue au ministre de l'économie et des finances, ou à son représentant autorisé, le pouvoir de contracter des emprunts à l'étranger afin de rembourser par anticipation des créances onéreuses et de procéder à des échanges de devises et de taux d'intérêt pour stabiliser le service de la dette.

789. En outre, conformément à une stipulation permanente de la loi de finances, un compte spécial du Trésor a été créé afin de comptabiliser séparément sur une base pluriannuelle les échanges de devises et les échanges de taux d'intérêt et afin de couvrir les frais engendrés par ces opérations.

### ***Gestion des risques liés à la dette extérieure***

790. Une analyse de la structure de la dette extérieure du Trésor démontre que celle-ci est très sensible aux fluctuations des taux de change et des taux d'intérêt, et que le risque de liquidité est limité puisque la dette est amortissable et qu'elle comporte exclusivement des échéances à moyen et à long terme.

791. La dette est aussi exposée au risque de change, car sa répartition dans les différentes monnaies ne correspond pas à la structure des échanges commerciaux du Maroc. En ce qui concerne les taux d'intérêt, le risque découle de la part substantielle de la dette, 36 % de la dette totale, assortie de taux d'intérêt variables.

792. Par conséquent, un portefeuille de référence a été créé. Sa structure doit correspondre à celle de la dette du Trésor, afin qu'il puisse orienter les politiques de gestion et de financement de la dette étrangère. Ce portefeuille de référence est constitué de titres libellés à 60 % d'euros, à 35 % de dollars EU et à 5 % de yens japonais. Sur le plan des taux d'intérêt, 20 % des titres sont assortis d'un taux variable.

793. À cet égard, la conversion en euros des prêts du pool des monnaies de la Banque mondiale libellés en dollar EU et en yen japonais a été entreprise à hauteur d'un montant de 1,3 milliard de dollars EU afin d'accroître la partie de la dette libellée en euros.

### ***Gestion des risques associés à la dette intérieure***

794. Après la création d'un marché des adjudications possédant les principales caractéristiques des marchés financiers modernes, une analyse du portefeuille de créances a révélé l'existence de certains risques liés aux échéances et aux taux d'intérêt. Un programme a donc été mis en œuvre afin de gérer les risques de remboursement, de financement et de taux d'intérêt.

- Pour atténuer le risque de remboursement, les gestionnaires de la dette tentent d'assouplir l'échéancier le plus possible afin d'éviter une concentration excessive des échéances.
- Pour contrebalancer le risque de financement potentiel et se donner les moyens de réunir les fonds nécessaires au moment opportun, le Trésor, lisse l'échéancier et s'assure que les recettes sont perçues à un rythme qui correspond à celui des dépenses engagées, en collaboration avec le groupe responsable de la gestion de la trésorerie publique.
- En ce qui concerne le risque de taux d'intérêt, il faut d'abord noter que les instruments du Trésor sont émis à taux fixes. Le risque se concrétise donc lorsque les taux baissent et demeurent inférieurs au taux des titres émis. Pour contrer ce risque, la Direction du Trésor et des finances extérieures s'est donnée comme objectif de maintenir à 25 %, une proportion jugée viable, la proportion de titres de créance à court terme émis. Le Trésor s'efforce actuellement d'indexer ses titres à moyen et à long terme au taux des titres à plus court terme. Il a déjà procédé à l'indexation de deux émissions d'obligations de 10 ans au taux des bons du Trésor de 52 semaines et étudie maintenant la possibilité d'émettre des obligations de 5 ans indexées.

### ***Système d'information***

795. Les gestionnaires de la dette ont un accès direct à la base de données sur les créances par l'entremise d'un poste client Windows doté du système GQL (*Graphical Query Language*) au moyen duquel ils peuvent effectuer des interrogations personnalisées, analyser les données et produire des rapports et des graphiques. Les données peuvent aussi être exportées vers d'autres applications ou logiciels (des tableurs Excel, par exemple) pour subir d'autres opérations de traitement, le cas échéant.

796. Cette souplesse considérable rend également possible la préparation de projections à moyen et à long terme fondées sur différentes hypothèses quant aux tendances des taux d'intérêt, des taux de change ou des deux. Différents scénarios et stratégies d'endettement ou de refinancement peuvent aussi être préparés, en particulier avec un arbitrage entre l'utilisation de ressources internes ou externes et le choix des devises et des taux d'intérêt.

797. En outre, les gestionnaires de la Direction du Trésor et des finances extérieures ont été initiés, avec l'aide des institutions financières internationales et au moyen d'un système de gestion utilisé par les banques, aux techniques de gestion des différentes catégories de risques inhérents à la dette extérieure, principalement au risque de taux d'intérêt et au risque de change, et un modèle de gestion de la dette intérieure est en cours d'élaboration.

### **C. Mise en place d'un marché des titres publics performant**

798. Concurrément au large programme de modernisation du secteur des services financiers et aux réformes institutionnelles du système financier marocain dans le domaine de la mobilisation et de l'affectation des ressources, il a été nécessaire de passer en revue la politique de financement intérieur qui se caractérisait par :

- des « emplois obligatoires » qui prenaient la forme de « planchers d'effets publics » que le système bancaire était tenu de souscrire à des bas taux d'intérêt et qui pouvaient représenter jusqu'à 35 % des dépôts;
- l'émission de titres de créance publics à des taux d'intérêt très attractifs et d'obligations à long terme souscrites par les investisseurs institutionnels;
- l'exemption totale des intérêts accumulés sur les instruments souscrits par les particuliers;
- le recours à Bank Al-Maghrib pour obtenir le financement additionnel nécessaire.

799. Pour mettre fin à cette situation, le mode de financement du Trésor a été entièrement réformé de manière que les ressources intérieures requises puissent être mobilisées aux conditions du marché. Un marché d'adjudication des instruments publics a été institué et est devenu la seule source de financement et des mesures ont été mises en œuvre pour éliminer la distorsion des marchés et les stimuler.

#### **Élimination des privilèges du Trésor**

800. Les privilèges dont le Trésor bénéficiait comparativement aux autres emprunteurs ont été éliminés de la manière suivante :

- Les emplois obligatoires prenant la forme de plancher d'effets publics ont été progressivement supprimés, jusqu'à leur disparition complète en 1997.
- Les intérêts produits par les instruments du Trésor souscrits par des particuliers sont maintenant assujettis à l'impôt sur les sociétés (IS) ou à l'impôt général sur le revenu (IGR).
- On a renoncé à différentes catégories de titres de créance comme les obligations à taux privilégiés, les opérations nationales d'emprunt, etc. qui favorisaient la segmentation du marché et limitaient la liquidité des instruments.

#### **Création d'un marché d'adjudication des instruments du Trésor**

801. Le marché d'adjudication des instruments du Trésor, qui est devenu la principale source de financement du Trésor, est régi par un décret du Ministre de l'économie et des finances et par un ensemble de circulaires émises conjointement par la Direction du Trésor et des finances extérieures et Bank Al-Maghrib.

802. La Direction du Trésor et des finances extérieures annonce mensuellement le calendrier des adjudications qui ont lieu aux intervalles suivants, selon les échéances :

- tous les mardis pour les bons du Trésor à 13, 26 et 52 semaines;
- le deuxième et le dernier mardi du mois pour les obligations à 2, 5, 10 et 15 ans;
- le dernier mardi du trimestre pour les obligations à 20 ans.

803. La Direction se réserve toutefois le droit d'annuler les séances prévues ou de tenir des séances additionnelles. Ces changements sont annoncés une semaine à l'avance.

804. Les adjudications, qui se déroulaient auparavant suivant la méthode d'adjudication à la hollandaise, se déroulent maintenant comme suit. Les institutions autorisées à soumettre des offres les transmettent par télécopie à Bank Al-Maghrib au plus tard à 10 h 30 chaque mardi. Bank Al-Maghrib soumet ensuite ces offres à la Direction du Trésor et des finances extérieures dans l'ordre reçu, mais anonymement. La Direction sélectionne le taux d'intérêt ou le prix limite d'adjudication qu'elle communique ensuite à Bank Al-Maghrib. Cette dernière informe à son tour individuellement les institutions soumissionnaires du résultat de leur offre. Les résultats sont également diffusés par l'entremise de l'agence Reuters. Les adjudicataires doivent payer les montants équivalents le lundi suivant l'adjudication.

805. Finalement, seuls les bons du Trésor à six mois ont été maintenus pour contribuer à mobiliser l'épargne des petits épargnants. Ces bons, réservés aux institutions autres que financières et aux particuliers, sont émis en-dessous du pair parité et comportent un coupon. Ils sont émis de manière continue, en petites coupures, et sont rachetables après trois mois sur remise du coupon. Ces effets sont dématérialisés.

### **Stimulation du marché de l'adjudication**

806. Des mesures ont été prises pour stimuler le marché de l'adjudication et accroître la liquidité des titres. Voici les principales mesures prises à cette fin :

#### ***Désignation de spécialistes en valeurs du Trésor (Intermédiaires agréés en valeurs du Trésor ou IVT)***

807. Pour stimuler le marché des adjudications et contribuer à son bon fonctionnement, certaines institutions ont été désignées comme spécialistes en valeurs du Trésor. En cette qualité, ces institutions doivent adresser à la Direction du Trésor et des finances extérieures des rapports périodiques faisant part de leur évaluation de la demande globale sur le marché à l'endroit des titres intérieurs du Trésor et souscrire au moins 10 % du volume des titres émis dans trois catégories par semestre.

808. En contrepartie, ces spécialistes en valeurs du Trésor peuvent présenter des offres « non concurrentielles » à l'intérieur d'une limite maximale approuvée et calculée en fonction d'un coefficient reflétant leur participation au cours des trois dernières semaines aux adjudications concurrentielles de titres de la même catégorie.

809. Pour faire en sorte que les spécialistes en valeurs du Trésor stimulent vraiment le marché secondaire, ceux-ci doivent s'engager, conformément à un accord conclu avec la Direction du Trésor et des finances extérieures, à présenter des offres à l'égard d'un nombre donné de lignes couvrant toutes les échéances.

***Introduction des émissions par assimilation***

810. La Direction du Trésor et des finances extérieures a commencé à recourir aux émissions par assimilation pour développer le marché secondaire des bons du Trésor et pour accroître la liquidité de ces titres. Cette technique consiste à annoncer la valeur du coupon à l'avance, associant ainsi les nouvelles émissions aux émissions existantes pour créer des ressources substantielles et réduire le nombre de lignes émises.

***Établissement d'une meilleure communication avec les partenaires***

811. La Direction du Trésor et des finances extérieures a choisi d'établir des contacts permanents avec la communauté financière afin de tenir cette dernière au courant de ses interventions sur le marché.

812. À cette fin, des réunions ont lieu à intervalles réguliers entre les différents participants dont la Direction du Trésor, Bank Al-Maghrib, les spécialistes en valeurs du Trésor et les agents économiques actifs sur le marché secondaire (fonds communs de placement, sociétés de courtage, etc.), afin de favoriser des communications plus efficaces.

813. En outre, conformément à l'accord conclu entre la Direction du Trésor et les spécialistes en valeurs du Trésor, des réunions sont organisées à intervalles réguliers avec ces intermédiaires afin de discuter de l'état du marché et de tout problème auquel les différentes institutions ont pu se heurter. La Direction du Trésor coordonne également le travail des spécialistes en valeurs du Trésor en ce qui concerne la mise en œuvre des nouvelles mesures visant à développer le marché de l'adjudication des titres.

## XI. NOUVELLE-ZÉLANDE<sup>54</sup>

814. Le New Zealand Debt Management Office (NZDMO) a été créé en 1988, avec pour mission de mieux gérer le risque inhérent à la dette publique. Il lui incombe de gérer la dette publique, les mouvements nets de trésorerie de l'État et certains de ses avoirs productifs d'intérêts suivant une approche adéquate de gestion des risques.

815. Le présent document décrit l'évolution de la gestion de la dette publique en Nouvelle-Zélande, l'approche suivie par le NZDMO relativement à la gestion de la dette et des risques, ainsi que le développement du marché des titres publics.

### A. Mise en place d'une structure de gestion et d'un cadre institutionnel adaptés

#### Mandat du NZDMO

816. Le mandat du NZDMO consiste à maximiser le rendement économique à long terme des avoirs financiers et de l'endettement publics dans le cadre de la stratégie financière de l'État, tout particulièrement de son aversion pour le risque. À cette fin, il doit équilibrer les risques auxquels il peut être confronté en tentant de minimiser les coûts.

817. Le NZDMO gère le portefeuille de titres d'emprunt publics avec prudence pour de nombreuses raisons, notamment :

- d'après des études, les particuliers ont tendance à refuser le risque dans leurs décisions et s'attendent à ce que l'État veille sur leurs intérêts en tenant compte de cette préférence;
- les pertes subies dans le cadre de la gestion du portefeuille des titres publics imposent aux contribuables des coûts inévitables;
- l'État n'est pas avantagé par rapport aux autres participants au marché lorsqu'il tente de maximiser le rendement de son portefeuille, si ce n'est qu'il a le privilège de se soustraire à la fiscalité et à la réglementation, une option écartée par le NZDMO pour des raisons de principe.

818. L'objectif de gestion de la dette a évolué au fil des ans. Au début, il importait avant tout de réduire le risque, car la dette nette était beaucoup plus élevée à la fin des années 1980 et au début des années 1990 et près de la moitié des emprunts étaient libellés en devises. Depuis, la dette nette a été réduite de 65 %, et la position de change a été éliminée.

---

<sup>54</sup> Cette étude de cas a été rédigée par Greg Horman, du New Zealand Debt Management Office.

## **Attributions du NZDMO**

819. Il appartient principalement au NZDMO :

- de définir et de suivre une stratégie de gestion de portefeuille qui contribue à la réalisation des objectifs de gestion de la dette publique;
- de répondre aux besoins d'emprunts bruts de l'État, de gérer les avoirs libellés en devises qui sont utilisés pour effectuer les paiements (capital et intérêts) en monnaie étrangère, et de veiller au règlement et à la comptabilisation des opérations sur titres d'emprunt;
- de gérer les six principaux types de risque (marché, crédit, liquidité, financement, risque opérationnel et concentration) conformément à la stratégie financière de l'État et aux politiques du NZDMO;
- de déterminer la composition du portefeuille (devises, échéances et risque de crédit) en fonction des coûts et de l'aversion pour le risque de l'État;
- de mettre en place un cadre adapté afin d'évaluer le rendement corrigé du risque;
- de maximiser la valeur ajoutée — corrigée du risque — au portefeuille, sous réserve des limites établies à l'égard du risque de marché, du risque de crédit et du risque de liquidité;
- de verser les fonds aux ministères et de faciliter la gestion du Trésor de ces derniers;
- d'accorder des prêts aux organismes et aux entreprises publics, et de faciliter et d'exécuter des opérations sur produits dérivés, conformément à la politique de l'État;
- de donner des conseils sur les marchés financiers à d'autres secteurs du Trésor néo-zélandais, à d'autres ministères et à des organismes publics;
- de produire des rapports comptables et des prévisions relatives au service de la dette en vue de l'établissement des prévisions et des rapports financiers;
- d'entretenir des relations avec les détenteurs actuels ou éventuels des titres publics néo-zélandais, les intermédiaires financiers et les agences internationales de notation des titres, et, au besoin, d'améliorer ces relations.

## **Création du NZDMO**

820. Le NZDMO a été créé du fait que l'émission d'un gros volume de titres publics a engendré des risques importants pour le contribuable, et que ces risques devaient être gérés globalement.

821. À partir des années 1970, les lourds déficits budgétaires sont devenus la norme en Nouvelle-Zélande, et l'inefficacité de la politique monétaire a fait grimper le taux d'inflation propulsant le pays dans le peloton de tête de l'OCDE de ce point de vue. Au début des années 1980, l'État a procédé à un gel des prix et des salaires et a eu surtout recours à des contrôles directs et à la réglementation pour mettre en œuvre sa politique monétaire. De plus, afin de freiner l'augmentation de la masse monétaire, les institutions financières ont dû respecter des lignes directrices relatives à la croissance du crédit. Dans une large mesure, ces lignes directrices se sont cependant avérées inefficaces. L'État a ensuite pris des mesures de plus en plus restrictives, augmentant les coefficients de réserves obligatoires des banques

ainsi que la proportion de titres publics que les sociétés de prêt et les sociétés d'épargne immobilière doivent détenir. En 1983, on a tenté d'absorber la liquidité excédentaire en procédant à des ventes par adjudication de titres publics. Il était essentiel que l'incitation à l'achat de titres publics n'exerce pas une pression à la hausse sur les taux d'intérêt, ce qui a gravement amoindri l'efficacité de cette mesure de neutralisation de l'injection financière. Dans ce contexte, les emprunts de l'État étaient principalement libellés en devises, lesquelles étaient également utilisées pour le financement du déficit persistant de la balance des paiements.

822. Après l'élection d'un nouveau gouvernement en 1984, des changements spectaculaires ont été observés dans la gestion économique. Au terme d'une série de réformes macroéconomiques et microéconomiques, le prix est devenu le principal facteur décisionnel pour ce qui est de l'investissement, de la production et de la consommation. Voici les principaux changements qui ont été apportés :

- fin du contrôle des prix, des taux d'intérêt et des salaires;
- flottement libre du dollar néo-zélandais et déréglementation des opérations en capital;
- réduction des taux marginaux d'imposition et élargissement de l'assiette fiscale;
- élimination des subventions et du soutien des prix;
- élimination des réserves obligatoires pour les institutions financières;
- déréglementation à grande échelle;
- réforme en profondeur du secteur public.

823. La transparence de la politique budgétaire a été accrue, et les déficits ont été réduits. À l'instar de la plupart des pays de l'OCDE à cette époque, la Nouvelle-Zélande ne s'était pas fixée d'objectif en matière de gestion de la dette. Toutefois, de plus en plus de gens étaient d'avis qu'une gestion professionnelle des titres publics — tout particulièrement l'important bloc de titres libellés en devises — et des risques s'imposait. C'est dans ce contexte que le NZDMO a été mis sur pied en 1988, afin de gérer, sous la tutelle du ministère des Finances, la dette publique en devises et en dollars néo-zélandais.

824. Le NZDMO est une unité autonome du Trésor néo-zélandais, par opposition à une entité distincte. Cela s'explique du fait que, à l'époque, on jugeait que c'était essentiel afin de préserver des liens importants. En plus des prévisions relatives au service de la dette que requièrent l'établissement du budget et d'autres rapports financiers, la NZDMO assure un large éventail de conseils sur les marchés financiers à d'autres sections du Trésor. Cela permet également de suivre de près l'évolution du NZDMO et l'efficacité de la gestion de l'actif et du passif de l'État.

825. À l'issue de la restructuration du Trésor, justifiée par l'importance accrue accordée à l'analyse de l'actif et du passif de l'État, le NZDMO a été intégré à l'organigramme de ce ministère. Depuis 1997, le NZDMO est rattaché à la Direction de la gestion de l'actif et du passif. Les activités suivantes de la Direction ne sont pas du ressort du NZDMO : la gestion des passifs conditionnels de l'État et la prestation de conseils sur la gestion financière des

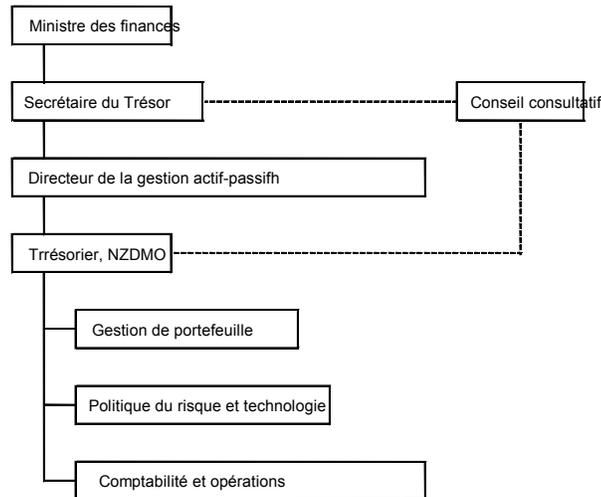
ministères, des entreprises publiques et des autres institutions dans lesquelles l'État détient une participation ou dont il est le créancier ou le débiteur.

### **Structure du NZDMO**

826. Le secrétaire du Trésor doit directement rendre compte des activités du NZDMO au Ministre des finances. Le NZDMO est dirigé par le Trésorier, qui relève du directeur de la Direction de la gestion de l'actif et du passif, lequel a rangs de Sous-secrétaire.

827. En plus du mécanisme habituel de reddition de comptes, un conseil consultatif surveille le NZDMO. Ce conseil soumet au secrétaire du Trésor un rapport d'assurance de la qualité des activités du NZDMO, l'approche suivie pour la gestion des risques, ainsi que son plan d'activités. Les membres du conseil consultatif sont choisis en fonction de leur expérience en supervision de la gestion de portefeuille, des paiements et des activités bancaires; en théorie des finances et de la gestion des risques; en gestion des risques opérationnel et des exigences d'information financière. À l'heure actuelle, le conseil consultatif est constitué d'un associé principal d'un grand cabinet d'experts-comptables, d'un administrateur d'une société d'experts-conseils en gestion des finances et du risque, de même que d'un professeur de finances.

828. La structure du NZDMO s'apparente à celle d'une institution financière privée, les fonctions de salle des marchés, de service intermédiaire de marché et de post-marché étant dissociées. Avec une telle structure, les attributions, les responsabilités et le contrôle des procédures sont clairement définis, conformément aux pratiques optimales. Le groupe de la gestion de portefeuille est responsable de l'analyse du portefeuille, du montage et de l'exécution des opérations, de la gestion de la trésorerie et du système de décaissement de l'État, ainsi que de la gestion des relations avec les investisseurs et les agences de notation de l'étranger. Le groupe de la politique de gestion des risques et de la technologie doit évaluer les résultats du NZDMO en ce qui a trait à la valeur ajoutée, évaluer le risque, vérifier la conformité avec les politiques officielles de gestion de la dette nette de l'État, veiller à ce que la stratégie de gestion du portefeuille et de gestion des risques du NZDMO cadre avec les pratiques exemplaires internationales, et s'occuper de l'entretien des systèmes informatiques de l'organisme. Le groupe de la comptabilité et des opérations est responsable des fonctions de comptabilité et d'établissement des prévisions du NZDMO, et doit également veiller à ce que le règlement des opérations soit rapide, efficace et sûr.



829. Lorsque les emprunts libellés en devises représentaient une part importante de la dette publique, le NZDMO avait un bureau à Londres. Celui-ci était chargé de l'exécution d'un large éventail d'opérations en devises, notamment l'émission des effets financiers, ainsi que de la gestion des relations avec les institutions financières des marchés des capitaux d'Europe et d'Amérique du Nord. Grâce à cette présence londonienne, le NZDMO était en mesure de réaliser des opérations 24 heures sur 24 et, par conséquent, d'atténuer l'impact du décalage horaire entre la Nouvelle-Zélande et les grands centres financiers de la planète. Le bureau de Londres a été fermé en 1997, après le remboursement de la dette nette en devises.

830. Le NZDMO compte actuellement 24 employés. Les services juridiques et certains services administratifs sont assurés par d'autres employés du Trésor.

### **Cadre législatif du recours au crédit**

831. Le NZDMO exerce ses activités en vertu de la *Public Finance Act 1989* et de la *State Sector Act 1988*. En général, les pouvoirs prévus par ces lois sont conférés au Ministre des finances, bien que nombre d'entre eux aient été délégués au secrétaire du Trésor, pour ensuite être subdélégués à certains membres du personnel du NZDMO. Cependant, le pouvoir d'emprunter au nom de l'État ne peut pas être délégué, et le NZDMO recommande des emprunts et les fait approuver.

832. Le NZDMO doit respecter les paramètres stratégiques approuvés par le Ministre des finances, mais, dans une large mesure, le pouvoir discrétionnaire relatif aux activités courantes a été délégué à son directeur, le trésorier.

### **Coordination avec la politique budgétaire**

833. Le NZDMO demeure en liaison avec les autres secteurs du Trésor qui conseillent le ministère des Finances sur le budget annuel de l'administration publique et qui produisent les documents budgétaires et les états financiers de l'État.

834. En vertu de la *Fiscal Responsibility Act 1994*, l'État doit souscrire à une gestion financière responsable en respectant les cinq principes suivants :

- réduire la dette à un niveau prudent;
- maintenir la dette à un niveau prudent;
- veiller à maintenir la valeur nette de l'État à un niveau qui assure une réserve-tampon face à d'éventuels événements défavorables;
- gérer avec prudence le risque financier;
- s'assurer que les taux d'imposition seront raisonnablement prévisibles.

835. La Loi ne précise pas ce qui constitue un niveau prudent de dette. Il appartient plutôt au gouvernement en place d'établir ce seuil et de le rendre public. Cependant, suivant l'objectif officiel actuel, la dette brute ne doit pas excéder, en moyenne, 30 % du PIB durant le cycle économique.

### **Coordination avec la politique monétaire**

836. Au milieu des années 1980, la politique monétaire avait préséance sur la gestion de la dette. À l'époque, c'est la stabilisation de l'économie qui avait la priorité. À la fin de la décennie, le NZDMO avait été créé et la Reserve Bank, la banque centrale, avait les coudées franches dans la mise en œuvre de la politique monétaire. Aux termes de la *Reserve Bank Act 1989*, la stabilité des prix était l'objectif premier de la banque centrale.

837. Le NZDMO doit gérer la dette publique et s'assurer que la gestion de trésorerie de l'État est efficiente. La Reserve Bank est responsable de l'élaboration et de la mise en œuvre de la politique monétaire. Les deux organisations travaillent en étroite collaboration, et cette relation est officialisée par des ententes de représentation.

838. Le NZDMO gère le passif de l'État. À cette fin, des avoirs financiers, des dépôts bancaires et des titres négociables de qualité supérieure, sont conservés. La Reserve Bank gère les réserves de devises de l'État, qui s'élevaient à environ 4,9 milliards de dollars NZ en juillet 2002. Ces réserves sont conservées au cas où de graves problèmes de liquidité perturberaient le marché néo-zélandais des changes. Bien qu'elle puisse les utiliser, au besoin, la Reserve Bank n'est pas intervenue sur le marché des changes depuis que le dollar néo-zélandais est devenue une monnaie flottante, en mars 1985. Les réserves de devises sont constituées au moyen des prêts du NZDMO à la Reserve Bank. Les responsabilités de chaque organisation, notamment en cas d'intervention sur le marché des changes, sont énoncées dans une entente de représentation.

839. Les responsabilités de la Reserve Bank en tant que prestataire de services au NZDMO sont définies dans une autre entente de représentation. La banque centrale assure au NZDMO des services d'agent émetteur, de responsable de la tenue des registres et d'agent payeur sur le marché intérieur NZDMO. Elle réalise des ventes par adjudication de bons du Trésor et d'obligations d'État au nom du NZDMO, mais ce dernier fixe le prix de ces instruments. De

plus, la Reserve Bank diffuse de l'information sur les titres publics nationaux afin de maintenir le marché.

840. La Reserve Bank conseille le NZDMO en ce qui a trait à la structure du programme d'emprunts publics sur le marché intérieur. Cependant, seul le NZDMO peut conseiller le Ministre des finances quant à l'ampleur et à la composition de la dette intérieure.

841. En vertu d'une importante disposition de l'entente sur la gestion de trésorerie et des emprunts contractés sur le marché de gros, la Reserve Bank fait abstraction de la politique monétaire lorsqu'elle exerce ses fonctions de mandataire du NZDMO.

### **Transparence et responsabilité**

842. La *Fiscal Responsibility Act* stipule que le gouvernement énonce explicitement ses objectifs et explique les changements apportés à cet égard, et que des renseignements complets sont diffusés afin que la politique financière fasse l'objet d'un débat éclairé et dirigé. En vertu de la Loi, le gouvernement doit déposer devant le Parlement deux documents, l'énoncé de la politique budgétaire et le rapport sur la stratégie financière, pour démontrer qu'il gère les finances publiques de façon responsable. Ces documents font état des mesures financières qu'il entend prendre à court terme, ainsi que de ses objectifs financiers à long terme, notamment en ce qui a trait à la dette brute et à la dette nette; on y apprend également comment ces mesures et objectifs cadrent avec les prévisions quadriennales présentées dans la mise à jour de la situation financière et la mise à jour de la situation économique, qui sont publiées au moment du dépôt du budget et en milieu d'exercice.

843. Les états financiers de l'administration publique sont établis en conformité aux pratiques comptables généralement reconnues et sont rendus publics. Ces documents montrent comment les ressources publiques sont employées et décrivent l'actif et le passif, les recettes et les dépenses, les mouvements de trésorerie, les emprunts, les passifs conditionnels et les engagements de l'État. Ils sont établis chaque mois. Les états financiers annuels fournissent des renseignements détaillés sur l'encours de la dette en dollars néo-zélandais et en devises; la structure d'amortissement et des taux d'intérêt de cette dette; les mouvements de trésorerie durant l'exercice de l'émission et du rachat; le service de la dette. Les notes renferment de l'information sur les pratiques du NZDMO en matière de gestion des risques ainsi que sur l'importance des positions hors bilan. En vertu de la *Public Finance Act*, le Audit Office, l'organisme de vérification du Parlement, doit vérifier les états financiers annuels présentés par le gouvernement et rendre un avis impartial à cet égard.

844. Les attributions du NZDMO n'ont pas été énoncées dans un texte de loi. Au cours de la dernière décennie, il n'y avait pas de lien de dépendance entre l'organisme et le Ministre des finances. Cependant, il s'agit d'une autonomie *de facto*, par opposition à une autonomie d'origine législative. Ni la *Public Finance Act* ni la *Fiscal Responsibility Act* ne stipulent que le Ministre des finances peut ou ne peut pas influencer sur les activités du NZDMO.

### **Gestion des activités internes**

845. Les fondements opérationnels, l'objectif stratégique, la stratégie de gestion des risques, et le cadre d'évaluation du rendement sont précisés dans la politique de gestion de portefeuille du NZDMO, et les activités de l'organisme font l'objet d'une vérification de conformité à la politique. Les activités internes sont gérées au moyen d'un ensemble de politiques, d'exigences en matière de rapports et de gestion, de guides de procédures, de modalités établies, de limites, de délégations formelles et de modèles de répartition des tâches. Les gestionnaires du NZDMO attestent la conformité à ces contrôles.

846. Le NZDMO a mis en place des procédures et des ressources afin d'atténuer le risque relatif aux catastrophes naturelles, aux déficiences infrastructurelles ou à d'autres perturbations. Le plan de gestion de la continuité opérationnelle est couramment vérifié au moyen d'essais réels.

847. La *State Sector Act* définit les obligations générales de la fonction publique, de même que les normes qu'elle doit suivre, et les politiques et le code de conduite du Trésor donnent des lignes directrices en ce qui a trait au comportement de son personnel. D'autres lignes directrices déontologiques visent le personnel du NZDMO de manière qu'il n'y ait ni conflit d'intérêt, ni risque ou apparence de conflit d'intérêt, et que le NZDMO adopte les pratiques et le comportement d'un participant aux marchés financiers.

848. Les efforts déployés par le NZDMO pour recruter dans le secteur privé portent leurs fruits, et l'organisme met beaucoup l'accent sur la formation et le perfectionnement professionnel au sein de l'organisation. Parmi les autres réformes du secteur public qui ont été réalisées à la fin des années 1980, mentionnons la décentralisation de la rémunération des dirigeants des ministères. Cette mesure a permis au NZDMO de rivaliser avec les institutions financières privées au chapitre des conditions d'emploi, dans le contexte des possibilités uniques qui peuvent être offertes.

### **Systèmes de gestion de l'information**

849. Le système de gestion de l'information qui intègre les fonctions de salle des marchés, de service intermédiaire et de post-marché est la pierre d'assise des activités du NZDMO.

850. Les systèmes de gestion de l'information utilisés par le NZDMO ont évolué au fil des ans. Jusqu'en 1987, avant la création du NZDMO, les paiements de la dette (capital et intérêts) étaient inscrits dans des grands livres classiques et des tableurs qui laissaient à désirer du point de vue du contrôle et de la vérification. D'autre part, avec les changements technologiques intervenus sur les marchés financiers durant les années 1980, il était urgent de mettre au point un système efficace de gestion de l'information. À l'époque, aucun produit commercial ne pouvait répondre aux besoins les plus pressants (valorisation, évaluation du rendement et analyse de sensibilité), en grande partie en raison de la diversité des titres d'emprunts publics. Par conséquent, le NZDMO a opté pour un système de gestion de

l'information sur mesure, dont le développement a pour ainsi dire été ininterrompu tout au long de son utilisation, jusqu'en 1997.

851. Toutefois, au milieu des années 1990, il semblait évident qu'un système fermé serait inadéquat à long terme. De plus, les systèmes commerciaux avaient progressé de sorte qu'ils pouvaient répondre à la plupart des besoins du NZDMO. En 1995, les contrats d'achat et d'entretien d'un système commercial ont été signés. La mise en œuvre du système a été effectuée dans le respect de l'échéancier et du budget en 1998. Si le nouveau système répondait aux besoins relatifs à la fonction de salle des marchés, il a fallu y apporter d'importantes modifications à l'interne afin de satisfaire aux besoins liés aux fonctions de service intermédiaire et de post-marché. Cela dit, le nouveau système procurait des avantages tangibles aux plans :

- de la détermination des prix, du choix des émissions de référence et de la fonctionnalité de la gestion des risques;
- de l'intégrité du système;
- des coûts de développement en interne, des frais généraux d'entretien de système et de la dépendance envers le personnel essentiel.

852. Au fil des ans, le système a été constamment amélioré afin de répondre aux besoins du NZDMO. Ce développement a été réalisé en marge du système commercial. Dans l'ensemble, le système commercial satisfait aux besoins actuels du NZDMO; cependant, il n'est pas assez flexible, compte tenu du fait que les besoins de l'organisme sont de plus en plus complexes. La stratégie informatique du NZDMO pour les trois à cinq prochaines années est actuellement à l'étude. Il arrêtera vraisemblablement son choix sur une série de solutions progressives, par opposition à l'élaboration d'un tout nouveau système, avec le coût et le risque élevés que cela supposerait.

## **B. Stratégie de gestion de la dette et cadre de gestion des risques**

### **Stratégie de gestion de la dette**

853. Durant la dernière décennie, le NZDMO a consacré beaucoup de temps à l'analyse de la structure du passif de l'État dans une approche bilancielle. Plusieurs pistes de réflexion peuvent être suivies à cet égard.

854. Premièrement, on peut soutenir que l'administration publique devrait se constituer un portefeuille de titres d'emprunt en vue de protéger l'économie contre les perturbations du revenu ou du patrimoine national. Suivant cette argumentation, la dette intérieure est un transfert intérieur; il s'agit de déterminer quelle configuration entraînerait une diminution de la valeur des engagements extérieurs nets si une perturbation avait un impact néfaste sur la situation économique collective des résidents.

855. Deuxièmement, une approche plus restrictive consiste à tenir compte de l'actif et du passif associés uniquement au secteur public. Même si les conventions comptables du secteur public ne prévoient pas la publication d'un bilan, on peut établir un bilan fictif.

856. Troisièmement, on peut définir l'actif et le passif en conformité aux pratiques comptables généralement reconnues. Ainsi, l'actif englobe les infrastructures, les prêts octroyés par l'administration publique, les valeurs mobilières, les montants à recevoir, etc. En plus de la dette, le passif est constitué des montants à payer, des réserves et des obligations découlant des régimes de retraite sans capitalisation.

857. Afin de cerner les caractéristiques d'un portefeuille de titres d'emprunt à faible risque, le NZDMO a passé en revue les pratiques exemplaires du secteur privé de même que des études universitaires. L'organisme est arrivé à la conclusion que les décisions de gestion de l'actif et du passif devraient avoir pour toile de fond le bilan de l'État. Dans la mesure du possible, les caractéristiques du risque du passif et de l'actif devraient se correspondre.

858. Dans cette optique, le NZDMO a chargé des spécialistes de la théorie de la duration d'évaluer les caractéristiques du risque lié à l'actif inscrit au bilan de l'administration publique. Malgré la présence d'écarts types marqués dans les estimations de la sensibilité de l'actif aux taux d'intérêt, trois importantes recommandations ont été formulées et ont été mises en œuvre dans les années 1990 :

- la duration des avoirs est généralement assez longue, ce qui laisse entendre que les titres d'emprunt devraient également avoir une longue duration;
- les avoirs sont sensibles aux fluctuations des taux d'intérêt réels, ce qui milite en faveur de l'émission de titres d'emprunt indexés sur l'inflation;
- les avoirs ne sont pas sensibles aux variations du taux de change; par conséquent, la présence de titres d'emprunts libellés en devises dans le portefeuille de l'État n'est guère justifiée.

859. La question du lissage de l'impôt vient également étayer ces conclusions. Il s'agit de structurer la dette publique totale afin de se protéger contre les fluctuations de l'assiette fiscale, en vue de stabiliser les taux d'imposition à terme et de réduire les coûts et les pertes économiques. Les recettes publiques sont peu sensibles au taux de change, ce qui suppose que la dette libellée en devises devrait être diminuée. De même, la sensibilité de la Nouvelle-Zélande aux perturbations de l'offre, qui se traduisent par une augmentation de l'inflation, une diminution du revenu réel et, par conséquent, une détérioration de la situation financière du pays, fait préférer un portefeuille majoritairement constitué de titres nominaux à long terme.

860. Récemment, le NZDMO a élaboré un modèle de simulation stochastique afin de mieux comprendre l'arbitrage que l'on doit faire entre le coût financier et le risque inhérent à la composition du portefeuille d'emprunts contractés sur le marché intérieur. Le NZDMO se sert de ce modèle pour identifier les possibilités de réduction du coût ou du risque, mettre à

l'épreuve d'autres stratégies et prendre des décisions éclairées dans le cadre de l'élaboration du programme d'emprunts des prochaines années.

861. L'analyse que le Trésor a entreprise afin de faire la lumière sur les risques financiers dans le secteur public et de prévoir l'évolution de la situation financière de l'État influera vraisemblablement sur la stratégie de gestion de la dette. De plus en plus, l'actif sera constitué d'avoirs financiers, ce qui assure à l'État une plus grande flexibilité pour arriver à la composition désirée en vue d'atteindre les objectifs relatifs à la valeur nette et les autres objectifs. En outre, de nouvelles méthodes de gestion des risques dans le secteur public devront être employées.

### **Gestion de la dette en monnaie nationale**

862. Avec l'approche bilancielle, le portefeuille de titres d'emprunt intérieurs est constitué en fonction de sous-objectifs ou de principes qui contribuent à la réalisation de l'objectif que le NZDMO s'est fixé pour la gestion de la dette, par opposition à un repère stratégique. Ils permettent à l'organisme de gérer les risques et les coûts de ce portefeuille et d'émettre des titres d'emprunt de façon économique.

863. Au plus haut niveau, la composition de la dette a été analysée dans l'optique du bilan de l'État. On s'est entre autres fondé sur les conclusions de cette analyse pour déterminer s'il est préférable de conserver des titres d'emprunt nominaux ou des titres indexés sur l'inflation. Toutefois, l'analyse a donné lieu à des divergences d'opinion d'ordre théorique et soulève beaucoup de questions au plan empirique. Jusqu'à maintenant, on n'a pas pu établir avec précision la proportion de chaque type d'emprunt qui devrait être conservée.

864. Le recours à un ensemble de sous-objectifs pour la gestion de la dette intérieure s'explique également du fait que les modèles existants de détermination du prix en fonction des risques ne tiennent pas compte de l'arbitrage que l'on doit faire entre les différents types de risque. De plus, ces modèles n'informent pas le NZDMO sur les préférences en matière de risque d'un État souverain, le niveau d'endettement et la notation que devrait avoir un État souverain, les répercussions sur l'ensemble de l'économie néo-zélandaise ou l'équité intergénérationnelle.

865. Le portefeuille de titres d'emprunt libellés en dollars NZ est géré en fonction des principes suivants :

- pour gérer le risque de refinancement, le NZDMO veille à ce que l'échéance des emprunts à terme fixe soit relativement uniforme sur toute la courbe des rendements afin de réduire la pression sur le marché obligataire national lorsque l'offre augmente subitement et de donner à l'administration publique une plus grande latitude lorsqu'elle dégage des excédents budgétaires;
- le programme d'emprunts est établi en fonction des besoins de trésorerie à satisfaire durant l'exercice financier;

- le NZDMO émet des obligations de référence de quelque 3 milliards de dollars NZ afin d'accroître la liquidité et, par conséquent, de réduire les coûts d'emprunt de l'État;
- lorsqu'il choisit les obligations de référence qui seront émises durant l'exercice financier courant, le NZDMO choisit entre le volume des émissions et le nombre de titres de référence qui seront offerts;
- afin de diversifier le risque de taux d'intérêt et d'abaisser le coût du portefeuille, le NZDMO conserve des titres d'emprunt à taux fixe et à taux variable et a recours aux swaps de taux d'intérêt; des titres indexés sur l'inflation sont émis lorsque cette option s'avère rentable;
- lorsqu'il émet des titres d'emprunt, le NZDMO teste les taux d'intérêt durant l'exercice en procédant à une dizaine d'offres d'obligations publiques;
- le NZDMO souscrit aux principes de la transparence, de la prévisibilité et de l'impartialité.

866. Le NZDMO cherche à diminuer le coût de financement des activités de l'État en réduisant l'incertitude des prix et en favorisant l'instauration d'un régime de concurrence par un programme efficace de ventes par adjudication. Tous les titres d'emprunt émis par le NZDMO sur le marché intérieur sont vendus par adjudication. Très rarement — c'est arrivé à deux reprises seulement depuis 1993 —, l'État fixe un prix minimal, afin d'encourager les investisseurs à acheter les titres pour satisfaire ses besoins de financement.

867. Les obligations et les bons du Trésor nominaux sont vendus par adjudication à prix multiples. Il n'y a pas eu d'émission obligatoire indexée sur l'inflation depuis 1999, puisque cela n'aurait pas été rentable. On avait exécuté les ventes par adjudication à prix uniforme afin de réduire le risque de « malédiction du vainqueur », qui est jugé plus élevé dans le cas d'un instrument moins liquide dont le prix est plus difficile à déterminer.

868. En rendant publics les détails de son programme d'emprunts intérieurs au moment de la présentation du budget annuel et de la mise à jour de la situation financière en milieu d'exercice, l'État accroît la transparence de ses intentions en la matière. Par exemple, dans un communiqué, le NZDMO présente les données sur les emprunts libellés en monnaie nationale ainsi que le calendrier des ventes d'obligations par adjudication. L'organisme donne les paramètres du programme d'émissions de bons du Trésor et indique s'il a l'intention d'exécuter des opérations de swap de taux d'intérêt en dollars néo-zélandais. De même, le NZDMO consulte le marché avant d'adopter de nouvelles politiques et pratiques, ce qui réduit l'incertitude entourant le processus de changement fondamental. Ainsi, les participants au marché peuvent planifier leurs activités avec confiance, ce qui facilite l'absorption d'un volume considérable de titres publics.

869. En raison de ces principes, le NZDMO est moins en mesure de faire preuve d'opportunisme dans ses emprunts ou d'intervenir sur le marché secondaire. Cependant, les avantages liés à la transparence l'emportent sur les gains qu'il pourrait réaliser par opportunisme.

870. Cette stratégie de gestion de la dette contribue également à la réalisation d'autres objectifs d'intérêt public. Elle vise à faciliter le développement du marché intérieur des capitaux, notamment d'un marché des produits dérivés pour la gestion des risques, de même qu'à réduire le coût des capitaux utilisés par les emprunteurs du secteur privé par un accroissement de la solvabilité de la Nouvelle-Zélande.

### **Gestion de la dette en devises**

871. Depuis qu'il a laissé flotter le dollar en 1985, l'État néo-zélandais a emprunté à l'étranger uniquement pour se constituer des réserves de devises. Tous les autres emprunts ont été contractés sur le marché intérieur. En outre, plus de 18 milliards de dollars NZ d'emprunts en devises ont été remboursés, dans une large mesure grâce aux produits de la vente d'actifs et, depuis 1994, aux excédents budgétaires considérables. La dette nette en devises a été éliminée en 1996.

872. À moins que le Ministre des finances ne donne des directives contraires, on veille à ce que la dette nette en devises demeure presque nulle. Le NZDMO vise :

- à conserver une réserve-tampon de devises;
- à couvrir efficacement la dette restante en devises, en minimisant le risque et en tenant compte de la situation financière générale de l'administration publique;
- à financer efficacement la Reserve Bank, en minimisant le risque et en tenant compte de la situation financière générale de l'administration publique;
- à gérer le risque de financement en conservant des réserves adéquates et en assurant un financement diversifié à long terme.

873. La décision d'éliminer la dette nette en devises a été prise au terme de l'analyse de la dette publique suivant l'approche bilancielle, qui a révélé que la valeur de l'actif de l'État est sensible aux fluctuations des taux d'intérêt nationaux, mais que les variations du taux de change n'ont pas d'impact. La volatilité des termes de l'échange de la Nouvelle-Zélande et la sensibilité aux perturbations du taux de change, qui ne pouvaient pas être couvertes efficacement en raison de l'ampleur de la dette extérieure totale et de la capacité du marché néo-zélandais des changes, ont également été prises en considération.

874. Avant l'élimination de la dette nette en devises, la stratégie de gestion de cette dette était fondée sur la modélisation de la variance moyenne, qui a constamment démontré que la réduction du risque reposait principalement sur le dollar américain. La combinaison du yen et des monnaies européennes était instable, et les coûts de rééquilibrage étaient prohibitifs. Par conséquent, le NZDMO a alors arrêté son choix sur la répartition suivante pour la position nette créditrice : 50 % en dollars américains, 25 % en yens et 25 % en monnaies européennes. Cette répartition correspond sensiblement aux pondérations relatives des différents blocs monétaires dans le PIB et cadrerait également avec une stratégie « vendre le marché ». Pour ce qui est de la durée cible de chaque sous-portefeuille, le NZDMO a opté pour la durée du marché des obligations publiques libellées dans chaque devise.

## **Gestion de portefeuille stratégique et tactique**

875. La gestion stratégique désigne la gestion des paramètres généraux du portefeuille, en ce qui a trait à la composition monétaire et à la sensibilité aux taux d'intérêt, en tenant compte des contraintes définies de temps à autre quant à la proportion de la dette en monnaie nationale et de celle en devises. Les paramètres stratégiques sont présentés dans les états financiers annuels de l'administration publique. Le Ministre des finances approuve ces paramètres et le programme annuel d'emprunts en dollars NZ sur la recommandation du NZDMO.

876. La gestion tactique désigne la gestion discrétionnaire de la dette nette dans les limites établies en fonction des paramètres stratégiques de gestion du portefeuille. Dans ce cadre, les gestionnaires du portefeuille déterminent quels instruments seront utilisés et quand les opérations sur titres seront exécutées. Le NZDMO doit avoir la flexibilité nécessaire pour gérer les positions tactiques dans les limites établies, au lieu de respecter les paramètres stratégiques, pour les raisons suivantes :

- il arrive que la détermination du prix soit temporairement imparfaite, de sorte que les décisions tactiques ne peuvent pas produire des bénéfices;
- les opérations tactiques permettent de connaître le fonctionnement des marchés dans diverses circonstances, ce qui améliore la compétence du NZDMO dans la gestion de l'ensemble du portefeuille; par exemple, il importe d'avoir accès à une information de qualité supérieure sur les marchés ou les secteurs lorsque des opérations d'intermédiation sont exécutées à l'occasion; de telles opérations ont lieu lorsqu'une proportion importante de la valeur des positions tactiques est réalisée;
- grâce aux opérations tactiques, le NZDMO peut acquérir des compétences en analyse, en prise de décisions dans un contexte d'incertitude, en négociation et en conclusion des opérations; à court terme, cela permet de réduire le risque d'erreur dans les opérations et de projeter une image professionnelle auprès des contreparties.

877. Conformément à l'engagement qu'il a pris à l'égard de la transparence, de la prévisibilité et de l'impartialité, le NZDMO n'exécute pas d'opération tactique sur les titres d'emprunt intérieur.

## **Gestion des risques**

878. Avec l'approbation du Ministre, le NZDMO adopte une stratégie de gestion du portefeuille et des risques. Cela comprend l'objectif stratégique du NZDMO, les objectifs relatifs à la dette en monnaie nationale et en devises, les instruments qu'il peut utiliser, les limites relatives au risque de marché et au risque de crédit, et les règles concernant liées à la composition du portefeuille d'actifs liquides.

879. Le NZDMO gère six principaux types de risque : risque de marché, risque de crédit, risque de liquidité, risque de financement, risque opérationnel et risque de concentration.

880. Le NZDMO gère le risque de marché associé aux opérations tactiques en ayant recours à des limites de valeur à risque (VaR) et à des ordres stop. De telles limites ont été établies pour l'ensemble du portefeuille, de même que pour les sous-portefeuilles en devises. Les limites, qui sont assorties d'horizons quotidiens, mensuels et annuels et d'un niveau de confiance de 95 %, témoignent de la tolérance du risque de l'administration publique relativement aux opérations tactiques du NZDMO. Les limites sont établies de manière que le NZDMO :

- puisse exercer ses activités courantes avec efficience;
- soit en mesure d'exécuter des opérations au nom des ministères et d'autres organismes publics, et de répondre aux besoins de financement de la Reserve Bank;
- puisse composer avec l'accroissement du risque de marché faisant suite à une variation de la volatilité mondiale et ses conséquences, compte tenu de sa tolérance du risque.

881. Les limites ont été modifiées avec l'élimination du portefeuille de titres en devises et l'évolution des pratiques exemplaires internationales. Lorsque les premières limites établies pour les opérations tactiques ont été approuvées par le Ministre des finances au début des années 1990, le risque de taux d'intérêt et le risque de change étaient gérés séparément. À l'heure actuelle, les limites de valeur à risque tiennent compte des avantages de la diversification.

882. Lorsque le prix franchit une certaine limite, on exécute des ordres stop afin d'éviter de nouvelles pertes. Ces limites correspondent au seuil de tolérance de l'administration publique en ce qui a trait aux pertes subies au cours d'un mois, d'un trimestre ou d'une année.

883. Le NZDMO effectue un contrôle *ex post* pour mesurer le rendement de son modèle VAR. On compare les profits et pertes réels aux estimations du risque de marché produites à l'aide du modèle de valeur à risque afin d'évaluer son intégrité et son rendement. Conformément aux pratiques exemplaires du secteur privé, le NZDMO réalise également des tests d'épreuve afin de connaître l'impact d'événements extrêmes ou inusités sur le portefeuille.

884. Le NZDMO gère le risque de crédit associé aux contreparties et aux émetteurs de titres en établissant des limites à cet égard. Parce que seules des institutions de premier ordre sont en cause et que la probabilité de l'inexécution de leurs obligations est faible, l'organisme s'intéresse principalement aux pertes qui seraient subies en cas de révision à la baisse de la notation. De plus, le NZDMO ajoute une annexe de garantie de remboursement aux ententes cadres de swap conclues avec les contreparties des swaps et des opérations de change.

885. De par la nature des activités du NZDMO, des opérations d'un montant élevé peuvent être réglées la même journée. C'est pourquoi le risque relatif aux banques, aux dépositaires, aux agents financiers et aux agents de compensation n'est pas assujéti à une limite monétaire. Afin de gérer ce risque, le NZDMO a adopté des procédures de sélection et de contrôle des intermédiaires qui participent au règlement de ses opérations.

886. Le NZDMO mesure le risque de crédit à l'aide d'un modèle qu'il a élaboré lui-même, car aucun produit commercial ne pouvait répondre à ses besoins lors de sa création, en 1996. Le modèle a été évalué, et les données utilisées ont été mises à jour périodiquement. Le modèle peut être caractérisé comme un modèle d'évaluation au prix du marché, qui peut intégrer des pertes sur créances découlant de variations de la qualité du crédit; un modèle pluriannuel, qui couvre toute la durée de chaque opération; un modèle ascendant, qui calcule le risque de crédit de chaque opération et qui évalue ensuite le risque global du portefeuille.

887. Le NZDMO gère le portefeuille d'actifs liquides en devises de manière que l'État dispose de liquidités suffisantes pour honorer ses obligations à l'échéance. La gestion des risques de liquidité repose sur des politiques qui obligent le NZDMO à conserver des avoirs appropriés du point de vue de la valeur et de la qualité.

888. Dans le cadre de la gestion des risques de financement associé aux emprunts en monnaie nationale, le NZDMO veille à ce que l'échance des titres à terme fixe soit relativement uniforme sur l'ensemble de la courbe des rendements afin de répondre aux besoins de financement de l'État et de dissiper l'incertitude engendrée par les perturbations financières, et ce, en misant sur la flexibilité, sans exercer de pressions inutiles sur les taux d'intérêt. Pour ce qui est des emprunts en devises, le NZDMO détermine l'échéance des titres à terme fixe de manière à réduire la probabilité que l'État ne puisse pas accéder rapidement aux marchés ou réunir des capitaux à un coût acceptable.

889. Le NZDMO gère le risque opérationnel de plusieurs façons. Par exemple, les politiques adoptées à cette fin englobent le traitement des opérations, les questions juridiques et les questions de réglementation, les normes déontologiques, la sécurité matérielle et la sécurité des systèmes, ainsi que la continuité des activités. En outre, l'organisme met l'accent sur la communication et tient périodiquement des réunions de gestion, ce qui crée un excellent esprit d'équipe. Des spécialistes indépendants, par exemple des vérificateurs externes, et la réalisation d'initiatives particulières contribuent également à la gestion des risques opérationnel. Des pratiques flexibles et des pratiques obligatoires constituent le fondement de la gestion des risques opérationnel et sensibilisent le personnel aux événements probables pertinents.

890. Le NZDMO gère le risque de concentration comme un risque secondaire rattaché à d'autres risques. L'organisme s'assure donc que ce risque est géré avec prudence dans le contexte des autres risques.

891. La stratégie de gestion des risques du NZDMO a été adoptée lors de sa création. Toutefois, la mise en œuvre est constamment améliorée en fonction des ressources disponibles et des innovations apportées à la technologie informatique et aux techniques d'analyse. Les priorités sont établies avec soin, de manière que les précieuses ressources soient affectées à la gestion des risques les plus importants et que les risques fondamentaux soient couverts. De plus, le NZDMO demande périodiquement à des experts de l'extérieur

d'évaluer sa stratégie et ses pratiques de gestion des risques, ce qui comprend les paramètres du portefeuille.

### **Évaluation du rendement**

892. Le NZDMO évalue le rendement corrigé du risque. Le régime d'évaluation du rendement offre les avantages suivants :

- la direction du NZDMO est informée de l'ampleur du risque lié aux décisions discrétionnaires, ce qui facilite l'analyse de stratégies de financement ou d'investissement de remplacement;
- les gestionnaires du portefeuille ont accès à des informations qui les aident à gérer les risques contrôlables dont ils sont responsables, et qui témoigne de la qualité de leurs décisions;
- le NZDMO dispose de l'information nécessaire afin d'élaborer un système de stimulation du personnel en phase avec les objectifs organisationnels.

893. Pour le NZDMO, l'évaluation du rendement est un outil de gestion interne, qui est notamment utilisé pour l'affectation des ressources et l'évaluation du personnel. Elle n'est pas obligatoire en vertu des pratiques comptables généralement reconnues, qui déterminent quels documents du NZDMO sont rendus publics. C'est pourquoi les résultats de l'évaluation demeurent confidentiels.

894. Comme indiqué précédemment, le portefeuille géré par le NZDMO est divisé en sous-portefeuilles stratégiques et tactiques. Seul le rendement des sous-portefeuilles tactiques est évalué, car les sous-portefeuilles stratégiques ne sont pas gérés dans une optique de rendement. Toutes les activités associées aux emprunts en monnaie nationale sont stratégiques. Le profit ou la perte réalisée quotidiennement par chaque sous-portfeuille tactique correspond à la variation de la valeur actualisée durant la journée.

895. En 1999, le NZDMO a mis en place un régime de prix de transfert afin de reporter la variation de la valeur enregistrée à la fin de la journée d'une période à l'autre. Ce régime permet de transférer, suivant des règles établies, les opérations et les positions de risque entre des sous-portefeuilles et de mieux suivre l'attribution de la valeur ajoutée selon l'activité. Avant la mise en œuvre de ce programme, le rendement était évalué par rapport à un portefeuille fictif ou un portefeuille de référence. Le rendement était également évalué en fonction du prix nominal, plus précisément dans l'optique des opérations de gestion de la liquidité, de placement et de change. Grâce au régime de prix de transfert, il est possible d'évaluer le rendement corrigé du risque.

896. La valeur ajoutée — profit ou perte — est évaluée chaque jour, chaque mois, chaque trimestre et chaque exercice financier selon le sous-portfeuille tactique et la monnaie. Les positions de risque sont évaluées par rapport au portefeuille de référence (dette nette en

devises nulle). L'utilisation du risque est calculée pour l'ensemble des sous-portefeuilles tactiques et selon la monnaie.

897. L'évaluation du rendement corrigé du risque permet de connaître le rendement obtenu grâce à la gestion tactique par rapport au risque assumé à cette fin. En plus des données sur le profit ou la perte ou l'utilisation du risque, ce type d'évaluation fournit à la direction du NZDMO de l'information pouvant être utilisée pour évaluer la gestion tactique du portefeuille. Dans la pratique, cela encourage les gestionnaires de portefeuille à assumer le risque uniquement si, par comparaison à ce dernier, le potentiel de gain est élevé.

898. Le rendement corrigé du risque est défini comme étant la valeur ajoutée nette divisée par le capital-risque théorique. La valeur ajoutée nette est un indicateur du profit ou de la perte et tient compte des dépenses engagées dans le cadre de la gestion tactique. Elle est définie comme étant la valeur ajoutée brute moins les dépenses inhérentes à la gestion tactique. Le capital-risque théorique rend compte de l'utilisation du risque de marché, du risque de crédit et du risque opérationnel. Le risque de marché est évalué par rapport à la position stratégique caractérisée par une absence de dette nette en devises et est estimé à partir de la valeur à risque mensuelle totale moyenne. Le risque de crédit est évalué par comparaison à une position sans risque de crédit — soit, suivant la définition du NZDMO, un portefeuille constitué uniquement de titres notés AAA — et est estimé à partir de l'écart mensuel moyen par rapport au portefeuille de référence, au moyen du modèle de risque de crédit du NZDMO. On présume que le risque opérationnel est nul ou égal au niveau maximal du risque de marché ou de crédit, car le NZDMO n'a pas de modèle pour quantifier ce risque.

899. Le rendement corrigé du risque est calculé chaque mois. Le NZDMO compare le rendement courant avec le rendement antérieur au lieu d'un niveau de référence statique. On peut annualiser le rendement corrigé du risque en calculant la moyenne mobile des rendements mensuels enregistrés au cours des 12 mois précédents.

### **C. Mise en place des marchés des titres publics**

900. En 1989, la dette nette en devises équivalait à 13 milliards de dollars NZ, soit 19 % du produit intérieur brut et 43 % de la dette nette totale. Pour atteindre ses objectifs liés à la situation financière de l'État, le NZDMO avait décidé de réduire la dette en devises. Compte tenu des besoins d'emprunts de l'administration publique à l'époque, l'ampleur de la réduction de la dette en devises a été limitée par la capacité du marché néo-zélandais d'absorber d'autres titres d'emprunt. C'est ce qui a incité le NZDMO à placer en tête de liste de ses priorités le développement du marché intérieur des titres d'emprunt.

901. Les conditions préalables en ce qui concerne la réglementation et l'infrastructure du marché des titres étaient déjà en place. Instauré depuis longtemps, le cadre juridique reposait sur de solides assises, et les pratiques comptables et les pratiques de vérification étaient appropriées. Le système bancaire, le système de compensation et le système de règlement

étaient efficaces. Une banque centrale indépendante pouvait mettre en œuvre la politique monétaire et gérer la liquidité du marché.

902. Afin de développer le marché primaire des titres publics, le NZDMO a souscrit aux principes de la transparence, de la prévisibilité et de l'impartialité, comme indiqué précédemment.

903. En 1988, le Ministre des finances a décidé d'émettre principalement de gros volumes d'obligations de référence normalisées. Cette approche visait à réduire les coûts du service de la dette en augmentant la liquidité du marché, et ainsi à attirer les investisseurs qui accordent une grande importance à la liquidité. Jusqu'alors, le marché intérieur des titres d'emprunt était constitué de nombreuses tranches de titres relativement petites. En 1993, elles avaient fait place à huit titres de référence; pour chacun, la valeur des obligations en circulation pouvait atteindre 2,5 milliards de dollars NZ. Cette approche n'a pas été modifiée, si ce n'est que la valeur maximale des obligations en circulation est passée à environ 3 milliards de dollars NZ.

904. Lors de l'émission initiale d'obligations de référence, il est important d'avoir à l'esprit que lorsqu'un gros volume de titres arrivent à échéance, on assiste à un important transfert de fonds entre l'État et le secteur privé, qui doit être géré avec soin par l'entremise des opérations de gestion de la liquidité de la Reserve Bank. En Nouvelle-Zélande, les obligations de référence représentent environ 3 % du produit intérieur brut, ce qui est beaucoup compte tenu de la taille de l'économie. Par conséquent, leur rachat entraîne un mouvement de fonds notable dans le système financier. Pour atténuer cet impact, la banque centrale procède à des rachats dans les six mois qui précèdent l'échéance. Elle met également en œuvre des accords de prise en pension dans le cadre d'opérations d'open market dont l'échéance coïncide avec celle d'une obligation de référence. Un certain nombre d'obligations de référence sont arrivées à échéance depuis 1993, et ces stratégies se sont avérées efficaces, sans entraîner de distorsion sur le marché au comptant.

905. Afin d'accélérer l'émission d'obligations de référence, le NZDMO a eu recours aux échanges d'obligations en 1989. Cela s'est traduit par l'émission d'obligations de référence en échange d'obligations existantes non liquides. Le NZDMO a procédé à des rachats par échange, généralement lorsqu'un guichet d'échange s'ouvrait pour la première fois, et a négocié avec les différents investisseurs. Le prix fixé correspondait à un écart avec la courbe des obligations de référence et était corrigé en fonction de la durée. L'État a parfois réalisé des économies considérables, qui pouvaient atteindre 30 points de base par année.

906. D'autre part, on a prolongé la durée des titres publics afin de réduire le risque de financement. La première émission obligataire de référence avait une durée de 5 ans. Des titres à 7 ans et 10 ans ont été émis en 1990 et en 1991, respectivement. La date de ces différentes émissions a été choisie en fonction de la demande sur le marché et, dans le cas de la Nouvelle-Zélande, était liée de près à la désinflation. Pour les investisseurs étrangers, les

obligations à 10 ans sont devenues un étalon important, car cette échéance sert couramment de point de comparaison entre les marchés.

907. Le NZDMO n'a pas jugé nécessaire de recourir à des spécialistes en valeurs du Trésor ou à des teneurs de marché officiels pour la distribution des titres. L'organisme considère plutôt que les décisions commerciales prises par les participants contribuent plus efficacement à la tenue du marché des titres publics. Le système bancaire néo-zélandais est efficace et est accessible aux nouveaux venus. C'était le cas lors de la création d'un marché des obligations d'État liquides à la fin des années 1980 et au début des années 1990. Le système bancaire a été caractérisé par un degré élevé d'intérêts étrangers pendant plus d'un siècle, et à la suite de la réforme du secteur financier amorcée au milieu des années 1980, le nombre de banques privilégiées ne devait plus être plafonné. Pour les banques néo-zélandaises, il a été relativement facile d'acquérir les compétences et de mettre au point les systèmes nécessaires afin de créer un marché obligataire national.

908. Tous les participants au marché, y compris les investisseurs, peuvent participer aux ventes par adjudication, sous réserve du respect des critères de solvabilité. Cette formule a été efficace, en ce sens qu'un groupe cadre d'environ six à huit participants, qui se sont concertés pour établir des normes afin d'assurer la liquidité du marché secondaire — par exemple la valeur des opérations et la marge — tiennent le marché en permanence. Une approche similaire a été suivie sur le marché des changes.

909. Par ailleurs, l'élimination de la retenue à la source pour les non-résidents a favorisé dans une large mesure l'expansion du marché. Le NZDMO savait depuis un certain temps que cette disposition suscitait de l'appréhension chez les investisseurs étrangers, mais n'avait pas pu intervenir pour certaines raisons liées à la politique fiscale. Les investisseurs pouvaient se soustraire à l'impôt en vendant le titre avant l'échéance du coupon, mais cette solution était coûteuse et peu commode. De plus, de nombreux investisseurs étrangers n'étaient pas disposés à agir de la sorte pour des raisons de principe.

910. La proportion de titres publics néo-zélandais détenus par des non-résidents a enregistré une forte croissance à partir de 1993. D'après des sondages réalisés par la Reserve Bank, elle a culminé en 1997 à 62 %, pour ensuite se fixer à 33 % en 2000. La baisse, qui a été ordonnée, s'explique par un certain nombre de facteurs, notamment une diminution de l'écart de taux d'intérêt entre la Nouvelle-Zélande et les principaux marchés, ainsi que la dépréciation du dollar néo-zélandais, attribuable à la position défavorable de la balance extérieure.

911. Lorsque la proportion de titres détenus par des non-résidents est élevée, on peut craindre qu'ils ne se retirent du marché en bloc. Au fil des ans, on a assisté à des périodes de désinvestissement, mais les rachats ont généralement été ordonnés. Cela s'explique en partie du fait que le nombre de participants étrangers a augmenté et que les différents investisseurs font leur entrée ou se retirent au gré de leur analyse du marché et que leur opinion n'est généralement pas statique. Mentionnons également les politiques budgétaires et monétaires

transparentes et prudentes adoptées par les gouvernements successifs, un gage de stabilité pour le marché.

912. La capacité du marché de faire face aux crises qui ont secoué les marchés étrangers témoigne également de sa maturité. Par exemple, en 1994, la liquidation survenue sur le marché obligataire mondial a entraîné une augmentation des rendements, mais les activités du marché n'ont pas été interrompues, et, en règle générale, l'ajustement des prix s'est effectué en douceur.

913. Au cours des dernières années, le recours accru aux pensions livrées a augmenté l'efficacité du marché secondaire. Le NZDMO et la Reserve Bank ont encouragé l'élaboration et l'utilisation de documents normalisés pour l'exécution de ces opérations, ce qui a facilité ce processus. Enfin, l'exécution d'un plus grand nombre d'opérations de swap par des résidents et des non-résidents a également eu un impact sur la liquidité du marché obligataire.

#### **D. Conclusion**

914. Au cours des 13 dernières années, le NZDMO a constamment amélioré la gestion de la dette publique sous toutes ses facettes. Durant la seconde moitié de cette période, on a assisté à un redressement marqué des finances publiques et à une réduction de la dette, qui a créé ses propres problèmes techniques, en ce qui concerne la défaisance de la dette et les moyens de faire face à l'incertitude entourant les produits de la vente d'actif et l'ampleur des excédents. À l'issue d'une réorientation de la politique publique et d'autres initiatives, le NZDMO a joué un rôle plus important dans l'intermédiation et la gestion des risques. Cette tendance se maintiendra vraisemblablement et, alliée aux améliorations apportées aux techniques de gestion des risques à l'initiative du secteur privé, contribuera à faire avancer la gestion de la dette publique en Nouvelle-Zélande.

## XII. POLOGNE<sup>55</sup>

### A. Mise en place d'une structure de gestion et d'un cadre institutionnel adaptés

#### Objectifs

915. En 2001, les autorités ont révisé les objectifs courants, après avoir évalué ces derniers<sup>56</sup> ainsi que l'évolution des conditions macroéconomiques. Les nouveaux objectifs ont été intégrés à la Stratégie de gestion de la dette établie pour les années 2002–2004. La principale révision a consisté à moduler l'objectif de réduction des coûts, qui, au lieu d'être triennal, s'inscrit dans une perspective à long terme. Les objectifs se divisent en deux groupes qui comportent trois objectifs principaux et quatre objectifs complémentaires (conditionnels). Le respect des objectifs conditionnels dépendra de la situation des marchés financiers.

916. Les principaux objectifs sont les suivants :

- Réduction du coût du service de la dette. Cet objectif sera atteint par une sélection optimale des instruments de gestion de la dette, de leur structure et des dates d'émission. L'horizon temporel est déterminé par les plus longues échéances des titres d'emprunt.
- Limitation du risque de change et du risque de refinancement en devises. Cet objectif sera principalement réalisé en réduisant la part de la dette extérieure.
- Optimisation de la gestion de la liquidité dans le cadre du budget de l'État.

917. Les objectifs complémentaires (conditionnels) sont les suivants :

- Limitation du risque de refinancement en monnaie nationale. Cet objectif sera essentiellement atteint par l'allongement de l'échéance moyenne de la dette intérieure.
- Limitation du risque de taux d'intérêt. Cet objectif sera réalisé par l'accroissement de la proportion représentée par les titres longs à taux fixe dans le total de la dette.
- Assouplissement de la structure de la dette. Cet objectif sera principalement atteint par la conversion des titres d'emprunt non négociables en instruments négociables.
- Réduction de la monétisation de la dette. Cet objectif sera réalisé par l'augmentation de la part du secteur non bancaire dans le total de la dette.

#### Portée

---

<sup>55</sup> Cette étude de cas a été préparée par le Service de la dette publique du Ministère des finances.

<sup>56</sup> La pièce jointe 1 donne une description détaillée des objectifs précédents.

918. La politique de gestion de la dette menée par l'administration centrale englobe toutes les activités afférentes à la gestion de la dette dans le cadre du budget de l'État. Elles comprennent l'émission, la gestion et le service des titres du Trésor, ainsi que la gestion et le contrôle des autres passifs inscrits au budget de l'État. Cette politique n'exerce qu'une action indirecte sur la dette de l'administration centrale autre que la dette figurant dans le budget de l'État et sur la dette des administrations locales (à moins d'appliquer des mesures spéciales visant à raffermir les politiques financières), et comporte l'imposition de mesures juridiques et de règlements officiels.

### **Coordination avec les politiques monétaire et budgétaire**

919. Pour coordonner la politique de gestion de la dette avec les politiques monétaire et budgétaire, on a fondé en 1994 le Comité de gestion de la dette publique. Il se compose de membres du Ministère des finances, de la Banque nationale de Pologne (BNP) et du Trésor public. Ce comité se réunit chaque mois et possède un caractère consultatif. La participation de directeurs de services cruciaux du Ministère des finances et de la BNP, chargés de la mise en œuvre des politiques, confère une solide autorité informelle aux conclusions tirées par le Comité. Il examine surtout les plans mensuels destinés à combler les besoins de financement de l'État, la situation budgétaire et les conditions du marché monétaire.

920. La gestion de la liquidité est coordonnée au niveau interministériel par le Ministère des finances. Étant donné la nécessité de maintenir le solde du compte du Trésor public à un niveau jugé prudent, déterminé au préalable (exception faite du risque de liquidité réduite), cette coordination veille à réduire autant que possible les autres coûts afférents aux avoirs liquides sur le compte du Trésor. Les principaux instruments de la gestion de la liquidité sont les dépôts à court terme des excédents de trésorerie et l'émission de bons du Trésor à court terme.

### **Cadre juridique**

921. La Constitution de la République de Pologne, à l'article 216, interdit l'octroi de prêts, et de garanties et nantissements portant à plus de 60 % le rapport entre la dette publique majorée du montant des décaissements prévus au titre des garanties et nantissements, et le produit intérieur brut annuel. Pour éviter de dépasser la limite énoncée dans la règle principale, une disposition au contenu analogue a été intégrée à l'article 37 de la Loi sur les finances publiques et a été renforcée à l'article 45 par la définition de mesures dénommées prudentielles et de redressement, qui s'appliquent en cas de dépassement des seuils de 50 % et 55 %. Le Ministre des finances est chargé de contrôler le secteur des finances publiques dans son ensemble, ainsi que la dette du Trésor public, afin d'assurer le respect de la règle principale.

922. La législation fondamentale régissant les conditions d'exercice des gestionnaires de la dette publique est la Loi sur les finances publiques. Aux termes de cette loi, seul le Ministre

des finances est habilité à contracter et à rembourser des obligations au nom du Trésor public, et à opérer d'autres transactions financières liées à la gestion de la dette, y compris les opérations sur dérivés financiers.

923. La Loi sur les finances publiques prévoit que le Ministre des finances définit une stratégie triennale de gestion de la dette du secteur public. Il lui incombe également de présenter un plan d'action relatif à la dette du secteur public. Ces deux sujets sont réunis au sein d'un document. L'adoption des dispositions susmentionnées est prévue par la Constitution de la République de Pologne.

924. Pour fixer les conditions générales de l'émission de titres, le Ministre des finances a pris cinq ordonnances en 1999, en vertu des pouvoirs qui lui sont délégués par la Loi sur les finances publiques.

### **Structure institutionnelle**

#### ***Structure institutionnelle au sein de l'administration***

925. En Pologne, la gestion de la dette relève du Ministère des finances. Au sein de ce dernier, le Service de la dette publique applique quotidiennement la politique de la dette, formule la stratégie de gestion de l'endettement et coopère avec les marchés financiers polonais et internationaux en matière d'emprunt et de développement du marché des valeurs du Trésor.

926. La position du Service de la dette publique au sein du Ministère des finances présente des avantages et des inconvénients. Au tout début de l'établissement du marché financier national, alors que venait d'être amorcée la transition vers l'économie de marché, le Service de la dette publique (doté de pouvoirs administratifs) disposait d'un plus grand nombre d'instruments pour faciliter la mise en place de ce marché, collaborer avec d'autres organismes de réglementation, et instituer un cadre juridique et une infrastructure efficaces.

927. La situation a évolué parallèlement au développement du marché en Pologne. Le nombre d'opérateurs avertis a augmenté, la base des titres est bien développée et il existe des instruments de couverture. Compte tenu des problèmes que pose la gestion des risques associés à la dette, il convient d'adopter une approche plus souple et plus active en la matière. Cette entreprise est délicate en raison de la structure bureaucratique du Ministère des finances, alourdie par de longues procédures. Les tendances observées dans les pays de l'OCDE, où les offices de gestion de la dette sont séparés du Ministère des finances, s'expliquent par la difficulté, pour un service relevant de ce dernier, d'éviter la contradiction entre les objectifs à court terme de la politique budgétaire et la stratégie à long terme de gestion de la dette. Les enseignements dégagés des réunions annuelles du groupe de travail de l'OCDE indiquent que s'il œuvre à l'extérieur du Ministère des finances, un bureau distinct de gestion de la dette peut éviter une intervention directe dans la politique d'emprunt, la

structure des instruments offerts, et la politique de réduction des coûts du service de la dette à moyen et à long terme.

### ***Structure organisationnelle du bureau de gestion de la dette***

928. En 1998, la gestion de la dette intérieure et extérieure a été concentrée au sein du Service de la dette publique (SDP) et divisée en quatre unités fonctionnelles, la salle des marchés, les services intermédiaires, le post-marché et l'unité de la dette extérieure. La décision de créer une unité distincte pour la dette extérieure tient à la proportion appréciable que représente la dette extérieure dans le total de la dette. Cependant, comme les institutions financières externes réalisent une bonne partie des opérations habituelles de la salle des marchés et du post-marché, le SDP conserve un caractère plutôt analytique. Il compte actuellement 49 employés.

929. Le cadre et le point de référence de la gestion quotidienne de la dette seront évoqués dans la section suivante, qui porte sur la stratégie afférente à la gestion de la dette et en définit clairement les objectifs et les fonctions. Les méthodes officielles de gestion quotidienne sont encore en cours d'élaboration. Jusqu'à présent, on a établi des procédures décisionnelles applicables aux adjudications de bons du Trésor à court et à long terme, autrement dit à la détermination du prix butoir.

930. Le principal risque opérationnel inhérent à la gestion de la dette est l'absence d'un système intégré d'information, ce qui implique un cloisonnement des bases de données et une compatibilité imparfaite entre elles. Le système intégré de gestion de la dette doit être mis en place d'ici la fin de 2002.

### ***Vérification***

931. Les comptes relatifs à la dette publique et aux autres postes du budget de l'État sont assujettis à une vérification annuelle de l'Office de contrôle suprême, comptable devant le Parlement. Indépendamment d'une telle structure hiérarchique, cet office détient le pouvoir de procéder à des contrôles supplémentaires dans tout domaine des finances publiques. Le Ministre des finances soumet à la Commission parlementaire des finances publiques un rapport trimestriel sur l'exécution des obligations afférentes au service de la dette.

## **B. Stratégie de gestion de la dette et cadre de gestion des risques**

932. Afin de réduire autant que faire se peut toute menace éventuelle pour les finances publiques et l'économie nationale, les autorités appliquent des mesures destinées à assurer une gestion prudente et prévisible de la dette publique.

933. La gestion de la dette publique constitue l'un des domaines cruciaux où la transparence des mesures exécutées et l'évolution des perspectives macroéconomiques font l'objet d'une surveillance. Pour éviter que la dette n'atteigne des niveaux excessifs, la loi fixe

établit des limites pour le ratio de la dette publique au PIB, y compris des procédures spéciales si l'endettement dépasse 50 % et 55 %. Comme déjà indiqué, ces règlements ont été énoncés dans le cadre de la Loi sur les finances publiques, tandis qu'un plafond de 60 % est fixé par la Constitution de la République de Pologne.

934. Pour renforcer la crédibilité de la gestion de la dette publique, le Conseil des ministres soumet chaque année au Parlement une stratégie triennale de gestion de la dette, qui comprend une série d'objectifs clairs, une évaluation de la réalisation des objectifs assignés aux stratégies précédentes, ainsi qu'une analyse des scénarios possibles concernant la dette publique.

935. Les principaux risques encourus par l'État du fait de son portefeuille de dette en devises sont le risque de financement et le risque de change. S'agissant de la dette en monnaie nationale, on considère que les principaux risques sont le risque de refinancement et le risque de taux d'intérêt.

936. La politique consistant à réduire l'encours de la dette extérieure et à emprunter la plupart du temps sur le marché national s'est traduite par la mise en place d'un marché intérieur de la dette vaste et stable, ce qui réduit l'exposition du pays aux crises monétaires et aux chocs extérieurs néfastes.

## **Stratégie de gestion des coûts et des risques**

### ***Portefeuille de la dette en devises***

937. Bien que le service de la dette intérieure entraîne des coûts nettement supérieurs, la limitation du risque de change et du risque de refinancement en devises est un des objectifs prioritaires de la stratégie de gestion de la dette du secteur public pour la période 2002–2004. Ces deux types de risque se mesurent fondamentalement par la proportion de la dette extérieure dans le total de la dette. Le principal moyen de diminuer l'exposition à de tels risques consiste donc à réduire la part de la dette extérieure.

938. La stratégie globale indique par conséquent que les besoins de financement de l'État doivent être satisfaits dans toute la mesure du possible en faisant appel au marché intérieur. Les fonds sont mobilisés à l'étranger ne doivent pas dépasser le montant du principal de la dette extérieure exigible au cours d'un exercice donné. Les autorités peuvent toutefois contracter des emprunts sur le marché extérieur pour faciliter le rachat anticipé des créances en devises. Il leur faut éviter que l'échéance des nouveaux emprunts ne coïncide avec la période où sont concentrés les remboursements les plus élevés afférents à la dette extérieure, à savoir les années 2004–2009. Le produit des privatisations obtenu en devises est par ailleurs affecté au service et à l'amortissement de la dette extérieure.

939. La proportion de la dette extérieure (selon le lieu d'émission) dans le total de la dette a été ramenée de 49 % en 1999 à 35 % à la fin de novembre 2001. Au cours de la même

période, la dette exprimée en dollars EU a été ramenée de 31,3 milliards à 24,7 milliards de dollars EU en novembre 2001. Ces reculs sensibles sont principalement attribuables au rachat anticipé des obligations Brady. En outre, la Pologne a signé avec le Brésil en octobre 2001 un accord aux termes duquel, exceptionnellement et moyennant l'approbation du Club de Paris, une dette assortie d'une valeur nominale de 3,32 milliards de dollars EU a été remboursée par anticipation pour la somme de 2,46 milliards de dollars EU.

940. Une importante question qui se pose en ce moment est la préparation du refinancement de la dette extérieure envers les créanciers du Club de Paris, pour la période 2004–2009, durant laquelle les paiements seront concentrés. Du fait que la situation politique et économique de la Pologne est largement tributaire des modalités d'amortissement de la dette, les mesures adoptées devront tenir compte de la conjoncture. L'accession de la Pologne à l'Union européenne renforcera la crédibilité du pays et élargira son accès aux marchés internationaux, tandis que l'adhésion ultérieure à l'Union monétaire impliquera une baisse sensible de la part de la dette extérieure.

941. La stratégie consistant à obtenir et à maintenir l'accès aux principaux compartiments du marché international des capitaux a un caractère permanent, compte tenu de la nécessité de refinancer la majeure partie ou la totalité de la dette extérieure venant à échéance au cours de la période envisagée. Cette politique sera menée par le placement d'émissions de titres du Trésor dans les compartiments clés du marché. De surcroît, pour améliorer sa notation, le Trésor public conduit, dans la mesure de ses capacités actuelles, des opérations de rachat anticipé de certaines créances, afin de réduire la dette extérieure et le coût du service y afférent, ainsi que les remboursements de principal exigibles au cours des années 2004–2009.

942. À l'avenir, lorsque le zloty cèdera la place à l'euro, la situation changera. Puisque 43 % de la dette extérieure est libellée en euros, le risque de change y afférent sera sensiblement atténué. Les possibilités de collecter des ressources sur les marchés financiers évolueront aussi nettement. L'accession de la Pologne à l'Union européenne aura une influence considérable sur la notation du pays, ce qui permettra de réduire les coûts de financement. L'apport de concours de l'UE pourrait aussi permettre de diminuer le refinancement à l'étranger, en affectant les ressources de l'UE à l'amortissement de la dette extérieure et en accroissant la dette intérieure pour mobiliser des capitaux propres à financer les objectifs auxquels les ressources de l'UE étaient initialement destinées.

943. Pour éviter de fausser le taux de change par suite de l'afflux de devises sur le marché, le produit des privatisations libellé en devises est versé sur un compte spécial réservé au service de la dette extérieure.

### ***Portefeuille de la dette en monnaie nationale***

944. Le risque de refinancement est souvent mesuré par l'échéance résiduelle moyenne. On peut donc limiter le risque de refinancement en monnaie nationale si l'on allonge l'échéance moyenne de la dette intérieure. En février 2002, l'échéance résiduelle moyenne de la dette

intérieure était de 2,52 ans, tandis que la durée de la dette marchande en zlotys représentait 1,90 an. Ces échéances ne garantissent pas un niveau de sécurité suffisant à moyen terme. L'allongement de l'échéance moyenne de la dette intérieure doit être progressif et s'effectuer parallèlement au développement du marché financier polonais, à l'augmentation de la demande d'instruments à long terme et à la baisse des taux longs.

945. Le risque de refinancement peut aussi être évalué par la structure temporelle des remboursements futurs. La politique de réduction de l'endettement sous forme de bons du Trésor en faveur d'une augmentation de la dette composée d'obligations à moyen et à long terme permet de lisser la structure d'amortissement, ou de réduire les remboursements au cours des prochaines années (moyennant un alourdissement simultané de l'amortissement au cours des années suivantes). Cette même politique d'accroissement de la dette composée de titres à taux fixe et de réduction de l'endettement sous forme de bons du Trésor s'est traduite par une diminution du risque de taux d'intérêt. La proportion des titres négociables à taux fixe dans la dette intérieure de l'État a été portée de 39 % en 1999 à 53 % à la fin de février 2002. Cette hausse résulte surtout d'une progression des ventes et des effets de la conversion des titres non négociables en titres négociables à taux fixe. La part des bons du Trésor dans la dette intérieure représentait 20 % en février 2002 et n'a pas changé depuis 1999.

946. Ces mesures ont permis de réduire la sensibilité du coût du service de la dette aux fluctuations des taux d'intérêt sur le marché financier et d'augmenter le taux de prévisibilité de ces charges, pour la période courante et les années futures.

### **L'analyse des risques en cours**

947. Lorsqu'elles ont formulé la stratégie de gestion de la dette et la loi de finances, les autorités ont envisagé divers scénarios. Plusieurs tenaient compte de l'éventualité de circonstances défavorables comportant des risques macroéconomiques et de marché, ainsi que du contexte budgétaire. Les facteurs susceptibles de compromettre l'application de la stratégie ont aussi été pris en considération.

948. L'exécution de la stratégie de gestion de la dette impliquait principalement un arbitrage entre la réduction des coûts et la diminution des risques. Les risques ont surtout trait aux taux d'intérêt, au refinancement et au change, ainsi qu'à la gestion de la liquidité. Il faut donc adopter une approche dynamique, qui tienne compte des conditions du marché et de la situation budgétaire actuelles. Le processus décisionnel est heuristique et ne comporte pas de procédures officielles, bien qu'il utilise jusqu'à un certain point des mesures quantitatives et des modèles structurés (un système de méthodes officielles est encore en voie d'élaboration).

949. Les indicateurs de risque sont établis rétrospectivement et s'accompagnent aussi de prévisions. Les caractéristiques souhaitées concernant les ratios endettement extérieur/intérieur et dette à taux fixe/à taux variable ainsi que la durée sont modifiées selon la situation du marché et les besoins de financement. On utilise actuellement les indicateurs de risque suivants :

- le ratio dette/PIB et le ratio coût du service de la dette/PIB — les indicateurs les plus généraux, qui résument la capacité globale d'assurer le service de la dette publique;
- la part de la dette extérieure dans le total de la dette — indicateur principalement utilisé pour mesurer le risque de change;
- l'échéance moyenne de la dette intérieure — pour évaluer le risque de refinancement;
- la durée de la dette intérieure — pour apprécier les risques de refinancement et de taux d'intérêt, et
- d'autres indicateurs, surtout des statistiques descriptives, notamment la proportion de la dette à taux variable et à taux fixe, la structure des échéances par mois et par année ainsi que d'autres données similaires.

950. Des modèles économétriques et d'autres modèles quantitatifs<sup>57</sup>, conçus par le Service de la dette publique, sont également utilisés. Les diverses décisions prises s'appuient aussi sur les solutions officielles apportées aux problèmes d'optimisation qui se posent périodiquement. Les résultats tirés de ces modèles sont toutefois largement tributaires des hypothèses afférentes aux prévisions de taux d'intérêt et d'autres variables, qui peuvent parfois être subjectives.

951. La quantification des risques fait l'objet d'études méthodologiques plus poussées. On attend des progrès décisifs dans ce domaine, une fois mis en place le système intégré de gestion de la dette. Pour l'instant, aux fins de suivi et d'évaluation des risques, on utilise des systèmes d'information très cloisonnés et non automatisés. Chaque année, les données saisies sont recueillies manuellement dans les différentes bases de données. Les outils de contrôle des risques ne sont pas non plus intégrés.

952. La qualité de l'évaluation et du suivi des risques, ainsi que d'autres aspects de la gestion des données, devraient nettement s'améliorer après l'introduction du système intégré de gestion de la dette, financé par les concours du programme PHARE 2000 et par un prêt de la Banque mondiale. Ce projet vise à préparer (en collaboration avec le Ministère des finances finlandais) une gestion plus efficace et efficiente de la dette en établissant un système informatique intégré, conforme aux normes en vigueur dans les pays membres de l'UE. Ce système servira de support à la gestion de la dette publique et au processus budgétaire, y compris la définition des besoins de financement et du coût du service de la dette. Il réduira aussi ce derniers en fournissant des outils d'analyse performants. Il améliorera de surcroît les connaissances sur l'évolution des marchés de capitaux et permettra de mieux tenir compte des mécanismes du marché dans la gestion de la dette. Il renforcera par ailleurs la gestion et le contrôle des risques.

---

<sup>57</sup> Utilisant entre autres des applications de programmation mathématique, la théorie des jeux et les réseaux neuraux.

953. Aucun portefeuille de référence n'est pour l'instant utilisé. Par suite de la forte instabilité du marché et de la fréquente révision des hypothèses à long terme concernant les déficits budgétaires et les conditions du marché, les comparaisons entre le portefeuille effectif et les prévisions ont un caractère indicatif.

### **Gestion active de la dette**

954. La gestion de la dette publique n'englobe pas les activités sur le marché secondaire intérieur. Les autorités s'efforcent avant tout de réduire les coûts à long terme et la politique actuelle est subordonnée à cette exigence. La gestion active de la dette comprend les mesures prises en dehors du calendrier normal des émissions d'emprunts et du service de la dette, qui visent à respecter les objectifs de la stratégie de gestion de la dette. Elles comprennent le rachat occasionnel, avant la date d'échéance, de créances sur le marché national et international, l'adjudication régulière de bons du Trésor avec arbitrage, les opérations d'échange et l'utilisation d'autres dérivés. Ces deux dernières options sont prévues.

955. La gestion active de la dette ne sert pas à dégager un rendement sur les titres d'emprunt en devises. La seule exception porte sur le rachat des obligations Brady assorties d'un nantissement, qui a dégagé des recettes lors de la vente des titres constituant la sûreté.

### **Gestion des passifs conditionnels**

956. Un service distinct du Ministère des finances coordonne la gestion des passifs conditionnels, notamment l'octroi de sûretés et de garanties par le Trésor public. Les décaissements effectués par ce département sont intégrés au coût du service de la dette publique dans son ensemble. Le montant prévu pour ces versements représente un élément important du processus de gestion de la dette.

### **Gestion des risques associés aux options intégrées**

957. Le seul cas où une option de vente est utilisée (la possibilité, pour un investisseur, d'obtenir un remboursement anticipé) est celui des obligations d'épargne, à savoir les obligations à taux fixe assorties d'une échéance de deux ans (DOS) et les obligations d'épargne indexées sur l'inflation, à échéance de quatre ans (COI). La part relativement faible de ces instruments dans le total de la dette, ainsi que les données rétrospectives sur la proportion des obligations dont l'option a été levée, montrent que le risque encouru était négligeable. Les rachats anticipés ne représentent qu'environ 4 % de la valeur totale des obligations assorties d'une telle option. Ce faible pourcentage s'explique notamment par la sensibilité assez faible des petits porteurs à l'évolution des conditions du marché. Les autorités tiennent compte des menaces potentielles que représentent ces options et prennent les précautions voulues pour réduire le risque de liquidité.

958. Les rachats anticipés sont financés par les intérêts courus sur les sommes réservées à un remboursement éventuel des obligations à leurs détenteurs, qui sont placées sur un compte

bancaire ouvert par l'agent émetteur. En outre, l'émetteur dispose d'une période d'une semaine pour verser les fonds aux détenteurs d'obligations qui exercent une option.

### C. Mise en place de marchés des titres publics

#### Titres d'emprunt

959. Selon la stratégie fixée pour la gestion de la dette du secteur public au cours des années 2002–2004, les emprunts d'État doivent être principalement réalisés sur le marché intérieur. Les emprunts à l'étranger sont limités au refinancement de la dette venant à échéance. À l'avenir, les capitaux collectés sur le marché étranger augmenteront progressivement, parallèlement aux remboursements de la dette envers les créanciers du Club de Paris.

960. L'importance croissante attachée à la réduction des coûts sur une période déterminée par les échéances des instruments de gestion de la dette les plus longs a pesé sur la structure des ventes de titres du Trésor, surtout en 2001. Le choix d'émettre des instruments à court ou à long terme a été dicté par les conditions du marché et les prévisions d'évolution de la courbe des rendements. Il est admis que l'allongement de l'échéance résiduelle moyenne représente l'un des principaux moyens de réduire le risque de refinancement de la dette intérieure.

961. Les titres négociables et les obligations d'épargne du Trésor émis sur le marché national en 2001 comprenaient les instruments suivants :

- Bons du Trésor à échéance allant de 1 à 52 semaines
- Obligations du Trésor vendues par adjudication (« titres de gros »)
  - Obligations à 2 ans sans coupon (OK)
  - Obligations à taux fixe assorties d'une échéance de 5 ans (PS)
  - Obligations à taux fixe assorties d'une échéance de 10 ans (DS), et
  - Obligations à taux variable assorties d'une échéance de 10 ans (DZ)<sup>58</sup>
- Obligations du Trésor placées à travers le réseau des services aux particuliers (« titres de détail »)
  - Obligations d'épargne à taux fixe assorties d'une échéance de 2 ans (DOS)
  - Obligations à taux variable assorties d'une échéance de 3 ans (TZ)
  - Obligations d'épargne assorties d'une échéance de 4 ans (COI) indexées sur l'inflation, et
  - Obligations à taux fixe assorties d'une échéance de 5 ans (SP)

---

<sup>58</sup> Les ventes d'obligations DZ ont été suspendues en 2002.

En 2002, l'État a émis une obligation à taux fixe (WS) assortie d'une échéance de 20 ans. La première adjudication a eu lieu le 17 avril 2002.

962. Les instruments de détail permettent de soutenir les ventes d'instruments de gros, d'élargir la base des investisseurs et d'encourager la propension à l'épargne. Dans ce domaine, il faudra notamment diversifier les titres offerts et améliorer leur accessibilité pour les investisseurs potentiels, grâce à l'utilisation des nouvelles technologies de l'information. La vente d'obligations indexées aux particuliers représentait quelque 1,0 % de la valeur totale des titres placés par le Ministère des finances et environ 5,8 % des obligations de détail.

963. L'échéance des titres émis sur les marchés internationaux de capitaux est limitée par la structure d'amortissement actuelle de la dette extérieure. Jusqu'en 2001, par suite de très faibles besoins de financement, le Ministère n'exécutait qu'une opération de référence par an sur le marché international, sans dépasser le montant des remboursements du principal de la dette. Du fait de la nécessité de refinancer la majeure partie ou la totalité de la dette extérieure au cours des années 2004–2009, l'émission de titres sur le marché international vise principalement à conserver l'accès aux compartiments les plus importants de ce marché et à établir une référence pour les émissions d'obligations par les sociétés polonaises.

### **Consolidation de la dette publique**

964. On dispose de données sur la dette publique polonaise (dette des entités incluses dans le secteur public)<sup>59</sup> depuis 1999 (depuis 2001 sous forme consolidée). Depuis lors, conformément à la Loi sur les finances publiques, deux ordonnances ont été prises afin de réglementer l'enregistrement de la dette. La première s'applique à la comptabilisation des unités comprises parmi les « entités budgétaires ». La seconde porte sur l'enregistrement de la dette des autres unités du secteur public. Cette réglementation permet au Ministère des finances (qui est tenu de publier deux fois par an des données sur la dette publique) de calculer la totalité de la dette du secteur public, après consolidation. Ces dispositions visent aussi à obtenir les données indispensables pour satisfaire aux exigences de notification internationale (préparation de rapports pour EUROSTAT, le FMI et l'OCDE).

### **Mécanismes d'émission d'emprunt**

#### ***Bons du Trésor***

965. Les bons et les obligations du Trésor sont vendus sur le marché primaire par voie d'adjudications organisées par la Banque nationale de Pologne (BNP). Les soumissions doivent parvenir à la BNP au plus tard à 11 heures du matin, le jour de l'adjudication. Sur réception d'un résumé des offres, le Ministre des finances fixe le prix plancher pour un

---

<sup>59</sup> La Banque nationale de Pologne n'est pas comprise dans le secteur public.

instrument assorti de telle ou telle échéance. Les offres d'achat supérieures à ce prix sont acceptées dans leur intégralité, tandis que les soumissions au prix plancher peuvent être réduites ou acceptées en totalité. Chaque enchérisseur acquiert les titres au prix offert.

966. Les dates des adjudications sont annoncées au début de chaque année par un calendrier des émissions publié sur le site Internet du Ministère<sup>60</sup>. Les renseignements détaillés sur la prochaine adjudication sont publiés sur le site Internet du Ministère et sur le terminal Reuter deux jours avant la date de la vente. L'annonce précise le type et l'échéance de l'instrument proposé, la valeur de l'emprunt et le lieu de remise des offres, tout en indiquant brièvement les conditions de l'émission.

967. Les bons du Trésor sont vendus au-dessous du pair dans le cadre d'adjudications tenues régulièrement le premier jour ouvrable de la semaine (habituellement le lundi). Des adjudications supplémentaires peuvent toutefois se dérouler d'autres jours de la semaine. Les participants autorisés à soumissionner sont des entités qui ont acquis le trimestre précédent au moins 0,2 % de la totalité des bons vendus sur le marché primaire. Elles font l'objet d'une vérification trimestrielle en fonction de ce critère. D'autres investisseurs peuvent participer aux adjudications par l'intermédiaire de ces entités. Le paiement des titres acquis et le remboursement des bons venant à échéance sont en général effectués le surlendemain de l'adjudication, via les comptes courants des banques tenus par le service de la BNP qui est chargé du système de paiement.

968. Les adjudications d'obligations du Trésor ont habituellement lieu le mercredi<sup>61</sup>. Des adjudications supplémentaires peuvent être tenues d'autres jours. Les entités autorisées à soumissionner dans ce cadre participent directement au système de depositaire national de titres (DNT); les autres parties intéressées peuvent y participer par leur entremise. Les adjudications d'obligations du Trésor sont réglées en numéraire et en titres via le DNT; le depositaire effectue directement ces règlements en espèces par l'intermédiaire de son compte à la BNP.

### ***Obligations de détail***

969. La vente et la gestion d'obligations de détail destinées aux petits investisseurs sont réalisées par la maison de courtage dénommée Central Brokerage House of Bank Pekao S.A. (CDM Pekao SA), dans le cadre d'accords conclus avec le Ministre des finances. CDM Pekao SA est l'agent émetteur et aussi l'organisateur d'un consortium regroupant vingt-et-une des plus grandes sociétés de courtage bancaires et non bancaires. Les obligations

---

<sup>60</sup> [www.mofnet.gov.pl](http://www.mofnet.gov.pl)

<sup>61</sup> Le premier mercredi du mois pour les obligations à taux fixe et à coupon zéro assorties d'une échéance de 2 ou 5 ans; le deuxième mercredi des mois pairs pour les obligations à taux variable assorties d'une échéance de 10 ans et le troisième mercredi des mois impairs pour les obligations à taux fixe assorties d'une échéance de 10 ans.

sont placées à travers un réseau de points de service à la clientèle — dont le nombre atteignait environ 550 à l'échelle nationale, au début de 2000 — et par Internet.

970. Les obligations négociables (obligations à taux variable à 3 ans et obligations à taux fixe à 5 ans) sont vendues au prix d'émission publié avant le début de la vente. Outre le prix d'émission, le prix de vente comprend les intérêts courus entre la date du début de la vente et celle de l'achat. Quatre tranches sont émises chaque année, la distribution s'effectuant sous trois mois. Le prix de vente des obligations à 5 ans est établi mensuellement. Les obligations d'épargne (à taux fixe à deux ans et indexées à quatre ans) se vendent chaque jour ouvrable au prix de 100 zlotys. Tous les mois, l'émetteur introduit une nouvelle tranche de chaque catégorie d'obligations d'épargne.

971. Le versement des intérêts et le rachat des obligations s'effectuent au point d'achat ou par l'intermédiaire du compte bancaire précisé. On peut aussi déposer les obligations à taux variable à trois ans et les obligations à taux fixe à cinq ans sur un compte de placement auprès de toute maison de courtage de valeurs; dans ce cas, le service et le remboursement des obligations sont assurés via le même compte. Ces deux catégories d'obligations sont admises à la cote officielle sur le marché réglementé (la Bourse de Varsovie).

### ***Dettes extérieures***

972. Pour l'émission d'obligations à l'étranger, on utilise un mécanisme classique, notamment un syndicat de banques internationales d'investissement. Chaque opération sur le marché international fait l'objet d'une préparation minutieuse, qui fait appel au savoir-faire en matière de gestion de la dette publique ainsi qu'aux compétences des banques d'investissement, pour choisir au mieux le moment opportun et le compartiment du marché. Le prix des obligations s'établit en fonction des conditions du marché et tient compte de la performance des titres sur le marché secondaire.

### **Développement du marché secondaire**

973. Les principales mesures adoptées pour accroître la liquidité, l'efficacité et la transparence du marché secondaire des titres du Trésor sont les suivantes :

- l'élimination ou la réduction des restrictions pesant sur l'infrastructure de règlement, par exemple la mise en œuvre d'un système de règlement brut en temps réel (RBTR) et la préparation d'emprunts de titres, la réduction des frais de transaction et des commissions, et le développement du marché des prises en pension<sup>62</sup>;
- le soutien apporté par la plateforme électronique à la négociation des titres d'emprunt et l'intégration harmonieuse de ces opérations au système d'enregistrement et de règlement;

---

<sup>62</sup> Ce système a été mis en place le 26 avril 2002.

- la poursuite de la politique destinée à élargir le marché des titres du Trésor par des émissions appréciables de différentes tranches, ce qui implique un nombre plus restreint d'échéances pour les diverses catégories de titres d'État et une augmentation de leur valeur dans chaque tranche;
- l'appui aux mesures visant à éliminer la réglementation assujettissant les opérations de mise en pension au système de réserves obligatoires; et
- l'introduction d'opérations d'échange.

974. On est en train d'établir un système d'opérateurs primaires (courtiers en valeurs du Trésor). En 2001, les autorités ont préparé une réglementation applicable à la sélection et à l'évaluation appropriée des opérateurs primaires, définissant aussi les droits et de les obligations de ces agents, qui a fait l'objet d'une consultation ultérieure avec les banques. La coopération avec les opérateurs primaires aboutira aussi à identifier les risques associés à la gestion de la dette publique et au développement du marché des titres du Trésor. Le processus de contrôle et d'évaluation des candidats a été amorcé le 26 avril 2002.

### **Contacts avec les milieux financiers**

975. L'administration efficace de la dette publique implique nécessairement que les gestionnaires entretiennent de bonnes relations avec les investisseurs. Des réunions sont régulièrement tenues à cette fin avec les groupes d'investisseurs nationaux tels que les banques, les maisons de courtage, les caisses de retraite, les fonds de placement et les compagnies d'assurance. On organise aussi des réunions individuelles avec d'importants acteurs nationaux et étrangers du marché des titres du Trésor.

### **Relations avec le marché du secteur privé**

976. Le marché polonais de la dette est dominé par les titres publics (les obligations et les bons du Trésor à court terme représentent quelque 90 % du total de l'encours de la dette). Les émissions de titres n'émanant pas du Trésor sont surtout des placements privés. Du fait de la modeste importance de la dette du secteur privé, la gestion de la dette publique peut s'opérer indépendamment de toute considération concernant la situation actuelle de ce marché. Le développement du marché de la dette publique représente au contraire une condition essentielle à l'essor des marchés de la dette privée.

### **Règles d'imposition**

#### ***Imposition des résidents***

##### *Personnes morales*

977. Les intérêts et les primes de remboursement ainsi que les revenus tirés de la vente de titres du Trésor sont soumis au régime général de l'impôt sur le revenu, selon le taux en

vigueur l'année où les revenus ont été perçus par les personnes morales (en 2001, ce taux représentait 28 %).

#### *Personnes physiques*

978. Les intérêts ou les primes de remboursement afférents aux titres du Trésor et acquis par des particuliers avant le 1<sup>er</sup> décembre 2001 étaient exonérés d'impôt. Les intérêts ou les primes de remboursement afférents à des titres du Trésor acquis par les contribuables après le 31 novembre 2001 sont soumis à une retenue à la source de 20 %.

979. Les revenus de la vente d'obligations nationales du Trésor (émises après le 1<sup>er</sup> janvier 1989 et acquises avant le 1<sup>er</sup> janvier 2003) perçus au plus tard le 31 décembre 2003 sont exonérés d'impôt, à moins que la transaction ne soit effectuée à des fins commerciales. Les revenus tirés de la vente de valeurs autres que des obligations du Trésor sont assujettis à l'impôt sur le revenu des personnes physiques.

#### *Imposition des non-résidents*

980. Les titulaires de revenus provenant de titres du Trésor acquis sur le marché national sont assujettis aux conventions préventives de double imposition entre la Pologne et le pays de résidence ou de domiciliation du non-résident percevant des revenus en Pologne. S'il n'existe pas de convention fiscale, les principes suivants s'appliquent.

#### *Personnes morales*

981. Les intérêts et les primes de remboursement font l'objet d'une retenue à la source de 20 %. Les revenus tirés de la vente de titres du Trésor sont soumis au régime général de l'impôt sur le revenu, selon le taux en vigueur l'année où les revenus ont été perçus par les personnes morales (en 2001, le taux représentait 28 %).

982. Sont exonérés d'impôt les revenus perçus par des personnes morales basées à l'étranger, par suite de la vente, de la conversion ou d'un autre acte juridique impliquant la cession de droits afférents à des obligations émises par le Trésor de la République de Pologne sur les marchés étrangers depuis 1995.

*Personnes physiques*

983. Les ressortissants étrangers non domiciliés en République de Pologne ou non titulaires d'un droit de résidence permanente ou temporaire sur le territoire de la République de Pologne (la résidence temporaire s'entendant d'un séjour n'excédant pas 183 jours par année d'imposition) ne sont imposables que sur les revenus tirés d'activités exercées sur le territoire de la République de Pologne dans le cadre d'une relation de prestation de services ou d'emploi, indépendamment du lieu de versement de la rémunération, et sur les autres revenus perçus en Pologne.

984. Les intérêts et les primes de remboursement afférents aux titres du Trésor émis sur le marché intérieur et acquis par les contribuables avant le 1<sup>er</sup> décembre 2001 étaient exonérés d'impôt. Les intérêts ou les primes de remboursement afférents à des titres du Trésor acquis par les contribuables après le 31 novembre 2001 sont assujettis à une retenue à la source de 20 %.

985. Les revenus de la vente d'obligations nationales du Trésor (émises après le 1<sup>er</sup> janvier 1989 et acquises avant le 1<sup>er</sup> janvier 2003) perçus au plus tard le 31 décembre 2003 sont exonérés d'impôt, à moins que la transaction ne soit effectuée à des fins commerciales. Les revenus tirés de la vente d'autres valeurs du Trésor sont assujettis à l'impôt sur le revenu des personnes physiques.

986. Sont exonérés d'impôt les revenus perçus par des ressortissants étrangers non domiciliés en Pologne, par suite de la vente, de la conversion ou d'un autre acte juridique impliquant la cession de droits afférents à des obligations émises par le Trésor de la République de Pologne sur les marchés étrangers au cours de la période 1995–2001.

***Effet de la fiscalité sur les échanges de titres publics***

987. La fiscalité n'exerce pour l'instant aucun effet sur la vente de titres publics, du fait de l'abattement dont bénéficient depuis 1998 les opérations réalisées par des particuliers.

988. Il est par conséquent difficile d'évaluer l'incidence de la fiscalité sur les opérations effectuées par les personnes physiques, car la législation n'est entrée en vigueur que depuis peu. Elle s'applique par ailleurs aux revenus tirés de dépôts bancaires en tous genres, ce qui signifie que ces deux formes de placement jouissent d'une égalité de traitement. Des dispositions analogues sont aussi en vigueur dans l'Union européenne.

Pièce jointe 1

**Évolution et révision des objectifs de gestion de la dette avant 2001**

989. La stratégie de gestion de la dette a été définie pour la première fois en 1999, dans un document soumis au Parlement en même temps que les principes sous-tendant le projet de loi de finances. Des objectifs à court et à long terme ont été formulés. La perspective à long terme de la stratégie correspondait à la structure d'amortissement pour la majeure partie de la dette extérieure de la Pologne (envers les créanciers du Club de Paris) et coïncidait avec l'horizon fixé pour la stratégie de finances publiques et de développement économique, Pologne 2000–2010. La stratégie de gestion de la dette pour cette période comportait les principaux objectifs suivants :

- réduire la proportion de la dette extérieure dans le total de la dette en refinançant une partie de la dette exigible par l'emprunt intérieur et le rachat anticipé de certaines créances extérieures;
- amener les indicateurs de la structure d'amortissement de la dette au niveau voulu : échéance moyenne, duration et rapport entre la dette exigible au cours d'une année donnée et le total de la dette;
- assurer l'uniformité de la répartition des remboursements au titre de la dette et du coût de son service, notamment pour éliminer les périodes où les paiements sont concentrés;
- réduire les risques associés à la variabilité du coût du service de la dette (en accroître la prévisibilité) en augmentant la proportion des instruments à revenu fixe dans le total de la dette;
- assouplir la structure de l'endettement extérieur.

990. Les objectifs suivants ont été fixés dans le cadre de la stratégie triennale :

- réduire le coût du service de la dette soumis aux contraintes suivantes :
  - le besoin de financement de l'État (besoins nets de trésorerie);
  - le niveau de risque inhérent au financement de la dette, y compris le risque de change, le risque de refinancement et le risque de taux d'intérêt;
  - la capacité d'absorption des instruments à moyen et à long terme dont dispose le marché intérieur (à condition que l'émission d'emprunts d'État n'évince pas le crédit à l'économie);
  - les conditions pratiquées sur les marchés financiers internationaux, liées à la notation du pays, et
  - le respect de la politique monétaire de la banque centrale;
- optimiser le calendrier d'amortissement de la dette extérieure, pour les années 2004-2009 (la période de forte concentration des paiements);
- réduire la monétisation de la dette en accroissant la part du secteur non bancaire dans le total de la dette.

991. Les objectifs énoncés dans la première stratégie ont été révisés en 2000, eu égard à la nécessité de réduire davantage la charge du service de la dette que supporteraient les finances publiques au cours des deux ou trois années suivantes.

992. Les objectifs formulés dans le cadre de la stratégie étaient les suivants :

- réduire le coût du service de la dette à l'horizon retenu — à savoir :
  - réduire la charge du service de la dette assumée par les finances publiques au cours des années 2001–2003 — surtout par un accroissement de la proportion des titres à taux fixes dans le total de la dette et une limitation de la part des bons du Trésor et des titres à taux variable;
  - réduire les coûts pendant une période déterminée par les échéances des titres les plus longs et la définition préalable de paramètres (y compris ceux dictés par la nécessité de réduire les coûts durant la période 2001–2003) — en opérant une sélection optimale des titres d'emprunt, de leur structure et de leurs dates d'émission;
  - réduire le coût du service de la dette pour éviter que les taux d'intérêt ne soient fixés à un niveau supérieur au minimum requis, ce qui peut être accompli par des mesures visant à accroître la liquidité et la profondeur du marché secondaire des titres du Trésor, à renforcer la transparence et la sécurité des opérations sur titres de créance, et à éliminer les obstacles techniques au négoce des titres du Trésor (commissions, système de règlement, etc.);
- limiter le risque de change et le risque de refinancement en devises — par suite de la réduction de la part de la dette extérieure;
- limiter le risque de refinancement — surtout par l'allongement de l'échéance moyenne de la dette intérieure;
- limiter le risque de taux d'intérêt — par l'accroissement de la proportion des instruments à taux fixe, à moyen et à long terme, dans le total de la dette;
- assouplir la structure de l'endettement — par la conversion de la dette non négociable en instruments négociables;
- diminuer la monétisation de la dette — par l'accroissement de la part du secteur non bancaire dans le total de la dette;
- optimiser le calendrier d'amortissement de la dette extérieure pour les années 2004–2009;
- optimiser la gestion de la liquidité dans le cadre du budget de l'État.

### **XIII. PORTUGAL<sup>63</sup>**

993. L'entrée du Portugal au sein de l'Union monétaire européenne a considérablement modifié le contexte dans lequel est gérée la dette publique portugaise au cours des dernières années. Ayant adopté l'euro, le Portugal bénéficie maintenant de la crédibilité que donne la politique monétaire définie au niveau de l'Union européenne (UE) et il affiche la rigueur budgétaire imposée aux États membres de l'UE. Les contraintes de gestion de la dette publique liées à la politique monétaire ont été sensiblement réduites par l'adhésion à l'UE, le Portugal ayant maintenant accès à un marché financier « intérieur » beaucoup plus vaste, celui des titres de créance en euros. La nouvelle situation du Portugal ne comporte toutefois pas que des avantages. Le pays est maintenant confronté à la difficulté de ne plus être l'émetteur de la monnaie de référence, en l'occurrence l'escudo portugais, et n'est plus qu'un petit emprunteur sur un vaste marché. Il lui faut donc faire face à la concurrence d'autres émetteurs souverains pour obtenir les capitaux d'un bassin commun d'investisseurs.

994. Dans la deuxième moitié des années 1990, en prévision de ces changements, une série d'importantes réformes ont été engagées afin de créer les conditions nécessaires à une gestion plus efficace de la dette publique dans le nouvel environnement. Entre autres réformes institutionnelles, on a créé en 1996 un organisme autonome chargé de la gestion de la dette, l'IGCP, on a élaboré une nouvelle loi de gestion de la dette publique (la loi) qui a été adoptée par le Parlement en 1998 et le gouvernement a adopté des directives formelles de gestion de la dette en 1999.

#### **A. Mise en place d'une structure de gestion et d'un cadre institutionnel adaptés**

##### **Les objectifs de la gestion de la dette**

995. Les objectifs stratégiques qui doivent être poursuivis dans la gestion de la dette publique et dans le financement de l'État sont énoncés explicitement dans la nouvelle loi de gestion de la dette publique qui stipule que ces activités doivent viser à garantir l'obtention des ressources financières nécessaires à l'exécution du budget de l'État et être menées de manière à :

- limiter autant que faire se peut les coûts directs et indirects de la dette publique à long terme;
- garantir un étalement équilibré des coûts de la dette sur plusieurs budgets annuels;
- prévenir une concentration excessive des rachats dans le temps;
- éviter les risques excessifs;

---

<sup>63</sup> Cette étude de cas a été préparée par Rita Granger, Lucia Leitao et Vasco Pereira du Service de la dette publique du Portugal (IGCP).

- promouvoir un fonctionnement efficace et harmonieux des marchés financiers.

996. La limitation des coûts était déjà un objectif implicite de la gestion de la dette avant même l'approbation de la nouvelle loi. Sa promulgation constitue néanmoins une étape importante, car elle officialise cet objectif, précise son sens exact de manière qu'il puisse être poursuivi dans un horizon temporel prolongé et elle introduit explicitement la nécessité de limiter les risques, et plus particulièrement les risques de refinancement, et de réduire progressivement la volatilité des coûts de la dette.

997. L'objectif consistant à promouvoir un fonctionnement efficace et harmonieux du marché financier intérieur revêtait une importance particulière avant la création de l'Union monétaire européenne, car la plus grande partie de la dette était alors libellée en escudos et avait été souscrite sur le marché intérieur. La pertinence de la création et du maintien d'une courbe de rendement repère pour appuyer les marchés financiers en escudos a disparu dès que l'escudo portugais a été intégré à l'euro.

998. Les directives relatives à la gestion de la dette, approuvées par le Ministre des finances (Ministre des finances) vers la fin de 1998 et appliquées depuis 1999, comportent un modèle de gestion des risques et ont transposé l'objectif stratégique de limitation du coût de la dette dans la définition d'un repère qui, depuis, constitue le point de référence pour la gestion de la dette. Cette méthode de gestion des risques comporte quatre éléments de base :

- adoption d'un modèle uniforme pour le développement des marchés primaire et secondaire des titres de créance publics portugais;
- élaboration et mise en œuvre de directives claires de gestion de la dette et d'évaluation du risque et du rendement (repère);
- investissement dans les systèmes de technologie informatique (TI) afin de favoriser la prise de décisions de gestion éclairées, de réduire le risque opérationnel et d'accroître la transparence en rehaussant la qualité de toutes les données sur les opérations et en les rendant plus accessibles;
- élaboration et mise en œuvre d'un manuel complet de procédures opérationnelles afin d'atténuer les risques opérationnels et d'appuyer l'audit interne et externe des comptes.

### **L'étendue des activités de gestion de la dette**

999. La gestion de la dette revêt plusieurs aspects : émission des titres de créance et exécution d'opérations de pension et d'autres opérations financières ayant toutes pour but de corriger la structure du portefeuille de la dette.

1000. La loi n'impose aucune limite quant à la nature des instruments financiers qui peuvent être utilisés à des fins de financement. Toutefois, le souci de maintenir la liquidité des titres de créance publics a mené à une concentration progressive des activités de financement dans l'émission d'un nombre restreint d'obligations du Trésor standard à taux fixe (Obrigações do

Tesouro – OT) et d'effets commerciaux (ECP). Les certificats d'épargne, des titres de créance vendus en permanence aux particuliers, demeurent une source importante de financement.

1001. Instruments de dernier recours, des opérations de pension sont aussi offertes aux teneurs de marché. L'objectif est de venir en aide aux courtiers opérant sur le marché primaire afin qu'ils s'acquittent de leurs obligations de teneur de marché sur le marché secondaire des OT. Les opérations de pension sont offertes dans un large éventail de valeurs nominales pour chaque titre. Selon les conditions qui prévalent sur le marché, le prix est fixé à un taux inférieur au taux d'intérêt moyen pondéré au jour le jour de l'euro (*Euro Over Night Index Average*, ou EONIA).

1002. Afin de rectifier la structure d'amortissement des titres de créance publics, la loi prévoit la possibilité de rembourser par anticipation et de racheter des titres de créance en circulation et de procéder à des échanges directs de valeurs dans la limite des opérations que les gestionnaires de la dette sont autorisés à effectuer. Depuis 2001, cette pratique a aussi été utilisée plus fréquemment pour accroître la liquidité du marché des obligations du Trésor en concentrant la dette existante en émissions plus importantes et plus liquides.

1003. En matière de gestion de la dette, la loi prévoit aussi la possibilité de recourir aux instruments dérivés (notamment, aux échanges de taux d'intérêt et de devises, aux contrats à terme de gré à gré, aux contrats à terme uniformisés et aux options). Ces opérations doivent toutefois être liées à un instrument sous-jacent présent dans le portefeuille de titres de créance. Les échanges et contrats de change à terme sont les instruments les plus utilisés à cette fin.

1004. Même si les passifs conditionnels ne sont pas actuellement pris en compte dans les décisions liées à la gestion de la dette, il est prévu de les analyser dans l'avenir, dans le but de les inclure éventuellement au cadre de gestion des risques. Le service chargé de la gestion de la dette, l'IGCP, assume uniquement la responsabilité de la gestion de la dette publique directe de l'administration centrale, mais il est aussi tenu d'évaluer les conditions financières de la dette garantie et des titres de créance émis par les organismes publics et les caisses publiques disposant d'une certaine autonomie administrative et financière<sup>64</sup>. Au sein du Ministère des finances, le Service du Trésor exerce un suivi systématique sur les engagements éventuels, les quantifie et diffuse de l'information à leur sujet.

1005. Les activités de l'IGCP n'englobent pas, pour l'instant, le placement des surplus éventuels des comptes de trésorerie de l'administration centrale, ceux-ci relevant de la

---

<sup>64</sup> Au-delà d'un certain seuil fixé annuellement.

responsabilité du Service du Trésor<sup>65</sup>. Les échanges d'information entre les deux entités sur les politiques et sur les mouvements de trésorerie prévus sont constants et permettent de coordonner efficacement les activités de financement et de placement.

### **Le cadre juridique**

1006. Voici quels sont les principaux textes juridiques qui régissent l'émission des titres de créance de l'administration centrale et la gestion de la dette publique du Portugal :

- la *loi de la dette publique*, qui stipule que le financement de l'État doit être autorisé par le Parlement;
- la *loi de finances annuelle*, qui fixe le plafond des emprunts de l'État au cours de l'année à venir (emprunts nets). La *loi de finances annuelle* peut aussi fixer l'échéance maximale des titres de créance à émettre et fixer les limites de la position de change de l'État et des émissions de titres de créance à taux variable;
- le décret-loi qui régit les activités de l'IGCP.

1007. Conformément à ce cadre juridique, il appartient à l'IGCP de négocier et d'exécuter toutes les opérations financières liées à l'émission des titres de créance de l'administration centrale, et de gérer la dette. Le Ministre des finances est habilité à formuler des directives précises qui doivent être suivies par l'IGCP dans l'exécution de sa politique de financement.

1008. Les directives permanentes du Ministre des finances ont été officialisées par l'adoption d'une structure modèle à long terme pour la composition du portefeuille de titres de créance. Ce modèle tient compte des cibles fixées à l'égard de la durée, du risque de taux d'intérêt, du risque de change et du risque de refinancement, et il fixe un point de repère pour l'évaluation des coûts et du rendement du portefeuille réel de titres de créance.

1009. Le gouvernement approuve annuellement, par une résolution du Conseil des ministres, les titres de créance qui devraient être utilisés dans le financement de l'État ainsi que la limite d'emprunt brute. Le Ministre des finances approuve annuellement les directives précises qui sont données à l'IGCP. Ces directives fixent notamment les grandes lignes de la gestion du portefeuille de titres de créance (par exemple, rachat de titres et opérations de pension) et la stratégie d'émission des titres (nature des titres, échéances, moment de leur émission et procédures de placement). Les directives portent également sur les mesures à prendre à l'égard de la commercialisation des titres de créance et sur les relations que doivent entretenir entre eux les courtiers opérant sur le marché primaire et les autres intermédiaires financiers. Ces directives sont rendues publiques.

---

<sup>65</sup> Le décret-loi qui a créé l'IGCP reconnaissait l'importance d'une plus grande intégration des activités de gestion de trésorerie et de gestion de la dette. On envisage actuellement la possibilité de procéder à une intégration formelle.

## **Organisation**

1010. Antérieurement, deux services du ministère des finances assuraient la gestion de la dette de l'administration centrale. Le Service du Trésor s'occupait de la dette extérieure et de l'émission des bons du Trésor, et le Service des crédits publics s'occupait de la dette intérieure (à l'exclusion des bons du Trésor). Depuis 1997, les activités liées à la gestion de la dette de l'administration centrale, et notamment au service de la dette, ont été centralisées et confiées à l'IGCP. L'IGCP est habilité à négocier et à exécuter toutes les opérations financières liées à l'émission des titres de créance de l'administration centrale et à la gestion active du portefeuille de titres de créance, en conformité avec les directives approuvées par le Ministre des finances.

1011. La structure de l'IGCP, qui s'appuie sur des équipes de projet, vise à lui permettre d'utiliser ses ressources avec le maximum de souplesse. La structure organisationnelle est constituée d'un Conseil d'administration, de deux services, de cinq unités techniques et de quatre unités opérationnelles pour un effectif total de 65 personnes.

1012. L'organisme est régi par un conseil de trois administrateurs désignés par le Conseil des ministres et dont le mandat est de trois ans. Le conseil d'administration relève du Ministre des finances. Une commission consultative, constituée du président du conseil d'administration de l'IGCP, d'un membre du conseil d'administration de la banque centrale et de quatre spécialistes en matière économique et financière désignés par le Conseil des ministres, conseille l'IGCP en matière stratégique.

1013. Le Service de la gestion de la dette assume la responsabilité de tous les aspects des politiques d'émission et de gestion du portefeuille, du suivi sur le marché secondaire, des relations avec les courtiers opérant sur le marché primaire et avec les autres intermédiaires financiers, de la négociation et du placement des titres de créance autres que les titres destinés aux particuliers et des opérations de gestion active. Ce service comprend deux unités : la salle des opérations et l'unité des marchés.

1014. Le Service des opérations est responsable de la confirmation et d règlement des transactions de gros exécutées par la salle des opérations, à la comptabilisation de la dette et aux procédures liées à la retenue à la source des impôts sur les intérêts générés par les titres de créance. Il appartient aussi à ce service d'émettre et d'amortir les certificats d'épargne et d'assurer le service des autres instruments vendus au détail. Le Service des opérations assume aussi la responsabilité de la Poste, le mandataire habilité à vendre et à rembourser les certificats d'épargne. Ce service comprend trois unités opérationnelles : l'unité de la documentation et des règlements, l'unité du budget et de la comptabilisation de la dette et l'unité des titres de créance au détail.

1015. Quatre autres unités relèvent directement du conseil d'administration :

- *l'unité du contrôle financier*, qui assume la responsabilité de toutes les questions liées à l'évaluation du risque et du rendement, aux contrôles internes, à la formulation des procédures et à la vérification interne des comptes;
- *l'unité de recherche et de statistique*, qui produit des analyses économiques, définit des scénarios et s'occupe de la communication de l'information à l'extérieur;
- *l'unité des systèmes informatiques*, qui assume la responsabilité du bon fonctionnement et de l'entretien des systèmes informatiques;
- *l'unité administrative*, qui s'occupe de toutes les questions internes et notamment de la gestion du personnel, des acquisitions et des locaux.

1016. Le comité des marchés se réunit toutes les semaines pour analyser les développements survenus sur le marché, les prévisions de trésorerie et la position du portefeuille de créances par rapport au modèle de référence, et afin de formuler les directives qui encadreront les activités de la semaine à venir. Le comité est constitué des administrateurs et des responsables du Service de la dette, du Service des opérations, de l'unité des contrôles financiers, de l'unité de recherche, de la salle des opérations et de l'unité des marchés.

1017. La transparence est au cœur des préoccupations depuis que l'IGCP a amorcé ses activités en 1997. Les fonctions essentielles sont maintenant régies par des procédures internes écrites qui fixent les limites de la délégation des pouvoirs et le rôle de chaque unité à l'intérieur de la structure organisationnelle.

1018. Un rapport trimestriel détaillé est produit à l'intention du Ministre des finances. Ce rapport décrit toutes les opérations effectuées pendant la période et fait état des chiffres relatifs aux coûts et aux risques liés au portefeuille de titres de créance par rapport au modèle de référence. Un rapport décrivant les activités menées pendant l'année et présentant les comptes financiers de gestion de la dette est aussi publié tous les ans.

1019. Afin de permettre à l'IGCP d'embaucher et de conserver des employés compétents, la loi constituant l'organisme a été libellée de manière à lui procurer un haut niveau d'autonomie administrative et financière dans la gestion de son enveloppe budgétaire annuelle approuvée par le Ministre des finances. L'IGCP peut aussi embaucher des employés en vertu des lois du travail générales, c'est-à-dire à l'extérieur des lois régissant l'embauche des fonctionnaires. Le régime de rémunération du personnel — approuvé par le Ministre des finances — est fondé sur la nécessité de maintenir en place du personnel compétent et de faire face à la concurrence du secteur bancaire privé. Les enveloppes budgétaires accordées ont également permis l'acquisition et la mise à niveau de systèmes informatiques efficaces.

### **La vérification des comptes**

1020. Un comité de vérification des comptes assume la responsabilité d'exercer un suivi et un contrôle de la gestion financière de l'IGCP et de superviser ses méthodes comptables. Le comité de vérification des comptes est constitué d'un président nommé par l'Inspecteur

général des finances, et de deux membres permanents (dont l'un est un comptable agréé officiel) désignés par le Ministre des finances.

1021. Le Bureau de la vérification des comptes (organisme chargé d'assurer la vérification des comptes publics) assume la responsabilité de superviser les activités de l'IGCP en vérifiant les comptes financiers de gestion de la dette et le respect par l'IGCP des directives et des limites établies par le Parlement et le gouvernement. Ce processus de vérification des comptes a été récemment étendu aux procédures internes et aux rapports trimestriels présentés au Ministre des finances.

## **B. Le cadre de gestion des risques**

### **Les principales variables influant sur le risque**

1022. Depuis la création de l'IGCP, un effort important a été déployé pour définir et, dans la mesure du possible, quantifier le genre de risque auquel l'État s'expose dans la gestion de la dette publique<sup>66</sup>.

1023. La grande priorité de l'IGCP consiste à s'assurer que les besoins d'emprunt annuels du Portugal seront comblés. Afin de minimiser le risque de ne pas pouvoir couvrir ces besoins, l'accent est mis sur deux activités clés soit, dans un premier temps, le développement d'un marché robuste d'émissions de titres de créance publics et deuxièmement, l'allègement de la structure d'amortissement des titres de créance publics.

1024. Par conséquent, une grande priorité a été accordée à la limitation du risque de refinancement<sup>67</sup> malgré la marge de manœuvre plus « confortable » que procurent la profondeur et la liquidité des marchés financiers de la zone euro. Les contraintes imposées à ce niveau sont de plus en plus importantes, compte tenu de la demande constante de titres liquides sur le marché, ce qui signifie essentiellement qu'il y a en permanence de gros volumes d'obligations en circulation. On est arrivé à concilier partiellement ces deux exigences conflictuelles en investissant à la fois dans l'efficacité des marchés primaire et secondaire (en essayant essentiellement de contrebalancer leur taille réduite par une efficacité accrue) et dans la création d'autres méthodes de gestion de la structure d'amortissement (outre de nouvelles émissions), à savoir des programmes de rachat. Sous

---

<sup>66</sup> Et, à cette fin, tout le processus d'apprentissage associé à la création d'un modèle de référence a contribué de manière cruciale à la création de l'organisme, faisant de ce projet comme tel un investissement valable.

<sup>67</sup> Par exemple, ce risque comprend la possibilité de devoir renouveler la dette à un coût exceptionnellement élevé par rapport au coût antérieur, ou à l'extrême, de ne pas pouvoir la renouveler du tout.

réserve de ce qui précède, le gestionnaire de la dette a donc comme objectif global de limiter autant que possible le coût à long terme de celle-ci sans courir de risque excessif. Dans ce contexte, l'IGCP a évalué que le risque principal auquel s'expose le gestionnaire de la dette publique est la mesure dans laquelle l'instabilité des variables financières influe sur la volatilité des budgets (en faisant fluctuer le coût du service de la dette), réduisant d'autant la marge de manœuvre des décideurs chargés de concevoir la politique budgétaire. Par conséquent, en matière de gestion de la dette, le risque se mesure avec plus de précision en s'appuyant sur les flux de trésorerie plutôt que sur la « valeur à risque », fréquemment utilisée par les gestionnaires de fonds. Comme plusieurs autres gestionnaires de dette publique, l'IGCP travaille actuellement à l'élaboration et à la mise en œuvre d'un indicateur de risque budgétaire intégré (IRB) pour le portefeuille de titres de créance.

1025. D'ici à ce que la mise en œuvre du modèle d'IRB soit terminée et que celui-ci ait été mis à l'essai, le risque de flux de trésorerie est mesuré au moyen d'une combinaison d'indicateurs, nommément la durée, le profil de reconfiguration<sup>68</sup> et la position de change. La durée est une variable représentative du degré d'immunisation du coût des flux de trésorerie aux fluctuations des taux d'intérêt et comporte l'avantage d'être un indicateur standard de l'état du marché. Pour obtenir un portrait plus complet du risque global de taux d'intérêt, un profil de reconfiguration complète l'indicateur qu'est la durée. Depuis 1999 et l'introduction de l'euro, le risque de change, mesuré en fonction du pourcentage du portefeuille libellé en devises, a beaucoup diminué au point d'être pratiquement négligeable.

1026. Dans un cadre de gestion pure du passif<sup>69</sup>, seul le recours aux instruments dérivés crée un risque de crédit. On a recours aux instruments dérivés lorsque, pour une raison ou pour une autre, on n'arrive pas à obtenir la structure souhaitée pour le portefeuille par l'entremise d'opérations de financement. L'IGCP mesure ce genre de risques au moyen d'une version adaptée du modèle de la BRI<sup>70</sup> et le contrôle par des procédures rigoureuses d'approbation de la contrepartie, y compris des modalités de notation et d'attribution de limites, et la négociation d'un accord avec l'International Swap Dealers Association (ISDA). Le recours à des garanties comme moyen de couvrir en partie le risque de crédit a été approuvé par le Ministre des finances et devrait être mis en œuvre en 2002.

---

<sup>68</sup> Le profil de reconfiguration indique, en termes nominaux, le pourcentage du portefeuille qui sera reconfiguré ou qui devra être refinancé dans l'avenir, par intervalle annuel de planification. Il a pour objet d'indiquer la sensibilité des coûts de trésorerie à l'évolution future des taux d'intérêt.

<sup>69</sup> Abstraction faite de la fonction de gestion de la trésorerie ou de l'élément « crédit » du risque de règlement.

<sup>70</sup> Dans ce modèle, le risque de crédit est évalué en calculant la valeur marchande courante du contrat, puis en ajoutant un facteur reflétant l'exposition future éventuelle à ce risque pendant la durée restante du contrat.

1027. Finalement, dans le cadre de ses activités de gestion de la dette, l'IGCP assume des risques opérationnels. Cette dernière catégorie de risque n'est pas mesurée explicitement, mais est sous-jacente à plusieurs mesures prévues dans les politiques. On s'est initialement attaqué à ce genre de risque au moment de la création de l'IGCP, ce qui explique le choix d'une structure organisationnelle fondée sur les normes de l'industrie des services financiers : salle des opérations, suivi des opérations et services de post-marché, chaque groupe assumant respectivement des fonctions et des responsabilités distinctes clairement définies. Le risque opérationnel est depuis au centre des préoccupations et est atténué par trois grandes initiatives : un investissement important dans la technologie informatique (c'est-à-dire l'achat d'un système de gestion de l'information), l'élaboration d'un manuel de procédures opérationnelles internes et finalement, un investissement dans le recrutement de ressources humaines compétentes et expérimentées. Dans l'avenir, une fonction de vérification interne des comptes s'ajoutera à ces mesures, en plus de la vérification externe qui est déjà effectuée par le Bureau de la vérification des comptes.

### **Les directives de gestion et le portefeuille modèle**

1028. Le mandat de gestion du portefeuille de titres de créance confié à l'IGCP par le Ministre des finances a été, comme nous l'avons mentionné, officialisé en 1998 par l'approbation des directives de gestion et du portefeuille modèle devant servir de repère.

1029. Les directives de gestion ont pour objet de décrire les principales catégories de risques auxquels est exposé le portefeuille de titres de créance, de préciser si ces risques sont mesurés en termes absolus (par exemple, risque de refinancement et de crédit) ou en termes relatifs<sup>71</sup> (risque de flux de trésorerie) et, le cas échéant, d'imposer des limites à l'intérieur desquelles doivent se maintenir les variables de risque. L'écart maximal entre le portefeuille de titres de créance réel et le portefeuille modèle en ce qui concerne les variables de risque pertinentes (c'est-à-dire le niveau maximal de risque additionnel que le gestionnaire des titres de créance peut prendre) est également fixé dans les directives.

1030. Le principal objet de l'adoption d'un portefeuille modèle par l'IGCP consiste à avoir sous la main un point de référence mesurable quant à la structure du portefeuille visée à long terme. Ce choix est fondé sur la conviction que ce genre d'encadrement accroîtra la correspondance entre les décisions quotidiennes de gestion de la dette et les objectifs poursuivis à long terme. L'autonomie accordée à l'IGCP exige également l'existence d'un outil d'évaluation objective des résultats de sa gestion (responsabilisation). Ce dernier critère a influé sur la décision d'adopter un portefeuille modèle comme outil de mesure du rendement.

---

<sup>71</sup> Risque mesuré en fonction d'un écart par rapport aux chiffres équivalents du portefeuille modèle.

1031. Il n'existe aucune norme sur la manière de créer un portefeuille modèle pour la gestion d'une dette publique et pour évaluer le rendement du gestionnaire. L'IGCP a favorisé la création d'un outil de gestion intégrant les préférences de l'administration sur les compromis à faire entre les risques à court et à long terme et les coûts. Le portefeuille modèle est par conséquent réputé intégrer les objectifs à long terme du propriétaire du portefeuille — en l'occurrence le Ministre des finances agissant au nom des contribuables portugais en ce qui concerne le profil de risque et le niveau prévu des coûts — à une stratégie de financement et à la structure résultante du portefeuille.

1032. La constitution de ce portefeuille modèle a été fondée sur un modèle mixte de simulation et d'optimisation dont les variables décisionnelles déterminantes sont le coût des flux de trésorerie et le risque de trésorerie, auxquelles s'ajoute la restriction qu'il fallait explicitement s'attaquer au risque de refinancement (les autres éléments de risque ont été analysés afin de tenir compte de toutes les solutions possibles, mais le modèle ne comporte aucune limite à leur égard). Une liste courte des modèles possibles a ensuite été dressée, en tenant compte non seulement de l'efficacité, mais aussi de la solidité des hypothèses principales (scénario macroéconomique et scénario relatif aux taux d'intérêt)<sup>72</sup>. Le choix final d'une solution parmi le sous-ensemble de possibilités sur le plan de l'efficacité et de la solidité a été effectué en tenant compte de trois facteurs :

- Compromis nécessaire entre le risque de trésorerie et les coûts. La forme que prend la frontière d'efficacité donnée par le modèle démontre clairement que le risque de flux de trésorerie diminue lorsque la durée du portefeuille va de 2 à 2,5 années, ce qui justifie l'augmentation du coût prévu. Pour les durées supérieures à 3,5 à 4 années, la diminution marginale du risque de flux de trésorerie est faible comparativement à l'augmentation prévue du coût. Cette analyse a mené au choix d'un premier sous-groupe de solutions possibles.
- Comparaison des chiffres décrivant le risque résultant (plus particulièrement le risque de taux d'intérêt) et des valeurs équivalentes pour les autres titres souverains de la zone euro. Compte tenu du cadre dans lequel la politique budgétaire portugaise est appliquée, à savoir celui créé par le pacte de stabilité et la politique monétaire unique, on en est venu à la conclusion que le portefeuille de titres de créance du Portugal ne devait pas être exposé à des risques de taux d'intérêt *relatifs* excessifs par rapport aux autres titres souverains de la zone euro. Un sondage effectué à ce moment sur la durée des portefeuilles de titres de créance publics dans d'autres pays a montré que celle-ci allait de trois à cinq ans. Ce constat a mené à la conclusion que le portefeuille modèle devait avoir une durée prévue de trois à quatre ans.

---

<sup>72</sup> Compte tenu du contexte dans lequel la gestion de la dette portugaise est assurée, ce portefeuille modèle a été construit de manière à ne comporter aucun risque de change net.

- Finalement, la stratégie de financement associée à chacune des solutions éventuelles a été analysée, car la stratégie de financement associée au portefeuille de titres devait être applicable par un émetteur souverain sur le marché de l'euro.

1033. Ces facteurs ont finalement permis de créer le portefeuille qui devait servir de modèle pour la gestion de la dette par l'IGCP ainsi qu'au choix de la stratégie de financement connexe.

1034. De manière formelle, les directives de gestion approuvées par le Ministre des finances sont regroupées en cinq sections :

- liste des définitions pertinentes (de portée et de variables de risque et de coûts);
- liste des instruments et des transactions autorisés;
- limites imposées à l'égard des principales variables de risque (notamment le profil de refinancement, la modification de la durée, le profil de reconfiguration et la position de change) et des exigences relatives à la communication de l'information (moment et contenu);
- composition et dynamique du portefeuille modèle;
- risque de crédit.

1035. Des cinq sections en question, seules les trois premières sont rendues publiques. Le modèle théorique sous-jacent à la définition du portefeuille modèle a aussi été publié dans le rapport annuel de l'IGCP de 1999, même si le portefeuille modèle approuvé n'a pas été publié (ni d'ailleurs les directives relatives au risque de crédit).

1036. Afin de pouvoir utiliser le portefeuille modèle comme une base juste de mesure du rendement, il faut mettre en place des conditions qui permettent de distinguer les décisions visant le financement et le développement des marchés des décisions visant la gestion du portefeuille. Au Portugal, cette possibilité a été créée en 1999, au moment de la première étape de la création de l'Union monétaire européenne. Depuis, les marchés financiers de la zone euro sont devenus le marché « intérieur » pertinent, et le Portugal y est un acteur suffisamment petit pour que ses opérations sur instruments dérivés n'aient aucune répercussion majeure et pour que ses décisions ne soient donc pas interprétées par les acteurs du marché autrement que comme des décisions visant strictement la gestion du portefeuille.

1037. Dans un cadre de ce genre, les décisions relatives à la gestion de la dette exprimées par une combinaison d'opérations de financement et d'achat et de vente d'instruments dérivés visent à concrétiser un positionnement relatif par rapport au portefeuille modèle, sur le plan tant du risque de taux d'intérêt que du risque de change, étant entendu que l'on s'attend à ce que les gestionnaires de la dette génèrent un rendement supérieur à celui du portefeuille modèle. Toutefois, lorsque ce portefeuille modèle a été initialement élaboré et analysé, on a mis fortement l'accent sur des objectifs stratégiques, laissant du même coup entendre que l'objectif principal de ce portefeuille consistait à faire en sorte que les décisions quotidiennes de gestion du portefeuille correspondent le plus possible aux objectifs à long

terme du portefeuille. Le fait que, pour des raisons de responsabilisation, il a été décidé par l'IGCP d'utiliser aussi ce portefeuille à des fins d'évaluation a mené naturellement à une attente de rendement supérieur à celui du portefeuille modèle. Toutefois, il n'existe aucune politique formelle ou informelle (venant du Ministre des finances ou de l'IGCP) qui fait de cette attente un véritable objectif de gestion de la dette comme tel.

1038. Le processus du portefeuille modèle de l'IGCP a fait l'objet d'expériences pendant toute l'année 1999 et a depuis été mis en œuvre de manière officielle. Même si l'évaluation globale de son utilité est positive, il convient de souligner qu'il s'agit, dans un contexte de gestion du passif, d'un processus plus complexe que dans un contexte de gestion de l'actif et ce, pour plusieurs raisons. Premièrement, non seulement est-il très difficile de quantifier toutes les restrictions et tous les objectifs auxquels doit se soumettre le gestionnaire d'une dette souveraine, mais en plus, ceux-ci changent avec le temps, ce qui mène à la non-reproductibilité du portefeuille modèle, c'est-à-dire l'impossibilité de le reproduire dans la réalité (ce qui en fait un outil de mesure du rendement inéquitable), ou à la nécessité d'apporter des changements fréquents au portefeuille modèle comme tel, une démarche qui va à l'encontre de la fonction intrinsèque d'un outil de ce genre.

1039. Autre problème particulier, bien que le Portugal soit un acteur mineur sur un gros marché (celui de l'euro), la politique de financement de l'IGCP influe sur le différentiel de taux des obligations du gouvernement portugais, lequel est toutefois très difficile à quantifier. Cette situation complique encore davantage l'estimation des coûts associés aux différentes politiques de financement (par exemple, le coût de la stratégie de financement simulée du portefeuille modèle), ce qui fait du maintien opérationnel de ce portefeuille modèle un exercice relativement complexe.

1040. L'IGCP améliore continuellement le modèle mathématique qui a servi à créer le portefeuille modèle et la méthodologie de mise en œuvre de ce portefeuille. Toutefois, ce projet en est encore à ses premiers balbutiements et le portefeuille modèle n'a donc pas été rendu public. La divulgation de ce portefeuille modèle pourrait en effet avoir des effets négatifs pour le gestionnaire de la dette, puisqu'en le divulguant, il permettrait au marché d'anticiper sa position. Ce problème pourrait se présenter si le gestionnaire de la dette demandait des cotations sur des instruments dérivés, notamment des échanges de taux d'intérêt. C'est un risque qu'il convient d'analyser prudemment, même dans le contexte du vaste marché de l'euro. Cette question sera réévaluée au cours de la prochaine révision des directives (et notamment celles relatives au portefeuille modèle) qui est prévue pour la fin de cette année.

1041. Finalement, un point de référence visant à évaluer le rendement de la gestion de la dette souveraine devrait toujours être considéré avec beaucoup de pragmatisme et de discernement tant de la part du gestionnaire de portefeuille que de la part du « propriétaire » (en l'occurrence, l'État portugais).

### **Les systèmes de gestion de l'information**

1042. À la fin de 1999, l'IGCP a fait l'acquisition d'un système de trésorerie standard<sup>73</sup> à l'appui des opérations de gestion de la dette. Le choix d'un système intégré et convivial de salle des marchés, de suivi des marchés et de post-marché<sup>74</sup> vise non seulement à atténuer les risques opérationnels, mais il s'explique par la conviction des décideurs qu'une utilisation et un partage accrus de l'information au sein de l'IGCP rehaussera la qualité des données. La capacité de disposer d'une base de données unique et solide sur toutes les opérations de gestion de la dette était l'une des principales priorités du processus de sélection. Ce système a été initialement élaboré et conçu pour utilisation dans un contexte commercial et par conséquent, il met fortement l'accent sur les flux de trésorerie, ce qui convient particulièrement bien à la politique de gestion des risques de l'IGCP.

1043. De plus, un système a été mis au point pour s'occuper des émissions de titres de créance destinés aux particuliers qui sont ensuite enregistrés tous les mois dans le nouveau système de trésorerie sous forme agrégée, afin de garder le compte de la position ainsi qu'à des fins de comptabilité et de communication de l'information financière.

### **Manuel des procédures opérationnelles**

1044. La mise en œuvre de ces deux systèmes a eu un effet considérable sur les méthodes administratives internes de l'IGCP, d'où la nécessité accrue pour l'organisme de se doter d'un manuel de procédures opérationnelles, et notamment de nouveaux outils de contrôle opérationnel. Ce projet ambitieux, lancé en 2001, vise non seulement à optimiser les circuits internes de traitement à l'IGCP, mais aussi, du même coup, à instaurer une nouvelle culture à l'égard des risques opérationnels et des mécanismes de contrôle connexes (y compris les procédures de vérification interne des comptes).

## **C. La stratégie de gestion de la dette et les marchés des titres publics**

### **Stratégie de gestion de la dette**

1045. La dette publique portugaise est gérée selon une stratégie de financement axée sur le marché qui tient compte de l'importance d'émettre des instruments négociables aux cours du marché et de créer une courbe des rendements des titres publics s'appuyant sur des obligations liquides et un éventail d'échéances différentes. Le nouvel environnement créé par l'euro n'a pas modifié cet objectif. Cependant, celui-ci est maintenant poursuivi dans un contexte différent. La création d'une courbe de rendement de référence à l'appui du

---

<sup>73</sup> Le « Finance Kit » de Trema.

<sup>74</sup> Cette intégration est venue au prix de la renonciation à utiliser un logiciel de gestion des risques plus spécialisé.

développement d'un marché des capitaux intérieur a été abandonnée. La stratégie de financement est maintenant plutôt axée sur le nouvel environnement concurrentiel de la zone euro. Un marché intérieur beaucoup plus vaste, où les douze pays de la zone euro se livrent concurrence, a remplacé le marché « protégé » de l'escudo portugais. En conséquence, les participants au marché sont à la recherche d'une liquidité et d'une efficacité accrue des marchés.

1046. La liquidité est devenue, dans les faits, l'un des principaux facteurs expliquant les écarts de taux d'intérêt affichés par les titres de créance souverains de la zone euro. Un encours d'au moins 5 milliards d'euros est le critère le plus reconnu de liquidité. Par conséquent, la valeur cible de l'ensemble des émissions d'obligations du Trésor portugais en circulation a été majorée pour atteindre ce nouveau seuil<sup>75</sup>. Compte tenu du niveau relativement bas des besoins annuels bruts d'emprunt du Portugal, cet objectif a été poursuivi en adoptant une méthode progressive. Depuis 1999, la priorité est donnée chaque année à l'introduction d'une nouvelle émission de titres à dix ans, puis à une émission de de titres à cinq ans. Ces deux échéances, appuyées par un marché efficace des instruments dérivés, reflètent la préférence du marché. À l'appui de cette stratégie, la plus grande partie du financement tiré d'instruments négociables est dirigée vers le marché des obligations du Trésor libellées en euros. Pour accélérer la mise en œuvre de cette stratégie, l'IGCP a aussi lancé en 2001 un programme actif de rachat visant à refinancer les émissions les plus anciennes (la valeur de ces obligations en circulation est peu importante et leurs coupons ne sont pas conformes aux rendements courants du marché) par des émissions de titres obligataires courants.

1047. L'accroissement de la liquidité du marché des obligations du Trésor (OT)<sup>76</sup> limite la diversité des instruments utilisés aux obligations à taux fixe simples et standard. L'émission d'obligations à taux variable a été suspendue et les titres dont le rendement est lié à un indice ont été écartés jusqu'à maintenant. Qui plus est, le recours au marché des euro-obligations, régulier avant 1999, est maintenant exclu. Un programme mondial de billets à moyen terme, en place depuis 1994, joue maintenant le rôle de filet de sûreté en matière de financement, aucune nouvelle émission n'ayant été lancée depuis septembre 1999.

1048. Bien qu'elle ne soit pas toujours rentable à court terme, la priorité accordée aux obligations à moyen et à long terme, si l'on fait exception des occasions « inopinées » de financement, correspond à une stratégie à moyen terme visant à réduire la vulnérabilité du pays. Simultanément, on s'efforce de développer en priorité des marchés primaire et

---

<sup>75</sup> Cette norme de 5 milliards d'euros correspond à presque deux fois la valeur moyenne des lignes d'obligations du Trésor portugaises d'avant 1999.

<sup>76</sup> Depuis 1999, la valeur finale de chaque nouvelle ligne d'obligations du Trésor a été en moyenne le double de celles qui étaient émises auparavant.

secondaire efficaces pour les titres du Trésor, grâce à des infrastructures techniques évoluées. Les intermédiaires financiers étrangers et nationaux ainsi que les investisseurs finaux bénéficient tous de conditions d'accès égales sur ces marchés. Cette stratégie commence à donner des résultats, la distribution géographique des obligations du Trésor étant beaucoup plus étendue dans la zone euro et leur dispersion entre les investisseurs à long terme et les spéculateurs plus actifs est mieux équilibrée.

### **Émission des titres publics et structure du marché primaire**

1049. La crédibilité de l'organisme qui décide d'adopter une stratégie axée sur le marché est un facteur déterminant. La transparence et la prévisibilité sont par conséquent des qualités indispensables à la gestion de la dette portugaise.

1050. Les directives stratégiques sont régulièrement expliquées aux participants du marché, aux intermédiaires financiers et en particulier aux investisseurs institutionnels.

1051. Au début de l'année, les différents volets du programme annuel de financement font l'objet d'une annonce publique au cours de laquelle on insiste plus particulièrement sur l'émission des titres de créance négociables à moyen et à long terme. Le marché est informé du montant estimatif des besoins de financement annuels bruts et du montant qui sera financé par l'émission d'obligations du Trésor portugaises (OT). Les sommes à placer, les échéances et la valeur finale des nouvelles lignes, de même que les mécanismes de placement des OT — syndication et adjudication — et l'identité des intermédiaires financiers en cause sont également annoncés publiquement. Tous les trimestres, un calendrier plus précis est publié. Les adjudications ont lieu à date fixe, le deuxième mercredi de chaque mois, chaque fois qu'il y a de la place pour un placement de ce genre.

1052. De 75 % à 80 % des besoins de financement bruts sont comblés par le placement d'obligations du Trésor portugaises<sup>77</sup>. Les instruments du marché à court terme et les titres de créance non négociables (certificats d'épargne), émis à la demande d'investisseurs privés, comblent l'autre tranche de 20 % des besoins. L'émission d'effets de commerce en eurodevises constitue une solution de rechange à l'appui de la mise en œuvre du programme d'obligations du Trésor.

1053. Pour des raisons de liquidité, la valeur initiale d'une nouvelle ligne d'obligations du Trésor est fixée à environ 40 % du montant final ciblé. Par conséquent, l'IGCP a recours à la syndication lorsqu'elle lance une nouvelle ligne d'OT. On s'efforce ainsi de mieux contrôler le prix de l'émission et, simultanément, de diversifier davantage la base d'investisseurs. La

---

<sup>77</sup> La stabilité des caractéristiques des obligations du Trésor portugaises a été maintenue et les conventions utilisées sont conformes aux normes en vigueur sur le marché de la dette de la zone euro.

préférence accordée à la syndication pour le placement de la tranche initiale s'explique par la conviction que cette méthode est la plus efficace pour simultanément obtenir une valeur significative (plus de dix fois le montant évaluatif des adjudications tenues en 1998) et contrôler efficacement les prix. De plus, cette manière de procéder contribue à une plus large répartition des obligations entre les différents investisseurs, particulièrement au sein de la zone euro, et accroît la visibilité du nom de l'émetteur et de ses titres de créance.

1054. De plus, la syndication permet de cibler des groupes précis d'investisseurs et de pays. L'IGCP surveille étroitement le système de réservation par prix de toutes les émissions syndiquées, exigeant des souscripteurs qu'ils divulguent l'identité des investisseurs. On a aussi élaboré de nouvelles structures syndiquées qui accordent une importance croissante au système de réservation par prix. Plus récemment, le système de « mise en commun » a aussi été étudié et utilisé. Dans le cadre de ce système, tous les ordres sont centralisés et rassemblés dans *un* seul registre des ordres que se partagent les principales banques du consortium, contrairement à la syndication traditionnelle où les principales banques ont chacune un registre d'ordres distinct. La distribution des obligations dans le registre d'ordres unique peut ensuite être effectuée indépendamment de l'identité de la banque principale qui a inscrit l'ordre. L'IGCP peut ensuite décider de la distribution après avoir établi les cibles qu'elle souhaite atteindre en ce qui concerne la base d'investisseurs. Les honoraires des banques sont fixés à l'avance et la distribution finale des obligations n'a aucune incidence sur ceux-ci.

1055. Seuls les courtiers opérant sur le marché primaire (13 banques) peuvent être invités à souscrire aux émissions syndiquées. Ce privilège récompense non seulement leur engagement sur le marché des obligations du Trésor, mais souligne aussi le fait qu'ils sont les intermédiaires financiers qui connaissent le mieux les investisseurs intéressés par les obligations du Trésor.

1056. Après l'émission de la tranche initiale d'obligations du Trésor par le processus de syndication, le montant de l'émission est accru par des adjudications<sup>78</sup>. Des adjudications électroniques à prix multiples sont provisoirement organisées une fois par mois (et pas tous les mois). En 2000, la structure technique de ces adjudications a été radicalement modifiée. Le système de télécopie précédemment utilisé pour les offres a été remplacé par un système électronique, le Bloomberg Auction System (BAS). Le BAS permet aux participants à une adjudication de présenter et de mettre à jour leurs offres jusqu'à l'heure limite (qui est strictement contrôlée) et d'avoir accès plus rapidement aux résultats de l'adjudication, ce qui diminue leurs risques. La possibilité de surveiller la réception des offres en temps réel permet à l'émetteur de réduire le temps nécessaire pour prendre une décision sur l'attribution de

---

<sup>78</sup> Les adjudications de 1999 étaient déjà trois fois plus importantes par leur valeur que les précédentes. En 2000, la valeur moyenne avait été multipliée par cinq par rapport à 1998 et de 1998 à 2001, elle a été sextuplée.

chaque adjudication. Aujourd'hui, le délai moyen entre l'heure limite de présentation des offres et la publication des résultats de l'adjudication est inférieur à cinq minutes<sup>79</sup>.

1057. Le règlement des transactions sur le marché primaire est effectué par des organismes de compensation et de règlement internationalement reconnus (Euroclear et Clearstream), ce qui rend possible le respect de cycles de règlement standard tant pour les investisseurs nationaux que pour les investisseurs étrangers.

### **Le marché secondaire des titres publics**

1058. Pour assurer le développement d'un marché primaire efficace pour les obligations du Trésor, il faut compter sur un marché secondaire tout aussi efficace. En 1999, un marché spécial pour les titres publics a été créé, le MEDIP (acronyme portugais signifiant « marché spécial des titres publics »). Ce marché devait initialement être un marché réglementé par la directive sur les services de placement. Pour assurer un environnement efficace et concurrentiel, une plate-forme de négociation électronique s'appuyant sur la plate-forme MTS<sup>80</sup> (MTS-Portugal) a été choisie. Depuis la création du MEDIP, trois segments coexistent sur le marché secondaire :

- le marché des changes, dont la structure de négociation est principalement orientée sur la vente au détail et la négociation de petits lots [les titres de ce segment sont

---

<sup>79</sup> Les adjudications d'obligations du Trésor portugaises comprennent une phase concurrentielle (ouverte à tous les courtiers du marché primaire et à d'autres participants) ainsi qu'une phase non concurrentielle. Au début de chaque trimestre, l'IGCP publie un calendrier des adjudications, même si le montant estimatif de celles-ci n'est confirmé que dans les moments qui précèdent immédiatement leur tenue. On a tendance à tenir ces adjudications à un jour préétabli du mois. Chaque institution peut faire jusqu'à cinq offres dont la valeur totale ne peut jamais dépasser le montant annoncé pendant la phase concurrentielle de l'adjudication. Les institutions participantes sont informées des offres qui ont été acceptées et des résultats globaux immédiatement à la fin des adjudications (en moyenne deux à trois minutes après l'heure limite). Les résultats globaux de l'adjudication sont aussi immédiatement annoncés à tous les participants au marché dans les pages réservées à l'IGCP par REUTERS (IGCP04) et Bloomberg (IGCP). Pendant la phase non concurrentielle de l'adjudication, la souscription est effectuée au plus haut rendement accepté pendant la phase concurrentielle. Le montant maximal que chaque courtier opérant sur le marché primaire peut souscrire au cours de la phase non concurrentielle correspond au pourcentage de sa participation pendant la phase concurrentielle des trois précédentes adjudications, en ne tenant compte que du seul montant placé par l'entremise des courtiers opérant sur le marché primaire.

<sup>80</sup> Est devenue active en juillet 2000.

- négociés sur Euronext Lisbonnes)] et tous ceux qui ont accès à ce marché peuvent y participer;
- le marché hors cote, qui devrait offrir le maximum de souplesse en ce qui concerne la négociation et l'inscription des transactions;
  - le MEDIP, qui vise à centraliser la négociation de gros en offrant les conditions les plus efficaces pour ce genre de transactions et où les plus importants acteurs sont les courtiers opérant sur le marché primaire.

1059. La création du MEDIP et l'adoption d'un système de négociation électronique sont des décisions qui ont favorisé l'intégration financière tout en maintenant sur le « territoire national » le marché de gros des titres du Trésor. La création du MEDIP et de MTS-Portugal a par conséquent marqué une étape importante et décisive dans la modernisation du marché des titres de créance publics du Portugal, une étape qui a favorisé son intégration réussie sur les marchés financiers européens et d'une manière plus large, sur les marchés mondiaux. Cette mesure, prise conjointement par l'émetteur et par les courtiers opérant sur le marché primaire, a été le point culminant d'une stratégie dont l'exécution s'est étalée sur une période de presque trois ans. Un dialogue constant, reconnaissant le rôle critique des courtiers opérant sur le marché primaire dans le développement du marché primaire, a été la caractéristique exceptionnelle de ce processus, qui a en définitive mené à la sélection de la plate-forme de négociation électronique la plus satisfaisante possible.

1060. Comme le MEDIP est un marché réglementé, l'accès à celui-ci et les conditions d'inscription à la cote, ses statuts et son code de conduite sont non discriminatoires et assujettis à l'approbation de la Commission des valeurs mobilières du Portugal (CMVM). Ce marché s'adresse exclusivement aux spécialistes de la négociation de gros. Il s'appuie sur une plate-forme de négociation anonyme elle-même fondée sur la plate-forme électronique MTS-Telemático gérée par MTS-Portugal, une société par actions à responsabilité limitée constituée en vertu de la loi portugaise et supervisée par la CMVM<sup>81</sup>.

1061. Le MEDIP est un marché mené par des obligations de tenue de marché. Les transactions y sont réglées par l'entremise d'Euroclear ou de Clearstream. Il a de plus accès au guichet de négociation des opérations de pension d'EuroMTS/MTS Italie. Les prix sont divulgués en temps réel aux non-participants sur le fil de presse de Reuters et un bulletin quotidien sur les marchés est publié sur Internet. Les teneurs de marché ont l'obligation de fixer le cours acheteur ferme et le cours vendeur pour un ensemble de valeurs liquides en fonction d'un différentiel maximal allant de cinq à dix points de base, selon le genre de titres et leur échéance, et moyennant des lots de taille minimale. Les courtiers sur le marché peuvent uniquement pratiquer les prix fixés par les teneurs du marché. Les courtiers opérant

---

<sup>81</sup> Les actionnaires de MTS-Portugal sont l'IGCP, qui détient une participation de 15 %, MTS S.p.A., qui détient une participation de 15 % et les courtiers opérant sur le marché primaire qui détiennent collectivement une participation totalisant 70 %.

sur le marché primaire doivent participer en tant que teneurs de marché tandis que les autres participants peuvent agir soit en tant que teneurs de marché soit en tant que courtiers. Les prix pratiqués sur le MEDIP sont utilisés comme prix de référence pour établir la valeur marchande.

### **Le rôle stratégique des courtiers opérant sur le marché primaire**

1062. La gestion de la dette portugaise s'appuie sur le rôle critique joué par les courtiers opérant sur le marché primaire qui jouent un rôle crucial. Ce système de courtiers du marché primaire a été introduit au Portugal en 1993, mais ce n'est qu'en 1998 que le rôle des courtiers opérant sur ce marché a pris cette nouvelle dimension stratégique. À ce moment, de nouvelles règles de sélection ont été définies afin de limiter la participation de chaque groupe bancaire majeur national à une seule institution, ce qui a permis de réunir une masse critique d'opérateurs nationaux. Toujours en 1998, ce statut a pour la première fois été accordé à des banques étrangères. Après 1999, les courtiers opérant sur le marché primaire sont devenus le principal canal de distribution des titres de créance portugais et un réseau de distribution des titres de créance dans la zone euro a alors été créé.

1063. Le statut de « courtier opérant sur le marché primaire » est accordé pour des périodes coïncidant avec l'année civile et est renouvelé annuellement, moyennant l'accomplissement de plusieurs fonctions. Afin d'obtenir le statut de courtier opérant sur le marché primaire, une banque doit en effet s'acquitter d'un certain nombre d'obligations vis-à-vis du marché et de l'émetteur<sup>82</sup>, soit nommément le respect de quotas minimaux sur les marchés primaire et

---

<sup>82</sup> Fonctions des courtiers opérant sur le marché primaire :

- Participer activement aux adjudications d'obligations en soumettant des offres et en souscrivant au minimum 2 % du montant placé pendant la phase concurrentielle des adjudications.
- Participer activement au marché secondaire des titres de créance publics portugais afin d'assurer la liquidité de ces instruments.
- Participer au marché électronique de gros (MEDIP/MTS-Portugal) en tant que teneurs de marché, maintenant une part qui ne peut être inférieure à 2 % du roulement du marché au cours des deux années précédentes.
- Acquérir une participation dans la société gérant le MEDIP/MTS-Portugal.
- Servir d'expert-conseil privilégié de l'émetteur dans la surveillance des marchés financiers.

Droits des courtiers opérant sur le marché primaire

- Participation à la phase concurrentielle de l'adjudication des obligations et accès exclusif à la phase non concurrentielle.
- Préférence dans la formation des syndicats.

(à suivre...)

secondaire. En plus d'être invités à devenir les souscripteurs des émissions syndiquées, les courtiers opérant sur le marché primaire ont également droit à un accès exclusif aux adjudications non concurrentielles<sup>83</sup>. Le contact direct de plus en plus important entre l'émetteur et les investisseurs finaux est également favorisé en coopération avec les courtiers opérant sur le marché primaire.

1064. Comptant sur un groupe crédible et relativement stable de courtiers opérant sur le marché primaire, tous dotés d'une capacité de distribution reconnue (tant au sein de la zone euro qu'ailleurs dans le monde) et engagés dans le développement à long terme du marché de la dette portugaise, l'IGCP a établi un partenariat continu pour assurer la distribution permanente des titres de créance portugais et la création d'un marché secondaire de gros liquide et efficace pour ces mêmes titres.

- 
- Accès aux installations créées par l'IGCP pour appuyer le marché, notamment le guichet des opérations de pension de « dernier recours ».
  - Contrepartie préférentielle dans la gestion active de la dette publique.
  - Audition privilégiée sur les questions d'intérêt commun.

<sup>83</sup> Un autre groupe de banques peut aussi avoir accès aux adjudications—les autres participants au marché (OMP)—mais celles-ci ne sont pas autorisées à participer aux adjudications non concurrentielles.

#### XIV. SLOVÉNIE<sup>84</sup>

1065. Après son accession à l'indépendance en 1991 et tout au long de la première moitié des années 1990, la Slovénie s'est efforcée de retrouver accès aux marchés financiers internationaux, ce qui supposait la prise en charge d'une partie de la dette extérieure de l'ex-Yougoslavie. Il importait en même temps de veiller au bon déroulement du processus de reconstruction du système bancaire et de restructuration de diverses entreprises. Comme des excédents budgétaires ont été dégagés jusqu'en 1997, les opérations de gestion de la dette visaient principalement à permettre à la Slovénie d'emprunter sur différents marchés financiers. Les premières opérations d'emprunt ont été exécutées sur le marché intérieur; il s'agissait d'emprunts à court terme destinés à gérer les liquidités. Elles se sont poursuivies en 1996 avec la première émission d'euro-obligations et, en 1997, avec l'émission d'obligations et d'emprunts indexés sur l'inflation.

1066. Lorsque les déficits budgétaires se sont réduits, la Slovénie a cherché avant tout à créer un marché intérieur des titres d'emprunt, principalement des obligations, afin de financer le budget et d'honorer les créances contractées avant 1996 au terme de la dissolution de l'ex-République fédérative socialiste de Yougoslavie, et pour financer les programmes de reconstruction du secteur réel et du secteur bancaire.

1067. Le développement du marché intérieur de la dette est devenu prioritaire afin que l'État puisse obtenir des capitaux en monnaie nationale et réduire le risque macroéconomique inhérent au financement du déficit par l'endettement extérieur. Récemment, la suppression des mesures de contrôle des changes et l'augmentation des investissements directs étrangers sont venues faciliter la réalisation de cet objectif. La capacité du marché des emprunts publics ne cessant de croître, il est possible depuis peu d'entreprendre des opérations de gestion active de la dette afin de réduire le coût total du portefeuille. On s'est également efforcé d'accroître la transparence et la négociabilité des instruments afin que le marché secondaire soit plus liquide. De même, on a accordé la priorité à l'établissement d'une courbe de rendement pour déterminer le prix d'autres instruments.

##### **A. Mise en place d'une structure de gestion et d'un cadre institutionnel adaptés**

##### **Objectif**

1068. Les activités de gestion de la dette reposent sur un principe fondamental : limiter les coûts d'emprunt à long terme moyennant une structure d'amortissement telle que le risque de refinancement soit supportable, et un éventail de devises et une structure des taux d'intérêt ne

---

<sup>84</sup> Cette étude de cas a été rédigée par Stanislava Zadavec C., Gonzalo Capriolo et Andrej Klemenčič, du service de gestion de la dette publique du Ministère des finances.

nature à réduire au minimum le risque de change, le risque de taux d'intérêt et les autres risques.

1069. En 1998, le premier programme de financement annuel du budget de l'administration centrale (programme de financement) a été adopté. On y trouvait les principaux objectifs stratégiques et opérationnels de la gestion de la dette. Ces grandes lignes directrices ont été étayées par la Loi sur les finances publiques, qui a été adoptée en octobre 1999.

1070. En plus du financement adéquat du budget en temps voulu, les objectifs stratégiques sont les suivants : réduire les coûts au minimum; recourir au maximum au marché intérieur, atténuer l'effet d'éviction ou de distorsion sur le marché; accroître le nombre d'investisseurs nationaux et étrangers; circonscrire le risque de taux d'intérêt; réduire au minimum le risque de change en augmentant constamment la part de la dette extérieure libellée en euros; réduire au minimum le risque d'inflation de la dette libellée en monnaie nationale à l'aide d'un système de taux d'intérêt nominaux.

1071. Les objectifs opérationnels sont les suivants : déterminer la proportion du financement à long terme et du financement à court terme en tenant compte de la structure d'amortissement du portefeuille; déterminer la part de la dette totale correspondant aux titres libellés en devises conformément à la stratégie qui accorde la priorité au marché intérieur; déterminer la proportion des instruments à terme fixe, des instruments à taux variable, des instruments indexés sur des devises conformément à la stratégie privilégiant les taux d'intérêt nominaux, en tenant compte du coût et du risque.

### **Portée**

1072. La gestion de la dette englobe la gestion de l'ensemble des obligations financières directes de l'administration centrale. Le programme de financement annuel fait état du montant qui devra être réuni en fonction du budget annuel et qui correspond à la somme du déficit et des obligations de remboursement de la dette pour l'exercice financier. C'est dans le cadre de ce programme que sont établis les montants des emprunts en monnaie nationale et en devises. Le choix du marché est exprimé par les fourchettes des montants des emprunts (dette intérieure minimale/dette extérieure maximale et dette maximale à court terme/dette minimale à long terme).

1073. Le service de gestion de la dette publique (SGDP) du Ministère des finances administre et contrôle la dette des entités du secteur public, laquelle représente les passifs conditionnels de l'administration centrale, ainsi que les garanties publiques.

### **Coordination avec la politique monétaire et la politique budgétaire**

1074. De par leurs fondements législatifs et réglementaires, de même qu'aux plans des objectifs et de la responsabilité, la politique de gestion de la dette et la politique monétaire sont clairement dissociées. La Banque de Slovaquie, la banque centrale, est indépendante et ne

relève pas du pouvoir exécutif de l'administration centrale. Cette dernière ne peut, en vertu de la loi, contracter un emprunt auprès de la banque centrale, qui, cependant, effectue les paiements en devises de l'État et assure la garde des réserves de change, des dépôts en devises et (avec les banques commerciales) des dépôts en monnaie nationale.

1075. Le projet de programme de financement annuel est discuté dans l'optique de l'énoncé de la politique budgétaire et est également transmis à la banque centrale pour commentaires et suggestions (non exécutoires). La coordination a pour toile de fond un scénario budgétaire à moyen terme.

1076. Le Ministère des finances et la banque centrale examinent également les liquidités de l'économie à l'étape de l'élaboration du programme de financement annuel. Les gestionnaires de la dette échangent des informations sur les besoins de financement actuels et futurs de l'État, ainsi que sur leur évolution durant l'exercice. Le Ministère des finances informe au préalable la banque centrale de ses projets d'emprunt, et cette dernière lui transmet des renseignements sur la conjoncture du marché.

1077. Les hauts fonctionnaires du Ministère des finances et de la banque centrale se réunissent périodiquement afin de discuter officieusement des détails techniques de la mise en œuvre de leur politique respective.

1078. Aux termes de l'entente officielle conclue entre la banque centrale et le Ministère des finances, ce dernier produit chaque mois deux types de prévisions : premièrement, les variations quotidiennes des recettes et des dépenses de l'État pour les trois mois suivants; deuxièmement, la mise à jour de ces variations pour le mois suivant, qui permet d'obtenir des prévisions d'une plus grande exactitude. Les prévisions trimestrielles donnent un aperçu de l'évolution des mouvements des comptes publics, et les prévisions mensuelles constituent une version actualisée de l'information.

1079. Au Ministère des finances, un « comité de la liquidité » se réunit chaque semaine pour assurer un suivi de l'état mensuel des liquidités et déterminer si des mesures doivent être prises afin de répondre aux besoins de financement et de gérer les dépenses budgétaires. Les services du budget, des impôts et des douanes de la gestion de la dette et de la gestion des liquidités sont représentés en permanence au comité. Le Ministère des finances transmet à la banque centrale les prévisions relatives à la liquidité budgétaire et ses variations mensuelles, et la banque centrale communique au Ministère des finances les renseignements nécessaires sur les liquidités du marché.

### **Transparence et obligation de rendre compte**

1080. Les objectifs et les résultats du programme de financement sont rendus publics régulièrement. Les rapports présentent séparément les objectifs et, dans la mesure du possible, indiquent le degré de réalisation de chacun. Les documents sont mis à la disposition de la communauté financière et du public. Les objectifs de la politique de gestion de la dette

et les mesures d'intervention sont rendus publics dans le cadre de la présentation du programme de financement annuel et d'autres documents d'orientation, notamment le scénario macroéconomique et le scénario budgétaire. Ces documents peuvent être consultés en permanence sur le site Internet du Ministère des finances<sup>85</sup> et d'autres sites de l'État. Le bulletin des finances publiques, qui est mis à jour chaque mois, se trouve lui aussi sur le site Internet du Ministère. Il renferme des données sur les comptes financiers de l'administration centrale et du secteur public, sur la dette publique et l'encours des garanties.

1081. Le rapport annuel sur la gestion de la dette est rendu public après avoir été accepté par l'État. On y trouve de l'information sur la réalisation des objectifs stratégiques de la gestion de la dette; une description des titres d'emprunt émis accompagnée d'une analyse des coûts; une analyse de l'évolution du portefeuille de titres d'emprunt de l'administration centrale; des données sur l'encours de la dette de l'administration centrale, de la dette publique et des emprunts garantis par l'administration centrale; des données sur les flux d'endettement et les titres d'emprunt; une brève comparaison de la dette de la Slovénie avec celle d'autres pays. Dans son bulletin mensuel des finances publiques, le Ministère des finances diffuse également de l'information sur la composition du portefeuille de titres d'emprunt.

1082. La Slovénie établit un budget pour l'exercice courant et l'exercice suivant, et met à la disposition du Parlement et du public un exposé semestriel de la stratégie budgétaire. Les prévisions relatives à la dette et au service de la dette font partie intégrante des documents de stratégie. La banque centrale diffuse chaque mois l'échéancier du service de la dette extérieure totale.

1083. Sur le marché intérieur, la transparence des opérations est assurée par un éventail d'instruments normalisés, des obligations et des bons du Trésor, qui sont vendus par adjudication suivant un calendrier des émissions. Les résultats des ventes par adjudication sont affichés sur le site Web du Ministère des finances. Les titres sont inscrits à la cote de la Bourse de Ljubljana. Les cours des bons du Trésor qui sont négociés de gré à gré sont transmis par des teneurs de marché. Afin de réduire davantage l'incertitude des acteurs du marché financier intérieur, des contacts sont maintenus avec tous les gros investisseurs. La transparence de l'émission de titres sur ce marché, qui est un objectif stratégique, vise à rendre le marché des titres publics plus stable et plus actif.

1084. Le Ministère des finances s'efforce d'avoir une grande visibilité auprès de la communauté financière internationale en diffusant la notation maximale attribuée aux obligations et en établissant des contacts avec les investisseurs avec les ressources dont il dispose. En ce qui a trait aux émissions des titres d'emprunt, la transparence, la responsabilité et la fiabilité, de même que l'approche axée sur le marché ont été les objectifs premiers de la Slovénie depuis la dissolution de l'ex-Yougoslavie.

---

<sup>85</sup> <http://www.sigov.si/mf/angl/apredmf1.html>

1085. Le traitement fiscal des titres publics est énoncé clairement dans le prospectus de chaque émission, lequel est remis aux investisseurs et diffusé dans le public.

1086. Les activités de gestion de la dette sont vérifiées annuellement par la Cour des comptes, organisme de vérification indépendant qui passe en revue les livres de l'administration centrale et des entités du secteur public. Ces vérifications sont rendues publiques en vertu de la procédure parlementaire, dans le cadre de la vérification périodique du budget. La vérification du budget est prescrite par la loi afin que le Parlement puisse approuver le rapport annuel de l'administration centrale sur l'exécution du budget.

### **Cadre juridique**

1087. Le fondement législatif des emprunts publics et de l'octroi de garanties par l'État est l'article 149 de la Constitution slovène : « L'État peut uniquement contracter ou garantir des emprunts en respectant les conditions énoncées dans la loi. »

1088. Le cadre régissant les emprunts de l'administration centrale est défini dans la *Loi sur les finances publiques*<sup>86</sup>, qui sert de fondement :

- à la définition de l'emprunt de l'administration centrale et de l'emprunt de liquidités;
- à la méthode employée pour calculer le plafond de ses emprunts;
- aux éléments de la gestion de la dette;
- aux documents régissant l'exécution des opérations ou des programmes d'emprunt;
- aux règles applicables aux emprunts contractés par les administrations locales, les fonds extrabudgétaires et les entités du secteur public.

1089. La *Loi sur l'exécution du budget*, une loi annuelle, fait état des plafonds établis relativement aux emprunts et aux garanties de l'administration centrale, ainsi qu'aux emprunts des entités publiques.

1090. Lorsque la *Loi sur l'exécution du budget* est adoptée, le gouvernement approuve le programme de financement annuel présenté par le Ministère des finances, qui énonce les grandes lignes directrices de la politique et la stratégie d'emprunt. Cela comprend les objectifs, les opérations, les instruments, la dynamique des emprunts et les choix de marché. Si les mouvements du marché sont très différents des prévisions ou si un autre imprévu survient, le programme de financement peut être modifié suivant la procédure établie. À l'étape de l'élaboration du programme, on tient compte de la dynamique des emprunts, de la composition monétaire du portefeuille de titres d'emprunt, de même que de la capacité du marché intérieur lorsque l'on cherche à répondre à la plupart des besoins de financement sur

---

<sup>86</sup> Le cadre est décrit plus en détail en annexe.

le marché intérieur et à développer celui-ci afin de circonscrire le risque macroéconomique et le risque de financement. Le programme de financement a également pour objectifs la neutralité monétaire et la limitation du risque de change.

1091. À l'origine, les lignes directrices de la politique de gestion de la dette, qui sont énoncées dans le programme de financement annuel, ne décrivaient que le type d'instrument et la dynamique des emprunts. Aujourd'hui, elles sont présentées dans un document stratégique qui intègre les objectifs de la politique et les mesures d'intervention. Cette évolution s'explique dans une large mesure du fait que le cadre législatif existant qui régit les opérations de gestion de la dette ne fait pas état des objectifs de la politique. Par conséquent, le programme de financement annuel vise actuellement à combler le vide juridique et à éviter les arbitrages indésirables entre le coût et les risques. Cependant, comme la période visée par le programme de financement s'étale sur une année, la cohérence des mesures est essentielle si l'on veut que les considérations de coût l'emportent sur celles qui ont trait au risque et que la composition du portefeuille demeure adéquate.

### **Cadre institutionnel et organisation interne**

1092. Aux termes de la *Loi sur les finances publiques*, le Ministère des finances est le seul responsable des opérations d'emprunt et de gestion de la dette de l'administration centrale.

1093. Pour la gestion de la dette, le cadre organisationnel est établi par un décret qui énonce les fonctions, les responsabilités, l'organisation des services, ainsi que la description des principales tâches de tous les employés de l'administration centrale. Il appartient à trois services du Ministère des finances de contracter les emprunts et de les gérer :

- Le *Service international* contracte des emprunts auprès des institutions financières internationales telles que la BIRD, la BEI et la BERD. L'importance de cette source de financement diminue constamment; en 2002, elle représentera environ 1,5 % du financement total.
- Le *Service de gestion des liquidités* (SGL) contracte et gère les emprunts à court terme sur le marché intérieur, et assure la gestion de la trésorerie.
- Le *Service de gestion de la dette publique* (SGDP) réalise le programme de financement annuel et gère la dette à long terme (intérieure et extérieure) de l'administration centrale. Le SGDP assure également des services de post-marché, notamment la tenue de registres et l'exécution des instructions de paiement. Le SGDP tient des statistiques de la dette et établit des prévisions relatives au service de la dette à court et à long terme pour la gestion du budget et des liquidités. Le SGDP produit périodiquement des rapports sur la dette et l'exécution du programme d'emprunt. De plus, le SGDP et le SGL mettent à jour les données sur les titres d'emprunt de leur ressort qui sont diffusées sur le site Internet du Ministère des finances. Le SGDP demeure en contact avec les agences de notation des titres et leur fournit des rapports normalisés. Il collabore également avec ces agences et accuse réception de leurs rapports. Enfin, le SGDP approuve les emprunts du secteur public et les garanties du ministre des Finances, et en assure le suivi.

1094. Le SGDP est constitué en sections ayant différentes fonctions, responsabilités et filières hiérarchiques. La salle des marchés est chargée de l'exécution des opérations sur les marchés financiers, notamment de la gestion des ventes par adjudication et d'autres types d'emprunt, ainsi que des autres opérations de financement. Le service de post-marché s'occupe du règlement des opérations et de la tenue des registres financiers. Un service intermédiaire distinct, dit service de gestion des risques a été mis sur pied; lorsqu'il sera opérationnel, il analysera les risques liés au portefeuille, produira des rapports sur ces risques et évaluera les gestionnaires du portefeuille par rapport à des points de référence stratégiques. Une section statistique produit les rapports et les prévisions nécessaires, notamment pour la gestion de la dette, la gestion des liquidités à court terme et l'établissement du budget, et administre la base de données sur la dette utilisée par le service de post-marché pour le règlement et la tenue des registres des emprunts. Le SGL comprend deux sections, la section des prévisions relatives à la liquidité budgétaire et la section des marchés monétaires. Le SGL émet et rembourse les bons du Trésor et d'autres instruments à court terme et tient les registres de ces titres.

1095. La gestion du SGDP s'articule autour des catégories d'instruments, tant à la section de gestion de la dette (salle des marchés) qu'à la section de gestion des opérations (service de post-marché). Il s'agit des catégories suivantes : obligations intérieures, obligations étrangères, emprunts intérieurs, emprunts extérieurs et garanties. Dans le cas des garanties, le SGDP collabore fréquemment avec les ministères techniques; pour les autres instruments, la chaîne de collaboration est constituée de la salle des marchés, du service de post-marché, de la section de la statistique et de la section de l'analyse.

1096. La coordination et l'échange d'informations entre les services de gestion de la dette et les autres services du Ministère des finances prennent diverses formes : la structure de comités officiels et internes mise sur pied par le Ministère, ainsi que les projets communs visant à développer et à améliorer des systèmes d'exécution du budget, de gestion de la dette et de comptabilité. La coordination avec la budgétisation suit le calendrier d'établissement du budget. La coordination avec la comptabilité générale est permanente et fait appel à un logiciel standard qui relie la fonction comptable, la fonction d'exécution du budget et les utilisateurs du budget. Le logiciel devrait jeter les bases du suivi de l'exécution du budget et de la planification budgétaire.

1097. Au sein du Ministère des finances, le SGDP, le Service de la gestion des liquidités, le Service de l'exécution du budget et le Service des impôts et des douanes évaluent chaque semaine l'état des liquidités à court terme (sur une base mensuelle) et déterminent quelles tactiques précises de gestion des liquidités seront suivies. À l'occasion des réunions mensuelles, les services susmentionnés analysent les prévisions trimestrielles et la tournure éventuelle des événements, et proposent les mesures nécessaires.

1098. La répartition et l'organisation du travail reposent sur l'essor historique du Ministère des finances. Bien que la fonction d'emprunt soit répartie entre trois sections du Ministère,

leurs activités sont suffisamment coordonnées et leur mandat respectif est assez clair. Quoiqu'il en soit, l'absence de pouvoir décisionnel centralisé constitue une lacune de la structure actuelle et, dans une certaine mesure, entrave la planification et la gestion de la dette, de même que l'exécution des opérations nécessaires à la gestion de la dette.

1099. On envisage de mettre sur pied un organisme distinct qui serait responsable de la gestion de la dette de l'administration centrale, et le Ministère des finances étudie les avantages de la création d'un organisme indépendant ou d'un service ministériel de gestion de la dette publique afin :

- de centraliser les opérations d'emprunt et de gestion de la dette;
- d'accroître la responsabilité de rendre compte de l'exécution des opérations;
- de fixer un objectif clair et mesurable à partir duquel les compétences et les responsabilités seraient déléguées;
- de mettre la fonction de gestion de la dette à l'abri de l'ingérence des institutions politiques et des autres institutions;
- de simplifier les procédures afin d'avoir accès aux technologies de l'information modernes et aux ressources humaines possédant les connaissances spécialisées nécessaires, en vue d'une gestion proactive de la dette; de circonscrire le risque opérationnel; de donner plus de souplesse à l'organisme pour réagir à l'évolution du marché et des participants au marché.

1100. Officiellement, le Ministère des finances et la banque centrale ne coordonnent pas leurs efforts. Le Ministère des finances a un statut d'observateur au conseil d'administration de la Banque de Slovénie. Les services chargés de la gestion de la dette et des liquidités tiennent périodiquement — dans la mesure du possible, chaque mois — des réunions de travail avec les personnes responsables de la banque centrale.

### **Systèmes d'information**

1101. En 1995, le Ministère des finances de la Slovénie a entrepris de mettre au point une base de données sur la dette. À l'heure actuelle, cette base constitue une source d'information fiable sur le service de la dette, et permet de comptabiliser et de gérer avec précision les titres d'emprunt. C'est également un excellent outil pour la production de statistiques et l'organisation des données d'analyse. La création de la base de données a été co-parrainée par la Banque mondiale. Le projet d'amélioration de la base de données, qui permettrait de produire des mouvements de trésorerie et d'établir des prévisions en vue d'une simulation de portefeuille, progresse relativement lentement, principalement du fait que les ressources financières sont limitées. La base de données sera entièrement intégrée au système d'exécution du budget et au système comptable de l'État.

1102. En plus des données électroniques, la copie papier des documents juridiques et comptables est conservée. Le système informatique effectue une procédure de sauvegarde en continu. Les documents et les données peuvent être stockés sur disque compact, une partie de

l'information étant conservée de cette façon. Le système est passé en revue à chaque contrôle des diligences précédant une émission d'obligations internationales. Les opérations du service de post-marché sont distinctes de celles de la salle des marchés, et une procédure interne a été mise en place pour la remise de la documentation relative aux opérations.

## **Personnel**

1103. Dans le cadre des politiques et de la réglementation applicables au personnel et à la rémunération dans le secteur public, le Ministère des finances et le SGDP s'efforcent de compenser le manque d'attrait de la faible rémunération, principalement en faisant valoir la formation pratique assurée en continue par du personnel chevronné. Cela s'explique du fait que cette orientation est synonyme d'avancement pour le spécialiste de la gestion de titres d'emprunt; cela s'inscrit également dans une politique active de formation post-universitaire, et d'aide sous forme d'autorisation d'absences et, dans la plupart des cas, du paiement des frais de scolarité. Le Ministère des finances et le SGDP font également de leur mieux afin de fournir une formation spécialisée dans le cadre de séminaires, d'ateliers et d'activités similaires d'envergure nationale ou internationale. En 2001, la participation du personnel du SGDP à des activités de formation extérieures représentait 84 jours, ce qui excède d'environ 30 % la moyenne du Ministère des finances, écart notable si l'on tient compte de la formation spécialisée continue que requiert le processus d'adhésion à l'Union européenne. Par ailleurs, on s'emploie également à développer la responsabilité professionnelle du personnel peu expérimenté au moyen d'un système de mentorat. Cependant, la rotation du personnel qualifié, tout particulièrement à la salle des marchés, entrave en permanence le fonctionnement du SGDP et surtout, le perfectionnement du personnel.

1104. Le personnel affecté à la gestion de la dette doit respecter le code de conduite des employés du secteur public, ce qui comprend les règles régissant les conflits d'intérêt. Celles-ci sont explicitées dans le règlement interne sur les conditions particulières applicables au personnel du Ministère des finances. Ces règles détaillées régissent la gestion des finances personnelles des employés. Au sein du SGDP, les contacts avec les organismes financiers et les médias sont régis par un code de conduite non écrit.

## **B. Analyse et gestion des coûts et des risques**

1105. Le gros de la dette de l'administration centrale slovène résulte de la prise en charge d'une partie de la dette extérieure de l'ex-Yougoslavie, de la reconstruction du secteur bancaire et de la restructuration d'entreprises. L'indexation du capital constitue le deuxième facteur en importance ayant contribué à la croissance autonome de la dette, suivie des variations du taux de change et du financement du déficit budgétaire.

1106. En ce qui a trait à la dette extérieure, en reconnaissant sans tarder ses obligations en tant qu'État souverain après la dissolution de l'ex-Yougoslavie, la Slovénie a retrouvé accès aux marchés financiers internationaux et a eu la possibilité de gérer et de réduire les risques inhérents au portefeuille de la dette extérieure. Le rétablissement des liens avec les marchés

financiers internationaux était essentiel au fonctionnement normal de l'économie (le financement des échanges commerciaux et l'accessibilité du crédit international pour le secteur privé).

1107. Les opérations d'emprunt sur les marchés extérieurs avaient pour objectif la restructuration de la dette non négociable coûteuse par l'émission de titres à long terme (10 ans) libellés en euros, qui deviendra la monnaie nationale suite à l'adhésion à l'Union monétaire européenne. Ces opérations visaient principalement à réduire le risque de refinancement de la dette totale (dette publique et dette du secteur privé), de même que le risque d'une crise de la balance des paiements. Enfin, on a exécuté ces opérations afin d'établir une référence pour les emprunteurs slovènes sur les marchés internationaux.

1108. Sur le marché intérieur, la plupart des émissions initiales étaient des obligations liées à la reconstruction du secteur bancaire et à la restructuration d'entreprises. L'État a émis des obligations indexées sur l'inflation et sur devises dont la durée se situait entre 5 et 22 ans. Cette stratégie, qui a permis de réduire le risque de refinancement et les emprunts extérieurs, tenait compte de l'évolution du marché financier intérieur encore peu développé.

### **Stratégies de gestion de la dette**

1109. En ce qui a trait aux besoins de financement déterminés par le budget annuel, les activités de gestion de la dette reposent sur un principe fondamental : réduire au minimum les coûts d'emprunt à long terme en s'assurant que la durée des titres se traduise par un risque de refinancement acceptable, et établir la composition monétaire et l'éventail de taux d'intérêt de manière à réduire au minimum le risque de change, le risque de taux d'intérêt et les autres risques.

1110. À l'étape de l'élaboration du programme de financement annuel, le Ministère des finances cherche à réduire au minimum le risque de refinancement et le risque de marché, tout en essayant de préserver la neutralité du risque de change des emprunts. Dans le cas des emprunts extérieurs, le Ministère des finances s'efforce d'exercer une forte présence sur les marchés et d'élargir l'éventail d'investisseurs en misant principalement sur l'euromarché, qui connaît le mieux la Slovénie en tant qu'émetteur et entité socioéconomique. De plus, comme le pays réalise les deux tiers de ses échanges commerciaux avec l'Europe et pourrait adopter l'euro, ce marché assure la plus grande neutralité du risque de change.

1111. La Slovénie a décidé d'accorder la priorité au marché intérieur sans perturber le marché, ni évincer le secteur privé. L'État a également décidé de restreindre au maximum les emprunts extérieurs et de recourir aux marchés étrangers uniquement pour le renouvellement de la dette extérieure et les paiements d'intérêts en devises.

1112. Les risques inhérents à la composition de la dette publique sont minutieusement évalués en permanence. Afin d'éliminer ou de couvrir différents risques, on a pris des mesures d'ordre organisationnel et juridique dans le droit fil du développement du système

juridique et du système économique de la Slovénie, en vue de l'adhésion à l'Union européenne. Le Ministère des finances progresse constamment dans ses efforts de normalisation des titres d'emprunt intérieurs afin que l'offre soit suffisante. Actuellement, il offre une série d'obligations à taux variable à 3 et 5 ans en tolars (l'inflation étant l'élément variable du taux d'intérêt); des obligations à 10 ans en euros; des bons du Trésor à 3, 6 et 12 mois à taux d'intérêt fixe nominal. Le montant des émissions est établi dans le programme de financement annuel, et les titres sont offerts suivant un calendrier de ventes par adjudication, ce qui rend l'offre plus transparente et plus prévisible. En 2002, le Ministère des finances a commencé à émettre des obligations à 15 ans en euros et des obligations à 3 ans en tolars assorties d'un taux fixe nominal, en remplacement des obligations à 3 ans à taux variable. Au besoin, le Ministère rouvre l'émission afin qu'elle devienne une émission de référence, ou encore pour fixer les prix des titres, tant sur les marchés extérieurs que sur le marché intérieur.

1113. La capacité financière intérieure a été limitée par le peu de profondeur du marché financier et jusqu'à tout récemment, par les mesures de contrôle des changes (qui ont été progressivement supprimées entre 1999 et le 1<sup>er</sup> janvier 2002). Les achats étaient assujettis à des frais prohibitifs, qui s'appliquaient aux titres à court et à long terme, sans exception. Donc, les mesures de contrôle des changes capital ont limité la participation des investisseurs étrangers au marché des titres publics. Dans ce contexte, les opérations visaient à répondre aux besoins d'emprunt sans accroître fortement la dette extérieure et la monétisation, ce qui aurait entravé la réalisation des objectifs monétaires de la banque centrale (M1 jusqu'en 1997 et M3 par la suite). Dès 2002, la banque centrale a suivi une approche à deux volets dans le cadre de la mise en œuvre de la politique monétaire : premièrement, continuer à mettre l'accent sur le contrôle de la masse monétaire au sens large et ses composantes; deuxièmement, analyser divers indicateurs réels et financiers, intérieurs et extérieurs.

1114. Des sources de financement hors marché sont utilisées pour répondre à une petite partie des besoins à court terme. En effet, le Ministère des finances est légalement autorisé à demander aux institutions publiques de mettre leurs liquidités excédentaires à la disposition de l'État et non du public, aux taux du marché, en achetant des billets à ordre. L'État ne peut pas emprunter à la banque centrale.

1115. Le Ministère des finances établit des prévisions de liquidités annuelles, trimestrielles, mensuelles et hebdomadaires. Un groupe de travail permanent (le « comité des liquidités ») constitué des gestionnaires des liquidités et de la dette, ainsi que de représentants des services de l'exécution du budget et des impôts, assure un suivi des prévisions continuellement révisées et détermine quelles mesures doivent être prises. En collaboration constante avec un représentant résident du FMI, le Ministère des finances améliore ses techniques de gestion des liquidités et du budget, ainsi que ses prévisions de recettes et de dépenses.

1116. Le Ministère des finances a pour politique d'offrir régulièrement des effets à long terme et, proportionnellement, des effets à court terme même si l'achat ou la détention

d'effets publics n'est pas prescrit par la réglementation financière, la réglementation budgétaire et les autres règlements.

### **Principaux risques liés au portefeuille de titres d'emprunt**

1117. Dans le passé, la part de la dette extérieure a augmenté lentement mais constamment. Cela s'explique principalement du fait que la Slovénie a assumé une partie de la dette de l'ex-fédération yougoslave dont la composition (monnaies, durée et taux d'intérêt) n'influe pas sur la croissance de la dette. Cependant, la fraction correspondant à la dette extérieure s'est accrue en raison de l'envergure restreinte du marché financier intérieur, qui, jusqu'en 2002, ne permettait pas le financement du déficit budgétaire ni le remboursement intégral du capital en tolar par des emprunts intérieurs.

1118. En ce qui a trait à la composition du portefeuille, la proportion des titres a constamment augmenté au détriment de celle des emprunts. De plus, la dette envers les États étrangers et les organismes supranationaux est en baisse, alors que la dette envers les banques commerciales et les autres créanciers est en hausse. Ces tendances lourdes découlent des modifications apportées à la stratégie et aux conditions de financement, lesquelles s'expliquent du fait que depuis 1996-1997, la Slovénie répond à la plupart de ses besoins de financement au moyen de mécanismes et d'instruments du marché financier.

1119. La Slovénie a principalement une dette à long terme. À la fin de 2000, la dette à long terme représentait 95,5 % (durée à l'émission) et 91,7 % (échéance résiduelle) de la dette totale. Le risque de refinancement est faible, mais la dette intérieure à court terme augmente rapidement.

1120. L'attention est centrée sur le risque de marché. On s'intéresse tout particulièrement à la réduction de la volatilité du service de la dette en monnaie nationale, ainsi qu'à la diminution de l'impact de l'indexation sur l'évolution de l'encours de la dette. La politique vise à modifier progressivement la composition du portefeuille de manière que les titres nominaux remplacent les titres d'emprunt indexés sur l'inflation (on a cessé d'émettre de tels titres à partir de 2000) et les titres indexés sur des devises. Graduellement, des instruments à taux fixe et une devise moins volatile (l'euro) ont fait leur entrée dans le portefeuille.

1121. L'essentiel du risque lié au portefeuille de titres d'emprunt intérieurs est attribuable à la prédominance des instruments dont le coût en monnaie nationale varie. Les instruments indexés sur l'inflation sont les plus risqués. Comme l'inflation est très volatile et relativement élevée tout en étant inférieure à 10 %, ces instruments ont fortement contribué à l'accroissement de la dette.

1122. Pour ce qui est des taux d'intérêt et des types d'instrument, on observe une tendance manifeste, tout particulièrement depuis 1997, à la diminution de la part des instruments indexés, ainsi qu'à l'augmentation de la part des instruments à taux d'intérêt fixe. Si l'on analyse l'éventail des monnaies d'emprunt, on constate une croissance rapide de la part de

l'euro au détriment de celle du dollar américain. Les tendances qui ressortent des variations de la structure de la dette découlent principalement des orientations et des objectifs stratégiques relatifs aux emprunts et à la gestion de la dette, et devraient se maintenir dans les années à venir.

### **Analyse des risques en vue de l'élaboration de la stratégie**

1123. Le Ministère des finances utilise une définition générale du coût qui sert de fondement à l'évaluation du risque. Le coût correspond à la valeur actualisée du service de la dette (capital et intérêts) en monnaie nationale. Le risque correspond à l'écart entre la valeur actualisée du scénario de référence et la valeur actualisée des scénarios reflétant l'évolution possible des variables qui influent sur le service de la dette.

1124. Le Ministère se fonde sur une analyse périodique du risque qui tient compte de l'impact des variations des variables exogènes sur la structure et le coût du portefeuille de titres d'emprunt. Le coût des instruments — exception faite des bons du Trésor, qui sont des instruments à court terme et à revenu fixe — dépend de l'évolution de différentes variables de prix (inflation, taux d'intérêt ou taux de change). Par conséquent, l'analyse de l'évolution passée et future de différents prix et de son impact sur la structure et le coût du portefeuille est importante en vue de l'évaluation du risque lié au portefeuille. Le Ministère des finances utilise ses prévisions relatives aux principales variables de prix et aux taux d'intérêt, ainsi que celles d'organismes externes.

1125. Le risque de marché et le risque de refinancement sont périodiquement chiffrés. L'élasticité du coût du portefeuille aux variations de diverses variables est calculée et utilisée dans le cadre de la mise en œuvre de la stratégie d'emprunt annuelle afin de réduire le risque de marché. De même, différentes stratégies d'émission sont évaluées dans l'optique de la durée souhaitée, tant sur le marché intérieur que sur les marchés extérieurs. On procède également à des rachats afin de réduire le risque de marché et d'atteindre les objectifs relatifs à la durée. Ces opérations sont discrétionnaires et peuvent être exécutées durant l'exercice. Enfin, on effectue une analyse de viabilité de la dette, de même que de l'impact du service de la dette extérieure sur la viabilité du compte courant.

1126. L'évolution des besoins d'emprunt et de la structure d'amortissement dans un contexte dynamique (qui tient compte des stratégies relatives aux rachats et aux nouvelles émissions) est importante lorsque l'on veut évaluer le coût à moyen terme, le risque de refinancement et la stratégie d'émission des instruments. Le logiciel existant ne permet pas d'utiliser des techniques complexes d'analyse statistique et de simulation. C'est essentiellement une analyse simple de scénario qui est effectuée. Le Ministère des finances a amorcé la mise à niveau des applications de base de données pour évaluer le risque à différentes étapes. Actuellement, il utilise des modèles simples fonctionnant sur tableurs.

1127. L'évaluation de la capacité du marché intérieur, de son évolution ainsi que de l'accès aux marchés étrangers est tout aussi capitale dans le cadre de la détermination du coût et du risque et de l'élaboration du programme de financement.

1128. Le risque opérationnel n'est pas évalué, mais est pris en compte dans le cadre du processus permanent visant à éviter les erreurs durant les diverses étapes de l'exécution et de l'inscription des opérations. Les efforts de réduction du risque opérationnel se traduisent par l'intégration juridique des responsabilités de l'exécution du budget, ainsi que dans la réglementation des procédures. La responsabilité de la gestion de la dette au sein du SGDP est répartie entre la salle des marchés et le service de post-marché, qui ont chacun leurs tâches à accomplir et leur filière hiérarchique.

### **Portefeuille de référence pour la dette intérieure**

1129. Actuellement, le Ministère des finances n'a pas de portefeuille de référence explicite, ni d'objectif de rendement. Cependant, les orientations à long terme respectent les lignes directrices de la politique déterminant la composition du portefeuille, ce qui limite le coût et le risque. Le programme de financement annuel fait état des mesures à prendre en conformité avec les objectifs à long terme, et le rapport annuel sur la dette indique si les orientations définies ont donné des résultats cohérents.

### **Stratégies de gestion active de la dette**

1130. Les rachats et les levées d'options d'achat sont au nombre des opérations que le Ministère des finances réalise afin de réduire le coût du service de la dette. Jusqu'en 2002, les opérations de rachat ont été surtout exécutées sur les marchés étrangers, comme les interventions relativement peu importantes du Ministère n'ont pas perturbé ces marchés. Sur le marché intérieur, il a principalement eu recours aux options d'achat en tenant compte de sa capacité d'emprunt globale. Aucun rachat n'a été exécuté sur le marché intérieur du fait que celui-ci est relativement peu développé. Les opérations de gestion active de la dette sont strictement réglementées par la loi. Leur exécution doit obéir à certains critères; il convient notamment de prouver qu'elles permettront de réaliser des économies ou d'améliorer la structure du portefeuille, sans augmenter la dette.

### **Passifs conditionnels**

1131. La surveillance des passifs conditionnels explicites s'inscrit dans le même cadre que celle de la dette de l'administration centrale. Ils doivent être autorisés par la loi, et l'entité emprunteuse (par exemple une entité qui contracte un emprunt garanti par l'État) est suivie par le Ministère des finances tout au long du processus.

1132. Les garanties qui doivent être exécutées (en raison de la liquidation, de la faillite, etc. des bénéficiaires) font l'objet de provisions budgétaires déterminées, et des procédures de

recouvrement sont en place. Les prévisions relatives au renouvellement des garanties à court terme font en sorte qu'il n'y a pas de gros montants en souffrance dans le système.

### **Développement du marché de la dette du secteur privé**

1133. Le Ministère des finances est conscient de l'importance des titres publics et de la courbe de rendement à titre de point de référence pour la détermination du prix des titres d'emprunt du secteur privé. Sur les marchés extérieurs, on s'efforce constamment d'augmenter le nombre d'investisseurs et d'avoir une courbe de rendement représentative afin que ces marchés soient plus accessibles aux investisseurs locaux; de plus, ils disposent de points de référence clairs pour estimer le prix des titres qu'ils négocient. Sur le marché intérieur, on privilégie l'émission d'instruments à taux fixe, et non plus de titres indexés, afin d'établir une courbe de rendement. Il s'agit d'un processus graduel. Dans un premier temps, on a émis des instruments à taux variable afin d'ouvrir la voie à l'émission d'instruments à taux fixe, uniformisé les échéances et offert des instruments à court terme à taux fixe. Dans un deuxième temps, il s'agit d'émettre des instruments à taux fixe à long terme et d'accroître leur durée. Il importe de préciser que l'émission obligataire en euros à 10 ans, qui sera suivie d'une émission de titre à 15 ans libellés dans la même monnaie, facilite la détermination du prix d'autres instruments à long terme sur le marché intérieur.

### **C. Mise en place du marché des titres publics**

1134. Le développement du marché slovène des titres publics a pour toile de fond un contexte hyperinflationniste, héritage de l'ère yougoslave, et une politique économique rigoureuse jusqu'en 1997, période durant laquelle le budget était en équilibre ou excédentaire. En raison de ce scénario d'hyperinflation, tous les contrats financiers étaient indexés sur l'inflation, le taux d'intérêt de base (la moyenne du taux d'inflation des trois derniers mois et par la suite, des 12 derniers mois) étant calculé par la banque centrale. Ce n'est qu'en 1998 que des bons du Trésor à 6 et 12 mois ont fait leur entrée sur le marché en tant que premiers instruments nominaux libellés en tolars. Avant 1997, les bons du Trésor n'étaient émis que sporadiquement, car la situation des finances publiques était relativement saine. Le gros de la dette intérieure a été contracté pour financer la reconstruction du secteur bancaire et la restructuration d'entreprises au lendemain de l'indépendance, en 1991. Il s'agissait d'obligations indexées sur l'inflation ou sur une devise qui n'avaient pas toutes la même échéance. Ces instruments n'étaient pas émis sur le marché mais par voie administrative et, jusqu'en 1997, étaient les seuls titres d'emprunt disponibles.

1135. En 1997, après l'apparition d'un déficit budgétaire, la Slovénie a commencé à émettre sporadiquement des obligations indexées sur l'inflation, sans avoir établi de calendrier d'émissions au préalable. L'État a poursuivi les émissions sporadiques d'obligations indexées sans normaliser les échéances en 1998 et 1999. À partir de 2000, des obligations ont été émises périodiquement suivant un calendrier diffusé au préalable, et les échéances ont été normalisées. Ainsi, la Slovénie a offert des obligations à taux variable à 3 et 5 ans (l'indexation étant l'élément variable du taux d'intérêt) dans le cadre de la stratégie

privilégiant les instruments à taux fixe libellés en monnaie nationale, de même que des obligations à 10 ans à taux fixe en devises. L'État cherchait à répartir la dette sur la courbe de rendement afin de réduire au minimum le risque de refinancement. Il a également uniformisé les différentes formules de calcul des taux d'intérêt qui étaient utilisées auparavant en vue de faciliter l'exécution des opérations sur le marché secondaire et d'accroître la transparence. La structure du marché a été renforcée par des améliorations au mécanisme de vente par adjudication, la normalisation des instruments, l'émission d'instruments simples, ainsi que la diffusion des besoins de financement et du calendrier des émissions, ce qui a contribué au développement du marché et à l'accroissement du nombre d'investisseurs.

1136. C'est pour répondre à la demande des investisseurs institutionnels que l'on a offert des obligations à 10 et 15 ans. Ces titres sont libellés en devises et sont payables en monnaie nationale; ils constituent une solution intermédiaire en vue de l'émission d'instruments à taux nominal. Si la Slovénie fait son entrée dans l'Union européenne, les obligations libellées en euros seront remboursées en euros.

1137. En 2002, le Ministère des finances a émis, pour la première fois, des obligations à 3 ans à taux fixe libellées en tolar. Progressivement, des instruments à taux fixe seront également offerts pour les autres échéances. Ce changement de stratégie vise non seulement à réduire le risque de marché, mais également à établir une courbe de rendement identifiable et à faciliter la négociation des titres. Le Ministère des finances est également d'avis que la liquidité du marché secondaire des titres publics passe obligatoirement par les instruments à taux fixe. En achetant des instruments à taux variable ou indexés sur l'inflation, les investisseurs se protègent contre le risque d'inflation et, par conséquent, ne ressentent pas le besoin d'exécuter des opérations motivées par des attentes inflationnistes. Les obligations indexées sur l'inflation sont les instruments les moins négociés sur le marché secondaire.

1138. Le Ministère des finances rouvre des émissions en cours plusieurs fois par année suivant un calendrier communiqué au préalable jusqu'à ce que le niveau de référence soit atteint. Le Ministère a eu recours à cette technique du fait que la souscription est restreinte lorsqu'il n'y a qu'une seule adjudication.

1139. De même, la Slovénie a commencé à émettre systématiquement des bons du Trésor en 1998. L'État a mis en vente des bons à trois mois en mai 1998; des bons à six mois, en octobre 1999; des bons à un an, en mai 2000. Ces instruments visent à constituer une source de financement à court terme flexible et économique, de manière à remédier à l'insuffisance de liquidités. Ils ont contribué de façon décisive au remplacement des instruments à taux variable par des instruments à taux nominal, ainsi qu'à la création d'une courbe de rendement du marché monétaire.

1140. Le Ministère des finances et la banque centrale émettent leurs propres instruments, respectivement des bons du Trésor et des obligations, et des bons de la Banque de Slovénie. Le Ministère vend ses titres par adjudication et accepte le prix du marché. La banque centrale procède à des émissions à guichets ouverts et, depuis peu, à des ventes par adjudication. Le

fait que différents instruments soient émis et ne soient pas vendus au même prix ne pose pas problème. Cependant, les titres peuvent entrer en concurrence sur le marché secondaire.

### **Ventes par adjudication**

1141. Les titres sont vendus par adjudication (à prix multiples dans le cas des obligations et à prix uniforme pour les bons du Trésor). Ces ventes sont publiques en vertu de la loi et sont réalisées par le Ministère des finances.

1142. Pour les effets à court terme, tous les secteurs à l'exception de la banque centrale peuvent participer aux ventes par l'entremise des spécialistes en valeurs du Trésor, qui sont des banques commerciales agréées comme courtiers en valeurs mobilières.

1143. Les banques, les courtiers en valeurs mobilières et les autres sociétés, les caisses de retraite et les organismes publics (tous les secteurs à l'exception de la banque centrale) peuvent participer aux ventes par adjudication d'effets à long terme; les entités qui possèdent les ressources techniques, etc. adéquates peuvent participer directement à la vente avec le consentement du Ministère des finances (le SGDP). Les autres entités, y compris les particuliers, participent par l'entremise des banques commerciales qui sont des courtiers inscrits en valeurs mobilières.

### **Marché secondaire**

1144. Afin de mettre en place un marché secondaire de titres publics performant, il convient tout d'abord d'offrir des instruments facilement négociables qui ont des caractéristiques simples et dont les flux de trésorerie peuvent facilement être retracés. Afin de réaliser cet objectif, le Ministère des finances a mis en œuvre, comme nous l'avons mentionné précédemment, une stratégie qui privilégie un portefeuille constitué principalement d'instruments nominaux. Il a donc émis des bons du Trésor ayant différentes échéances et remplacé les instruments indexés sur l'inflation d'abord par des instruments à taux variable et ensuite par des instruments à taux fixe. Dans le cas des obligations à taux variable, il a fallu simplifier progressivement les formules afin de ne pas perturber le marché. Cela a amené le système bancaire national à apporter des modifications similaires à sa gamme de produits.

1145. La Banque de Slovénie exécute des opérations d'open market exclusivement au moyen de bons qu'elle émet, ce qui peut être un obstacle à la création d'un marché secondaire des titres publics. Cependant, la banque centrale a joué un rôle de catalyseur dans l'émergence du marché hors cote des titres publics à court terme (novembre 2001) dont elle a notamment élaboré le cadre de réglementation. Les opérations sur les obligations publiques ont également débuté récemment sur le marché hors bourse (août 2001), et les opérations sur les deux types d'instrument enregistrent une croissance soutenue. Par ailleurs, la banque centrale participe à l'élaboration du cadre de réglementation des pensions livrées avec des titres publics à court terme sur le marché hors bourse. La forte croissance des opérations de

gré à gré s'explique par l'absence de frais de courtage et la commission modique exigée par l'organisme de compensation et de dépôt (KDD).

### **Accès aux marchés financiers intérieur et extérieurs**

1146. Afin que les marchés financiers intérieur et extérieurs demeurent accessibles, le Ministère des finances communique fréquemment avec les investisseurs et est bien informé de leurs préférences, de même que de l'évolution des marchés. Le Ministère a également normalisé la durée des titres d'emprunt et, selon les besoins de financement, fixé le montant des émissions de manière à stimuler l'appétit des investisseurs. Sur les marchés étrangers, le SGDP a tenté d'établir une courbe de rendement, ce qui facilite la détermination du prix des titres. Le SGDP veille à ce que le montant des émissions assure un certain degré de liquidité aux investisseurs, sans toutefois engendrer un risque de refinancement pour le portefeuille. Sur le marché intérieur, les investisseurs sont informés à l'avance des projets d'émission, de manière qu'il n'y ait pas de surprise et qu'ils soient tous sur un pied d'égalité. Le SGDP tient à ce que sa stratégie et la détermination du prix des titres soient fiables. Les préférences des investisseurs relativement aux différents instruments sont également prises en compte lors de l'élaboration du programme de financement annuel.

### **Compensation et règlement**

1147. La Slovénie utilise un système électronique pour le règlement et la compensation des opérations sur valeurs mobilières exécutées à la Bourse de Ljubljana. Ces opérations sont automatiquement transmises à l'organisme de compensation et de règlement (KDD). Le règlement est effectué deux jours après l'opération (T+2) suivant la formule livraison contre paiement. Les règles de l'organisme de compensation et de règlement sont conformes aux normes internationales du G-30 et aux neuf recommandations formulées en 1989 à l'égard des chambres de compensation. L'application des recommandations du Comité sur les systèmes de paiement et de règlement et de l'Organisation internationale des commissions de valeurs, qui ont été adoptées en novembre 2001, est à l'étude.

### **Fiscalité**

1148. Les revenus d'intérêt et les plus-values associés à des titres publics sont classés dans la catégorie générale de l'impôt des sociétés. Les revenus d'intérêt tirés de titres publics ne sont pas assujettis à l'impôt des particuliers. Lorsqu'un titre est vendu avec profit dans les trois ans suivant son acquisition, le profit est considéré comme une plus-value aux fins de l'impôt sur le revenu des personnes physiques. Dans le traitement fiscal des titres publics, il n'y a pas de différence entre les sociétés financières et les sociétés non financières. De même, il n'y a pas de distinction entre le revenu courant et les plus-values aux fins de l'impôt sur le revenu des personnes physiques. Il n'y a pas de retenue d'impôt sur le revenu tiré d'un titre public par un résident ou un non-résident. Enfin, les opérations exécutées sur les marchés primaire et secondaire sont exemptées de la TVA.

Pièce jointe

### **Cadre législatif**

1149. Le cadre législatif est défini comme suit dans les articles 81 à 84 de la *Loi sur les finances publiques* :

*« L'administration centrale peut contracter des emprunts au pays et à l'étranger, dans les limites permises par la loi (c'est-à-dire jusqu'à concurrence du montant nécessaire pour financer le déficit et effectuer les versements sur la dette durant l'exercice courant). En période de financement temporaire, l'administration centrale peut emprunter jusqu'à concurrence du montant des versements sur la dette courante.*

*Si les recettes budgétaires courantes sont inférieures aux dépenses budgétaires, l'administration centrale peut emprunter le montant des liquidités dont elle a besoin; cependant, ce montant ne peut pas excéder 5 % du dernier budget ordinaire.*

*En contractant des emprunts et en émettant des titres, l'administration centrale peut réunir les fonds nécessaires au remboursement de la dette publique avant l'échéance ou au rachat de ses titres, pourvu :*

- 1. que les mesures destinées à assurer la stabilité économique soient étayées par d'autres mesures;*
- 2. que le coût du service de sa dette soit réduit; ou*
- 3. que la qualité du portefeuille de titres d'emprunt soit accrue sans que la dette de l'administration centrale augmente.*

*L'administration centrale ou locale peut également exécuter d'autres opérations d'emprunt afin de gérer le risque de change et le risque de taux d'intérêt liés à sa dette (opérations sur instruments dérivés). L'administration centrale peut acheter et vendre ses titres sur le marché organisé des titres ou de gré à gré. Les fonds servant à l'achat des titres doivent être inscrits au budget de l'administration centrale.*

*Les décisions relatives aux opérations d'emprunt de l'administration centrale, à ses opérations de gestion de la dette, de même que les interventions sur le marché des titres sont prises par le ministre responsable des finances en fonction du programme de financement annuel adopté par l'État.*

*Les opérations d'emprunt sont exécutées par le ministre responsable des finances ou la personne qui s'est vue conférer par écrit de tels pouvoirs d'exécution par le ministre.*

*Les décisions relatives aux emprunts destinés à combler les besoins de liquidités sont prises par le ministre responsable des finances ou la personne qui s'est vue conférer par écrit de tels pouvoirs décisionnels par le ministre. »*

1150. Les règles de financement applicables aux administrations locales sont énoncées à l'article 85 :

*« Les administrations locales peuvent contracter et gérer des emprunts si elles ont obtenu l'autorisation préalable du ministre responsable des finances et si elles respectent les conditions énoncées dans la loi régissant le financement des administrations locales. En l'absence d'une telle autorisation préalable, les opérations d'emprunt sont nulles. Si, en raison de l'irrégularité des rentrées de recettes, le budget ne peut pas être équilibré, les administrations locales peuvent contracter un emprunt afin de répondre à leurs besoins de liquidités; cependant, le montant ne peut pas excéder 5 % du dernier budget ordinaire. À moins qu'une loi spéciale ne renferme des dispositions contraires, les revenus tirés de la gestion de trésorerie sont des recettes budgétaires, et les dépenses effectuées au moyen des emprunts sont des dépenses budgétaires. les administrations locales sont tenues de rendre compte au ministre responsable des finances des emprunts et des versements sur la dette, conformément aux directives transmises par le ministre. »*

## **XV. AFRIQUE DU SUD<sup>87</sup>**

1151. Le marché sud-africain des titres publics a subi une série de métamorphoses depuis la fin des années 1970. Il n'y avait aucun taux du marché officiel avant cette époque. L'État émettait périodiquement des obligations au pair quand le besoin s'en faisait sentir. À mesure que le marché a commencé à se développer, le gouvernement a mesuré l'importance de créer des obligations de référence sur l'ensemble de la courbe des rendements afin d'accroître la liquidité. Au début des années 1990, face à la menace d'un engrenage de l'endettement, il a accordé plus d'importance à la gestion de la dette. Le cadre macroéconomique mis en place par le gouvernement conformément à son programme en faveur de la croissance, de l'emploi et de la redistribution (GEAR) visait, parmi d'autres défis économiques, à ramener la dette totale à des niveaux raisonnables. En conséquence, le Ministère des finances a élaboré un ensemble de bases théoriques et de principes pour la gestion de sa dette, qui ont abouti à la définition des lignes directrices et des stratégies pour la gérer plus activement.

1152. À l'heure actuelle, les autorités centrales, locales et les institutions publiques assurent l'émission de plus de 95 % des titres à taux fixe sur le marché. L'État a veillé particulièrement à prouver qu'il était un emprunteur fiable et conscient de ses responsabilités tant sur le plan intérieur qu'à l'étranger. Le financement est axé sur l'émission d'un grand nombre de titres de référence liquides afin d'assurer la liquidité du marché.

1153. L'État est actuellement en mesure de couvrir la totalité de ses besoins de financement sur un marché intérieur, sophistiqué, liquide et bien réglementé. Il a accordé beaucoup d'attention aux aspects structurels, juridiques et aux infrastructures concourant au développement du marché. La Bourse obligataire d'Afrique du Sud (BESA), le Bureau des services financiers et la Banque de réserve sud-africaine se concertent régulièrement afin de surveiller correctement le marché intérieur. Le gouvernement s'est également engagé à la transparence dans ses relations avec le marché. Il a rendu publiques des informations de qualité, concernant notamment les principaux chiffres budgétaires et les stratégies de financement. De ce fait, la stratégie adoptée par l'Afrique du Sud pour gérer la dette a dépassé le stade caractérisant la plupart des marchés émergents, et est plus proche de celui atteint par les marchés développés des pays industriels.

### **A. Le marché intérieur avant 1990**

1154. Dans les années 1970, les nouvelles obligations émises par l'État ont été vendues par voie d'adjudications périodiques. Généralement, le Ministre des finances procédait trois à quatre fois par an à des émissions d'obligations au pair, une nouvelle émission coïncidant habituellement avec l'échéance d'un titre précédemment émis. Il n'y avait pas de marché secondaire actif, et donc pas de taux de marché prédominant. Un certain nombre d'enquêtes

---

<sup>87</sup> Cette étude de cas a été réalisée par le Trésor sud-africain.

et de rapports sur l'évolution du marché des capitaux sud-africain, notamment ceux de Stals et de Jacobs et de la Commission De Kock ont cependant souligné la nécessité d'y apporter des changements. En 1978, un large consensus s'est dégagé parmi les intervenants sur le marché quant à la nécessité réelle de développer le marché.

1155. En 1981, Eskom (l'Office de distribution d'électricité) a été la première institution publique à émettre des obligations à prime d'émission sur le marché. Durant les premiers mois de 1980, l'État a procédé à des émissions obligataires "au robinet" (en continu) jusqu'à ce que le montant nominal soit entièrement souscrit, comme indiqué dans le prospectus. Chaque émission donnait lieu à l'introduction d'une nouvelle obligation sur le marché. Durant cette période, il n'y avait pas une nette distinction entre la politique monétaire et la politique budgétaire. Les émissions primaires d'obligations servaient au financement des dépenses publiques de même qu'aux opérations d'open-market.

1156. Au milieu des années 1980, les grands intervenants sur le marché des capitaux ont organisé un forum avec les autorités publiques sud-africaines afin d'examiner les questions d'intérêt commun. Les investisseurs avaient des réserves au sujet de la Loi sur les actifs réglementaires. Cette Loi avait été adoptée en 1958 afin de réunir des capitaux pour les institutions semi-gouvernementales telles que les universités, la compagnie sud-africaine de radio-diffusion et les activités menées dans les anciens bantoustans. Pour financer ces institutions, les fonds de pension et les compagnies d'assurances étaient tenues de placer, à titre d'actifs réglementaires, une partie de leurs capitaux dans des obligations d'État, les obligations garanties par l'État et les titres approuvés et indiqués par le registraire des pensions (par exemple les obligations des bantoustans). De plus, les investisseurs étaient préoccupés par les petits montants investis dans certaines obligations dont quelques-unes étaient illiquides.

1157. La question des actifs réglementaires constituait une sérieuse pierre d'achoppement pour le développement des marchés financiers. Les contraintes qui en découlaient empêchaient la fixation d'un taux du marché. La Loi a fini par être abrogée en octobre 1989. Une fois levée l'obligation de détenir des actifs réglementaires, la voie était ouverte à l'essor du marché des capitaux sud-africain.

1158. En 1989 le Ministère des finances a consolidé un certain nombre de petites émissions pour créer des titres de référence à 5, 10, 15 et 20 ans. De plus, Eskom et d'autres institutions publiques ont commencé à coter des cours acheteur-vendeur) pour leurs titres.

## **B. Évolution entre 1990 et 1998**

### **Évolution du marché intérieur**

#### ***Création de la bourse obligataire d'Afrique du Sud***

1159. Les recommandations faites dans les rapports de Stals et de Jacobs sont à l'origine de la création d'une bourse obligataire structurée en Afrique du Sud. Les autorités ont reconnu que l'autorégulation par les intervenants sur le marché était plus souhaitable et acceptable qu'un contrôle imposé. En conséquence, les entreprises faisant le négoce des obligations, qui avaient volontairement formé depuis 1989 une association appelée BMA (Bond Market Association — Association des intervenants sur le marché obligataire) ont reçu l'agrément des autorités en 1996 et ont été immatriculées sous le nom de BESA (Bond Exchange of South Africa — Bourse obligataire d'Afrique du Sud).

1160. Pour développer les opérations de compensation, la BESA a adopté les recommandations faites par le Groupe des trente (G30) sur la compensation et le règlement. La bourse a également mis en place une chambre de compensation agréée, l'UNEXcor (Universal Exchange Corporation). Les membres de la BESA peuvent actuellement bénéficier d'un système électronique d'échange de données de compensation et de règlement. On procède au règlement net continu à chaque séance; celui-ci est facilité par quatre banques de règlement correspondantes et leur établissement central de dépôt.

### ***Introduction des adjudications et de la tenue de marché***

1161. Au début des années 1990, la Banque de réserve sud-africaine (SARB) a été désignée comme agent pour émettre les obligations d'État, régler les opérations sur titres et tenir le marché. En septembre 1996 le Ministère des finances a mené une enquête parmi les membres de la BESA et un certain nombre de banques étrangères afin de recueillir leurs commentaires sur les moyens d'améliorer l'émission des obligations d'État et la tenue du marché secondaire. Étant donné les problèmes rencontrés dans la vente d'émissions primaires d'obligations à la demande, l'Afrique du Sud a décidé d'adopter la pratique internationale consistant à recourir périodiquement à des adjudications comme méthode de vente des émissions primaires de titres public. Afin de garantir l'efficacité, la liquidité et la transparence du marché secondaire, les intervenants sur le marché ont également adhéré au principe consistant à favoriser les systèmes organisés de tenue de marché. De ce fait, le gouvernement a désigné des spécialistes en valeurs du Trésor dont la fonction principale était d'être teneur de marché (en cotant les cours acheteur-vendeur) et d'assurer la liquidité du marché secondaire des obligations d'État.

### ***Adjudications***

1162. Depuis 1998, la SARB a vu ses attributions changer; elle a cessé d'être l'agent chargé de la tenue du marché, de l'émission des obligations et du règlement des opérations sur titres et est devenue responsable d'organiser pour le compte du Trésor sud-africain les adjudications de titres de référence selon un programme déterminé. Le Trésor fait savoir en temps utile à tous les intervenants sur le marché le programme annuel d'emprunt du secteur public, y compris le besoin d'emprunt, le calendrier des adjudications, la structure d'amortissement, le volume des émissions et les instruments qui seront émis. Sept jours avant

l'adjudication hebdomadaire, il annonce le type d'instrument qui sera émis. Seuls les spécialistes en valeurs du Trésor peuvent participer aux adjudications de titres de référence<sup>88</sup>.

### ***Désignation des spécialistes en valeurs du Trésor***

1163. En 1998, le Trésor sud-africain a désigné douze spécialistes en valeurs du Trésor, dont six banques de la place et six banques étrangères. La désignation de ces spécialistes devait entraîner une réduction du risque de refinancement encouru par l'État, accroître la liquidité et l'efficacité du marché d'obligations d'État et instaurer une formation des prix claire et transparente. La mise en place d'un réseau de spécialistes en valeurs du Trésor a également permis d'élaborer les réglementations régissant l'activité de négoce et protégeant les investisseurs et d'appliquer des procédures de compensation et de règlement plus efficaces. La création des spécialistes en valeurs du Trésor a eu pur auitre effet positif de favoriser une analyse du marché et des recherches conjoncturelles plus approfondies.

1164. Les critères pour devenir spécialiste en valeurs du Trésor ont été définis par le Trésor sud-africain; il exige que les teneurs de marché sud-africains et les non-résidents détiennent en Afrique du Sud un capital minimum spécifié, libellé en rand. Ce capital détenu démontre la capacité du teneur de marché à faire face aux risques liés à son activité. De plus, il prouve qu'il est fermement déterminé à développer le marché intérieur.

1165. Le gouvernement a décidé qu'un certain nombre de conditions devaient être remplies avant la désignation des teneurs de marché. Il a décidé qu'une approche progressive devait être adoptée pour procéder à ces changements afin d'éviter des perturbations excessives sur le marché. Il a également désigné deux principaux domaines réclamant des mesures, notamment les améliorations structurelles nécessaires et les questions touchant à l'accroissement de la liquidité.

- Au nombre des *améliorations structurelles*, il faut citer :
  - la création d'un cadre juridique efficace;
  - le contrôle du marché des spécialistes en valeurs du Trésor par la SARB et le Trésor sud-africain;
  - l'obligation de détenir un capital minimum pour les banques désireuses d'exercer une activité de teneur de marché;
  - la mise en place d'un système d'adjudication pour la vente des obligations d'État aux teneurs de marché agréés;
  - la dématérialisation des certificats d'emprunt;
  - le raccourcissement du délai de règlement ramené à T + 3; et

---

<sup>88</sup> Les informations sont disponibles sur le site Internet à l'adresse suivante : [www.treasury.gov.za](http://www.treasury.gov.za)

- l'introduction d'un système de gestion des risques au sein du Trésor sud-africain.
- Les questions relatives à *l'accroissement de la liquidité* renvoient aux mesures visant à assurer un niveau de liquidité suffisant au marché élargi, en veillant par exemple à ce qu'un flux continu de cours vendeurs et acheteurs soient offerts en volume satisfaisant et dans toutes les conditions de marché. Ces objectifs ont été atteints par l'introduction des titres de référence et la mise en place du marché des pensions.

### ***Autres évolutions***

1166. Parmi les autres évolutions survenues dans les années 90, il faut citer la première émission obligataire de la brasserie SA. Breweries (SAB) sur le marché sud-africain, la création de la Bourse à terme sud-africaine (SAFEX) et l'établissement d'un système d'enregistrement, de paiement et de communication des données relatives à la dette au sein de la Division des opérations de la dette du Ministère des finances.

### **Les grandes orientations et les principes**

1167. Au début et au milieu des années 1990, la hausse continue du déficit budgétaire, de l'endettement et du coût du service de la dette a provoqué un débat public animé sur la viabilité de la charge du service de la dette publique. Les taux d'intérêt étaient élevés tant en termes nominaux que réels, l'échéance moyenne du portefeuille de la dette était légèrement inférieure à 10 ans et près de 60 % de la dette devait être refinancée dans un délai de cinq ans. Autrement dit, en plus du financement du nouveau déficit net, il fallait aussi refinancer un pourcentage élevé de la dette existante dans un contexte de taux d'intérêt élevés. Le risque d'être pris dans un engrenage de l'endettement et l'incertitude quant aux passifs conditionnels ont incité les autorités publiques à privilégier une gestion prudente de la dette.

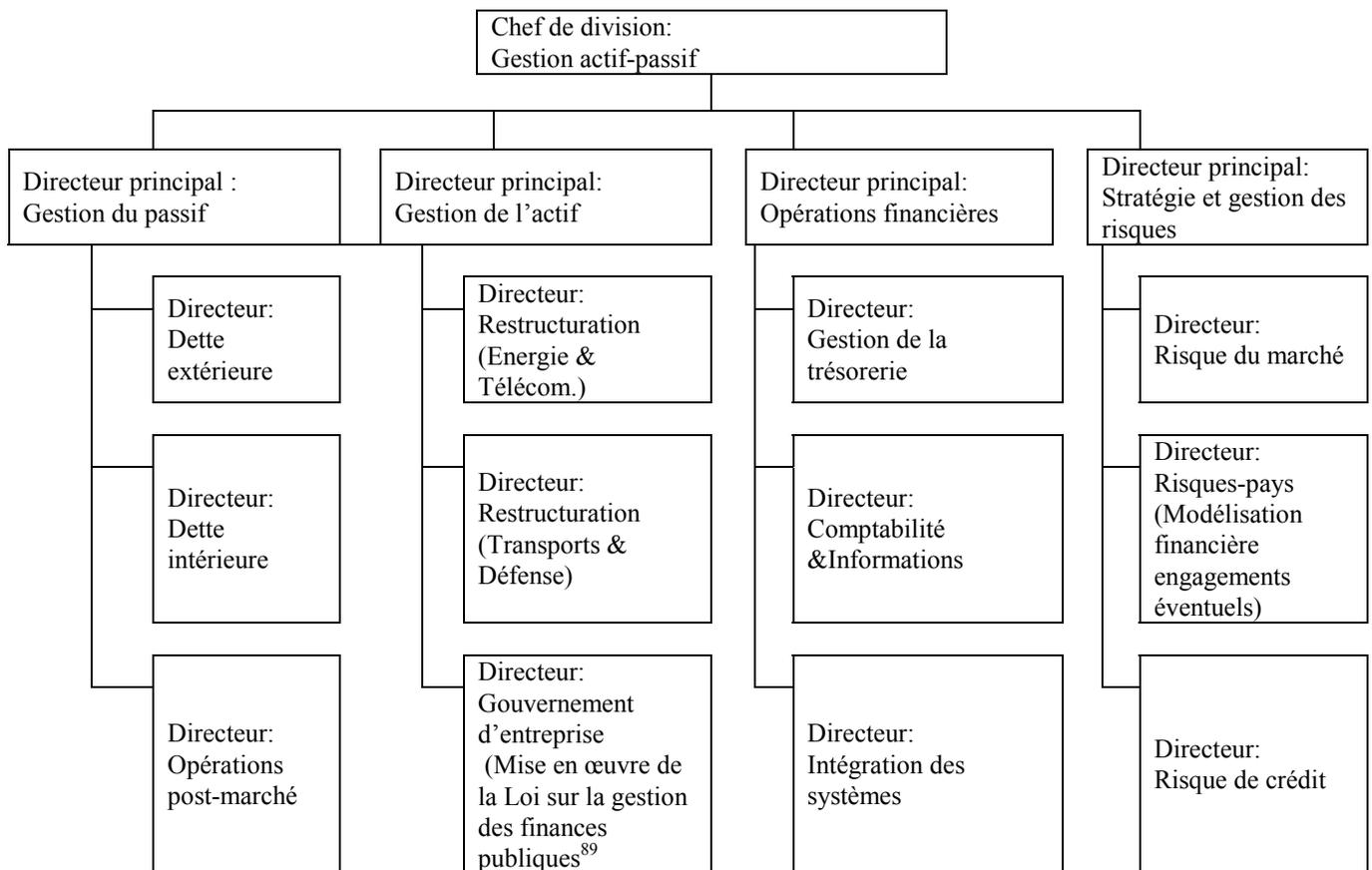
1168. En mars 1996, un communiqué paru dans le magazine Debt Review annonçait que la politique de gestion de la dette serait réexaminée dans son ensemble. Après la mise en œuvre de cette mesure, le Parlement a élaboré et adopté les grandes orientations et les principes pour la gestion de la dette publique, de la trésorerie et des risques. Elles visaient à mieux faire connaître les objectifs devant être atteints et à favoriser un vaste courant de soutien. Elles avaient déterminé les secteurs à risque et les stratégies à adopter. Les propositions qui y étaient formulées, ont conduit à la création d'un Office de la dette publique, qui portait officiellement le nom de Division de la gestion actif-passif du Ministère des finances (aujourd'hui dénommé Trésor national). Le graphique ci-après présente son organigramme actuel.

## **C. Évolution depuis 1999**

### **La stratégie évolutive mise en œuvre pour la gestion de la dette**

1169. Les performances affichées par les marchés de capitaux sud-africains pendant les crises financières de 1997/98 ont démontré que le marché sud-africain des titres publics avait dépassé le stade embryonnaire. Dans le même temps, il était néanmoins manifeste que les objectifs fixés pour gérer la dette devaient être modifiés afin de faire face à de nouveaux défis. Le fait que les investisseurs étaient prêts à engager leurs capitaux à l'extrémité longue de la courbe des rendements (à une échéance de 27 ans) et la participation active des investisseurs étrangers indiquaient la nécessité de modifier la méthode de gestion de la dette. Une étude intitulée « Comprehensive Debt Management Framework » a révélé un certain nombre de lacunes à combler dans les politiques. Cette étude a proposé de modifier les objectifs en matière de gestion de la dette, recommandant notamment d'adopter une approche tactique à cet effet.

Organigramme de la Division de la gestion actif-passif



***Lacunes identifiées dans les politiques et les instruments***

<sup>89</sup> Loi sur les finances publiques.

- *Elaboration et utilisation des instruments financiers.* Bien que les pouvoirs publics aient mis en place des instruments de gestion de la dette économiques tels que des titres indexés sur l'inflation, il y avait lieu d'envisager l'introduction d'obligations à bas coupons et à taux fixe. L'élaboration et l'utilisation de titres à bas coupons sont conformes à la politique gouvernementale de ciblage de l'inflation, qui a permis d'abaisser les anticipations excessives concernant l'évolution des taux d'intérêt. Les nouvelles obligations à bas coupons ont été utilisées avec succès dans le cadre d'échanges de titres de créance.
- *Utilisation des produits dérivés.* On n'a pas eu recours aux produits dérivés tant que le gouvernement était en train d'élaborer un cadre pour la gestion des risques. Cela pourrait néanmoins changer dans un proche avenir. Des discussions sont en cours en vue d'utiliser les produits dérivés tels que les obligations démembrées<sup>90</sup> et les swaps de taux d'intérêt.
- *Echéances.* La capacité à court terme étant limitée, on a offert au marché la possibilité d'échanger des échéances différentes afin de restructurer l'échéancier de l'encours de la dette.
- *Bonne coordination des activités de financement des entreprises publiques.* Afin de garantir le bon fonctionnement, l'efficacité et la prévisibilité du marché des valeurs mobilières, il était nécessaire d'harmoniser les emprunts émis par l'État avec ceux émis par les entreprises publiques. Le Forum des emprunteurs publics a été lancé le 31 mai 2001 en vue d'organiser les activités de financement des émetteurs publics. Les organismes semi-publics, le Bureau des services financiers, la Banque de réserve sud-africaine et le Trésor y participent.
- *Coordination de la politique monétaire et de la politique de gestion du passif.* Étant donné le manque de coordination entre les opérations monétaires et les opérations relatives à la gestion du passif, il était nécessaire d'établir un programme de travail détaillé pour le Comité de gestion de la dette publique, qui se composait de hauts responsables du Trésor et de la Banque de réserve sud-africaine.

### ***Changement de priorité dans les objectifs en matière de gestion de la dette***

1170. Le gouvernement a modifié les objectifs qu'il s'était fixé pour la gestion de la dette en se fondant sur l'analyse faite dans le document susmentionné. Avant 1999 le principal objectif de la gestion de la dette était de créer un marché sud-africain des capitaux, l'objectif subsidiaire étant de favoriser l'établissement d'une structure d'amortissement équilibrée.

---

<sup>90</sup> Les obligations sont dites démembrées lorsque l'on sépare les intérêts du principal : ces composantes sont subdivisées en deux instruments négociables séparément.

L'évolution du marché intérieur a entraîné un changement de priorités de ces objectifs. Le principal objectif est désormais de réduire le coût de la dette dans des limites de risques acceptables, tandis que l'objectif subsidiaire consiste à assurer l'accès des administrations publiques aux marchés financiers et à diversifier les instruments de financement.

***La stratégie s'efface au profit de la tactique dans la gestion de la dette***

1171. Le Trésor a reconnu que si les objectifs de l'Afrique du Sud en matière de gestion de la dette étaient désormais prudents, l'évolution des marchés mondiaux des capitaux impliquait nécessairement l'abandon d'une approche stratégique au profit d'une approche tactique de la gestion de la dette. L'approche stratégique visait l'élaboration et la mise en oeuvre générales du programme prévu à cet effet, y compris indique la conception et la conduite des émissions primaires, les modalités de gestion et de négociation des instruments de la dette et la manière d'assurer la liquidité. Par contre, l'approche tactique se concentre sur une gestion active de l'encours de la dette et de sa composition afin de réduire son coût dans des limites de risques acceptables.

***Accomplissements***

1172. L'application de la nouvelle méthode de gestion a permis des progrès notables, en particulier l'amélioration de la liquidité du marché obligataire sud-africain. Son chiffre d'affaires total est passé de 5 billions de rand en 1997 à près de 11 billions de rand en 2000. La part des titres publics dans le chiffre d'affaires total du marché a également progressé, passant de près de 55 % en 1995 à 91 % en 2000. De plus, la confiance des investisseurs a augmenté de même que la présence active des investisseurs étrangers sur le marché obligataire sud-africain. Dans l'intervalle, le risque associé à l'investissement étranger en Afrique du Sud a continué de diminuer à mesure que le marché des capitaux sud-africain gagnait en efficacité, en sophistication et en ouverture. Le fait que l'Afrique du Sud ait été l'un des rares pays à émettre des obligations à échéances plus longues et à y investir pendant les crises financières de 1997/98, en est la preuve.

**D. Principal défi auquel le Trésor est confronté**

1173. Le déficit budgétaire de l'État exprimé en pourcentage du PIB a baissé de 5,1 % en 1994/95 à 1,5 % en 2001/02. Le principal défi auquel le Trésor sud-africain est confronté aujourd'hui est de trouver les moyens de maintenir un marché des titres publics efficace, transparent et liquide dans un contexte de diminution des besoins de financement. La baisse de l'offre d'effets publics est souvent interprétée comme une baisse de la liquidité du marché obligataire, surtout dans les pays où le marché des valeurs mobilières se trouve au stade embryonnaire. L'Afrique du Sud a néanmoins réduit son offre d'effets afin de tenir compte de la diminution des besoins de financement de l'État, sans sacrifier la liquidité du marché obligataire. Elle y est parvenue en mettant en oeuvre des stratégies actives de gestion de la dette, à l'aide de mesures telles que la consolidation de la dette, l'échange de titres de créance et le rachat de la dette. Les autorités publiques ont également introduit les obligations

indexées sur l'inflation et mis en place un mécanisme permettant de démembrer les titres publics. Les produits dérivés tels que les swaps seront introduits en temps utile.

### **Consolidation de la dette (échanges)**

1174. On a procédé à la consolidation de la dette afin de réduire la fragmentation des obligations sur la courbe des rendements, ce qui a amélioré la liquidité des émissions de titres de référence. La consolidation de la dette a également permis de lisser l'échéancier et de diminuer le risque de refinancement, allégeant la pression à l'extrémité courte de la courbe des taux. Les émissions en cours d'obligations à coupons élevés ont été converties (échangées) en titres à bas coupons plus liquides. Les adjudications de contrats d'échange se sont révélés être un moyen efficace de procéder à la consolidation de la dette (échanges). Ces adjudications ont également servi à gérer la trésorerie. À la fin de l'exercice fiscal 2001/02, les échangés de titres totalisaient 52 milliards de rand.

### **Rachat de la dette**

1175. Afin de diminuer les coûts du service de la dette publique tant à moyen qu'à long terme et de renforcer l'intégrité du marché des titres publics, les autorités ont racheté sur le marché un petit nombre d'obligations à coupons élevés illiquides pour un montant inférieur à 1 milliard de rand ainsi que celles émises par les anciens bantoustans. À la fin de l'exercice fiscal 2001/02, les rachats de titres illiquides totalisaient 4,5 milliards de rand.

### **Obligations indexées sur l'inflation**

1176. Afin de diminuer le coût à long terme de la dette, la Division de la gestion actif-passif a entrepris d'élaborer un instrument susceptible de diminuer son coût total, tel que l'émission d'obligations indexées sur l'inflation. Ces dernières permettent aux investisseurs institutionnels de rapprocher l'actif et le passif à long terme, tout en leur donnant une mesure objective des anticipations inflationnistes et en servant de référence aux autres émetteurs. Ces obligations étaient considérées comme un mécanisme permettant de débloquer la liquidité des titres à long terme et à taux fixe étant donné que les obligations indexées sur l'inflation tendent à attirer les investisseurs attentistes. En se reportant sur les obligations indexées sur l'inflation, les investisseurs institutionnels ont remis en circulation les obligations à long terme et à taux fixe sur le marché secondaire pour les y négocier, ce qui a accru la liquidité des obligations nominales à long terme et à taux fixe à l'extrémité longue de la courbe.

1177. Les autorités publiques sud-africaines ont élaboré une courbe englobant toutes les obligations indexées sur l'inflation venant à échéance en 2008, 2013 et 2023. Depuis le 20 mai 2002, ces obligations avaient un rendement moyen de 4 %. Néanmoins, comme d'autres marchés similaires, le marché sud-africain des obligations indexées sur l'inflation est peu liquide étant donné que ces obligations sont principalement achetées par des investisseurs qui ont tendance à les conserver jusqu'à leur date d'échéance. Les spécialistes en valeurs du Trésor n'ont pas pour tâche de fixer le prix des obligations indexées sur l'inflation.

### **Le démembrement des titres publics**

1178. La Division de la gestion actif-passif s'est employée à découvrir si les obligations démembrées améliorent la liquidité des instruments sous-jacents. Son rapport a indiqué que les obligations démembrées étaient susceptibles d'accroître la demande de l'instrument sous-jacent et d'inciter les gérants de portefeuille actifs à tirer parti des opportunités d'arbitrage par le biais du démembrement et de la reconstitution des titres. Dans un contexte de diminution du financement de l'État, le rapport a indiqué qu'il fallait de toute évidence offrir des obligations démembrées afin de maintenir la liquidité et l'intégrité du marché des capitaux sud-africain. Les obligations démembrées ont commencé à se négocier à la fin de janvier 2002 par l'intermédiaire des spécialistes en valeurs du Trésor, qui faisaient fonction de teneurs de marché. L'établissement central de dépôts sud-africain intervenait en qualité d'agent de l'État dans le démembrement des obligations publiques. En mettant en place un mécanisme permettant de démembrer les obligations, le Trésor sud-africain a dissuadé les banques d'investissement de créer leurs propres sociétés à vocation spéciale dont l'unique tâche consiste à démembrer les titres publics pour les intervenants sur le marché.

### **Swaps**

1179. Afin de gérer la « duration » du portefeuille de la dette publique, la Division de la gestion actif-passif au sein du Trésor sud-africain est en train d'introduire des swaps de taux d'intérêt, qui serviront à la gestion des coûts et des risques. De plus, la participation de l'État au marché des swaps devrait améliorer la liquidité du marché des swaps et du marché des obligations sous-jacentes.

### **E. Emprunts à l'étranger**

1180. Les troubles politiques dus au régime de l'apartheid en 1984 et 1985 ont provoqué des sorties de capitaux assez importantes. Les responsables des politiques budgétaire et monétaire ont été contraints de geler partiellement l'endettement<sup>91</sup>. Selon les statistiques de la SARB, le 31 août 1985, l'endettement de l'Afrique du Sud s'élevait à 23,7 milliards de dollars EU, (soit 41,4 % du PIB), dont 13,6 milliards de dollars EU étaient touchés par le gel de l'endettement. Cette partie de la dette a été remboursée en vertu de quatre conventions à compter de 1985. Le remboursement final a été effectué en août 2001.

1181. Après une période de restriction de l'accès aux marchés financiers, l'État sud-africain a pu s'y présenter à nouveau à la suite de l'élection du premier gouvernement démocratique. Sa première émission a porté sur des bons en dollars EU (Global Bonds), et a été suivie par une émission de titres en yens en 1995. L'État a également mis en place un programme d'émission de billets de trésorerie à moyen terme en euros (EMTN).

1182. L'État a adopté depuis lors une approche stratégique intégrée pour se présenter sur les marchés extérieurs afin de financer son déficit budgétaire, comme le stipule l'examen annuel du budget. Le financement extérieur s'élève habituellement à un milliard de dollars EU pour chaque exercice fiscal. Néanmoins, l'objectif prioritaire n'était pas d'assurer le financement, mais d'établir sur un certain nombre de marchés extérieurs des références que d'autres institutions publiques sud-africaines pourraient suivre; c'est la raison pour laquelle l'Afrique du Sud est en mesure de financer la totalité de son déficit budgétaire sur le marché national des capitaux exclusivement.

1183. La stratégie d'emprunt sur les marchés extérieurs a consisté jusqu'à présent à exploiter les anomalies de prix relevées pour se procurer des capitaux au meilleur coût. De plus, la gestion de la dette extérieure mettra à l'avenir l'accent sur le développement du marché sud-africain, en tirant parti de l'amélioration de la notation chaque fois que cela sera possible.

### **F. Cadre pour la gestion des risques**

1184. Entre 1996 et 1999, la division chargée de la gestion du passif a poursuivi trois objectifs en matière de gestion des risques, à savoir limiter le montant des capitaux, en optimiser le rendement et en gérer le coût. Ces mesures sont décrites ci-après.

#### **Limiter le montant des capitaux**

---

<sup>91</sup> Report de la dette publique.

1185. Comme indiqué précédemment, la dette émise par l'État et le coût du service de la dette atteignaient un niveau élevé au milieu des années 1990. À cet égard, il convient de distinguer deux grandes catégories de risque, à savoir :

- *Le risque d'un déficit toujours croissant.* La gestion de ce risque n'était pas considérée comme la principale tâche de la Division de la gestion actif-passif. On s'inspirait pour ce faire du cadre macroéconomique mis en œuvre par le gouvernement : le programme en faveur de la croissance, de l'emploi et de la redistribution (GEAR).
- *Le risque de ne pas disposer de ressources suffisantes pour couvrir les dépenses de l'État.* Le gestionnaire du passif a été directement chargé des tâches suivantes :
  - assurer l'accès permanent de l'État aux marchés financiers, tant interne qu'extérieur;
  - contribuer à ce que ces marchés soient en mesure d'absorber la dette de l'État grâce à leur développement continu, à l'innovation en matière de produits et à une bonne coordination de ces activités avec les activités de gestion monétaire de la SARB;
  - développer un marché secondaire efficace pour ses titres;
  - asseoir la réputation de l'État en tant qu'emprunteur fiable et sûr sur les marchés financiers en commercialisant activement ses instruments de dette.

### **Optimiser le rendement des capitaux investis**

1186. Si la Division de la gestion actif-passif souhaitait effectuer des investissements liés à l'excédent de trésorerie, c'était pour couvrir les besoins globaux de financement et les besoins de liquidités. La gestion de trésorerie avait une grande incidence sur le niveau de l'excédent de trésorerie. Dans une optique de gestion des risques, un certain niveau d'investissement a cependant été maintenu comme volant de liquidité. Le rendement des capitaux investis dans les programmes et les projets tout au long du processus budgétaire n'était pas du ressort de la Division de la gestion actif-passif.

### **G. Maîtriser le coût du capital**

1187. Le gouvernement a suivi une stratégie intégrée pour emprunter sur le marché intérieur et les marchés extérieurs. Il était admis qu'il était possible d'alléger le coût du service de la dette grâce au développement continu des marchés financiers sud-africains plutôt que par des efforts visant à emprunter au moindre coût sur les marchés extérieurs. Étant donné l'ampleur de la dette intérieure de l'Afrique du Sud, il ne semblait guère possible de gérer activement le portefeuille de la dette et de réduire le coût du service de la dette. La gestion de la dette intérieure visait donc à améliorer la structure d'amortissement afin d'éviter une concentration indésirable des échéances sur une année ou une autre. Bien que le financement du nouveau

besoin d'emprunt brut (nouvelles émissions) ait été géré activement, on n'a pas allégé le coût du service de la dette en jouant sur les taux d'intérêt.

1188. Les principes régissant chaque catégorie de risque étaient axés sur les six risques suivants :

- *Le risque de liquidité.* La gestion de ce risque considéré comme le plus important par la Division de la gestion actif-passif impliquait qu'un montant minimum de liquidités soit toujours disponible pour couvrir les dépenses de l'État. Ce risque sera expliqué plus en détail dans la section «Gestion de la trésorerie».
- *Le risque de taux d'intérêt.* Ce risque suppose qu'une évolution défavorable des taux d'intérêt entraîne une hausse des coûts d'emprunt. Il est admis que l'État est en position de risque minimum lorsque sa dette à long terme est libellée en rand. Le gouvernement s'est fixé un objectif de duration pour circonscrire le risque de taux d'intérêt. Il n'a pas joué sur les taux d'intérêt pour alléger le coût du service de la dette.
- *Le risque de crédit.* Dans le cadre de la gestion des soldes de trésorerie et des positions en produits dérivés, le rôle de la Division de la gestion actif-passif en matière de gestion du risque de marché encouru par l'État consiste à transférer ce risque au marché en échange du risque de contrepartie. Étant donné que l'État occupe une place importante sur les marchés financiers, il doit accepter le risque de crédit d'un bien plus grand nombre de contreparties. À l'exception des liquidités, ni les émetteurs ni les contreparties n'échappent à la règle de plafonnement du crédit. Les transactions ne peuvent être effectuées qu'une fois que des limites de crédit précises satisfaisant aux critères d'un processus d'évaluation sérieux et acceptable ont été fixées avec les contreparties et les émetteurs.
- *Le risque de change.* Il est admis qu'il n'y a pas lieu pour la Division de la gestion actif-passif d'assurer la couverture à terme en rand des emprunts contractés par l'État à l'étranger étant donné que la dette en devises ne représente qu'une petite part de la dette totale. Le Trésor considère par contre qu'il est indispensable de maîtriser le niveau de la dette en devises.
- *Le risque de teneur de marché.* Il est admis que ce risque doit être réduit et se limiter aux marchés de la dette. Les activités de tenue de marché pour les obligations émises par la République d'Afrique du Sud ont été transférées de l'État (rôle d'agent de l'État joué par la Division de la gestion actif-passif) au marché avec la désignation des spécialistes en valeurs du Trésor en 1998. On a ainsi fait supporter par les intervenants sur le marché le risque lié aux fluctuations du marché, qui est censé leur échoir.
- *Le risque éthique et lié à la négociation.* Ce risque a été assumé par les spécialistes en valeurs du Trésor. Ces derniers et la Division de la gestion actif-passif ont élaboré, documenté et signé un code de conduite; ce code de conduite examine des questions

telles que la morale des affaires, les relations commerciales, la diligence raisonnable, la confidentialité et les règles de surveillance et de négociation.

### **Mise en place des moyens d'évaluation et de gestion des coûts et des risques.**

1189. Un projet de gestion des risques a été établi en 1999. Il avait pour but de créer au sein de la Division de la gestion actif-passif une unité distincte exclusivement chargée de gérer les risques que présente le portefeuille de l'État. En 2000, une équipe de gestion des risques a été mise en place pour mener le projet. Il s'agissait de la Direction principale en charge de la stratégie et de la gestion des risques. Elle contrôle et gère les risques identifiés et la dette contractée. Dans le cadre de la Division de la gestion actif-passif, les tâches qui portent expressément sur la gestion des risques sont les suivantes:

- créer et maintenir un cadre de gestion des risques pour les grandes administrations et les entreprises publiques;
- élaborer une base de référence idéale pour la dette de l'État; et
- contrôler et gérer les risque de crédit encourus.

### **La gestion des risques aujourd'hui**

1190. Par suite de l'évolution survenue sur le marché intérieur et sur les marchés extérieurs, le Trésor sud-africain a décidé qu'il fallait réorganiser le cadre de la gestion des risques adopté en 1996. Cette décision était principalement dictée par le fait que les pratiques de gestion de la dette avaient évolué et que l'on donne aujourd'hui plus de place aux modèles tactiques et quantitatifs perfectionnés qu'aux principes directeurs. Si les risques identifiés sont toujours les mêmes, le nouveau modèle prévu pour chaque cas veille à ce que des politiques et procédures soient en place pour quantifier, contrôler et gérer les risque encourus. Le tableau ci-après résume les différents types de risque et leur gestion.

### **Une référence pour la gestion et la mesure de la performance**

1191. Afin de garantir la responsabilisation et la délégation des risques, le gouvernement a adopté une base référence, qui devrait refléter et établir un niveau de risque et de coûts cibles acceptable. Elle tient compte des objectifs fixés pour la gestion de la dette, et des risques quantifiables acceptables; de plus, elle exprime la position stratégique du gouvernement sur la dette et harmonise la politique d'endettement avec la politique économique. Elle assure du même coup une gestion et un contrôle des risques satisfaisants et sert de point de comparaison pour mesurer la performance des gestionnaires de la dette. Elle a été conçue en se fondant sur les cinq principes suivants :

- *Robustesse* : une conclusion doit reposer sur un petit nombre d'hypothèses.

- *Efficacité* : l'État doit être en mesure d'assumer le plus petit risque possible pour un coût donné.
- *Évaluation au prix du marché* : le gouvernement doit être capable de mesurer les économies et les coûts pendant toute la durée de vie de la dette.
- *Contexte des risques* : les risques doivent se limiter aux montants annuellement déboursés au titre du service de la dette.
- *Transparence* : une base de comparaison claire servant à mesurer la performance.

## **H. La gestion de la trésorerie**

1192. La circulaire du Cabinet de février 1997 et la Loi sur la gestion des finances publiques stipulent que la gestion de la trésorerie au sein de la Division de la gestion actif-passif doit établir un cadre pour faire prendre conscience à toutes les sphères de l'État de la nécessité de bien gérer la trésorerie. En juin 1999, le gouvernement a retiré à SARB le mandat de prévision et de gestion des besoins de trésorerie journaliers de l'État.

1193. Afin que l'État dispose de ressources suffisantes pour couvrir la totalité de ses engagements financiers prévisibles et imprévisibles, il est nécessaire et prudent de maintenir un niveau suffisant de liquidités monétaires et quasi-monétaires. Il est donc important d'optimiser le rendement des encaisses. En conséquence, le gestionnaire de trésorerie a pour mission de :

- gérer les liquidités en veillant à disposer d'une bonne trésorerie, dans la bonne devise, au bon moment et au bon endroit;
- reporter sur un graphique les prévisions des flux financiers et confronter les flux financiers réels avec les prévisions. Il est essentiel d'effectuer des prévisions de trésorerie précises et dans les délais prévus de manière à organiser efficacement le financement du Fonds national des recettes, en limitant le volant de liquidité requis et en maximisant l'excédent de trésorerie.
- Créer une structure organisationnelle adéquate.
- Prévoir l'articulation indispensable entre les comptes courants du Trésor auprès des grandes banques, les comptes du trésorier-payeur général et les systèmes de comptabilité des ministères.

## Gestion des risques

Types de risque	Gestion des risques
1. Risque de liquidité et de refinancement	
a) Liquidités à court terme	<ul style="list-style-type: none"><li>• Surveiller le solde de trésorerie du Trésor public et les flux financiers.</li><li>• Maintenir un solde de trésorerie minimum déterminé.</li><li>• Maintenir l'accès à l'emprunt à court terme.</li><li>• Limiter le niveau de l'endettement à court terme.</li><li>• Préfinancer la dette venant à échéance.</li></ul>
b) Liquidités à long terme	<ul style="list-style-type: none"><li>• Lisser l'échéancier.</li><li>• Allonger l'échéance du portefeuille.</li><li>• Créer des titres de référence liquides.</li></ul>
2. Risque de taux d'intérêt	<ul style="list-style-type: none"><li>• Gérer le ratio dette à taux fixe /dette à taux variable.</li><li>• Gérer le ratio dette à court terme/dette à long terme.</li><li>• Gérer les variations non parallèles de la courbe des taux.</li><li>• Recourir aux swaps de taux d'intérêt.</li></ul>
3. Risque de devise	<ul style="list-style-type: none"><li>• Gérer le ratio dette intérieure/dette extérieure.</li><li>• Recourir aux swaps de devises.</li><li>• Équilibrer la dette à court terme et la dette à long terme.</li><li>• Composition en devises.</li></ul>
4. Risque de dérapage budgétaire	<ul style="list-style-type: none"><li>• Contracter peu d'emprunts à court terme.</li><li>• Réduire la volatilité des taux d'intérêt à court terme.</li><li>• Surveiller les coûts réels par rapport aux coûts du service de la dette.</li><li>• Réaliser des tests d'épreuve (prévus pour 2002).</li></ul>
5. Risque de crédit	<ul style="list-style-type: none"><li>• Déterminer la situation globale de crédit de la contrepartie au moyen, par exemple, d'une notation (entrée en vigueur en 2002).</li><li>• Fixer le plafond de crédit de chaque contrepartie (cette mesure sera mise en œuvre en 2002).</li><li>• Mettre en œuvre les clauses d'atténuation de l'ISDA (mesure prévue pour 2002).</li></ul>
6. Risque de déclassement	<ul style="list-style-type: none"><li>• Déterminer les principaux facteurs intervenant dans le processus de notation du crédit.</li><li>• Développer une culture du dialogue harmonieux entre les autres ministères et la communauté internationale.</li></ul>

7. Risque opérationnel

- Mettre en place un ensemble de mesures en vue de contrôler les opérations post-marché et les paiements.
- 

1194. Au début des années 90, le Ministère des finances a institué un système de comptes courants. Il a ouvert six comptes courants auprès des quatre grandes banques sud-africaines. Les excédents du compte du Trésor qui est tenu par la SARB, sont déposés chaque jour sur ces comptes. Ce n'est que lorsque une dépense est à régler que les fonds sont reversés sur les comptes des différents ministères en transitant par le compte du Trésor. C'est ainsi que des fonds sortent chaque jour de ces comptes.

1195. Depuis juin 1998, on fait chaque jour la différence entre les prévisions de trésorerie journalières et les flux de trésorerie réels. Le fait de contrôler les prévisions de trésorerie et de disposer de chiffres plus détaillés sur les prévisions de trésorerie journalières et mensuelles a permis d'élaborer et de formuler avec plus de précision des propositions pour les besoins de financement. D'autre part, le recours aux bons du Trésor émis à court terme (un jour) pour financer les pics de trésorerie et les investissements réalisés par la Société de gestion des dépôts de l'État (un organisme faisant partie de la SARB qui gère les dépôts à court terme de l'État) a permis de gérer la de trésorerie en conservant des encaisses moins importantes avant les pics de la demande.

### **I. Gestion des relations avec les investisseurs**

1196. Le Trésor accorde également une plus grande importance à la gestion des relations avec les investisseurs. Il a introduit un programme annuel à cet effet, qui prévoit des tournées de présentation, des entretiens avec les spécialistes en valeurs du Trésor et des réunions bilatérales avec les investisseurs et les autres intervenants sur le marché, notamment les administrateurs de banque ou gestionnaires de fonds de placement.

1197. Les tournées de présentation organisées annuellement visent à promouvoir les échanges de vues entre les responsables du Trésor et les investisseurs sud-africains et étrangers sur des questions d'intérêt commun. Il peut s'agir par exemple d'examiner les besoins de financement, les nouveaux instruments et les projets proposés par la Division de la gestion actif-passif et d'exprimer la moindre préoccupation au sujet du marché.

1198. Lorsqu'ils ont mis en place un groupe de spécialistes en valeurs du Trésor, le Trésor, la SARB, les teneurs de marché et les membres de la bourse obligataire ont convenu de coordonner leurs actions afin de garantir la transparence et l'efficacité du marché obligataire. Les nouvelles stratégies adoptées ont toutes fait l'objet de discussions avec les intervenants sur le marché, qui ont été invités à formuler leurs observations. Le Trésor sud-africain a respecté la stratégie mise en place chaque année pour le financement évitant ainsi tous les imprévus. De plus, la Division de la gestion actif-passif au Trésor et la Division des marchés monétaire et des capitaux de la SARB ont organisé de façon systématique des réunions avec

les spécialistes en valeurs du Trésor afin d'examiner leurs performances sur les marchés primaire et secondaire et les questions d'intérêt commun touchant au marché des capitaux.

1199. La Division de la gestion actif-passif et la Division des marchés monétaire et des capitaux ont également eu des discussions conjointes avec les dirigeants de plusieurs sociétés intervenant sur le marché des capitaux.

### **J. Cadre juridique pour l'émission des instruments de la dette publique**

1200. L'administration financière des administrations centrale et provinciales est fondée sur la Loi relative à la gestion des finances publiques. Cette Loi :

- régleme la gestion financière au sein des administrations centrale et provinciales;
- veille à ce que la totalité des recettes et des dépenses, de l'actif et du passif de ces administrations soient gérés efficacement;
- désigne les responsabilités incombant aux personnes chargées de la gestion financière dans ces administrations; et
- intègre les réglementations régissant les emprunts contractés par les institutions publiques. Elle interdit aux provinces d'emprunter à l'étranger.

1201. La Loi précise également les limites d'emprunt, du cautionnement et des autres engagements. Afin d'améliorer la transparence de la gestion de la dette, la Loi désigne les personnes chargées :

- d'emprunter pour le compte de l'État;
- d'émettre une garantie, de fournir une sûreté; et
- de conclure toute autre transaction engageant l'État.

1202. La Loi énumère également les objectifs pour lesquels le Ministre des finances, en sa qualité d'autorité exécutive, a la faculté d'emprunter des fonds. Ces objectifs sont les suivants :

- financer le déficit budgétaire;
- refinancer la dette venant à échéance ou un emprunt remboursé avant la date d'amortissement;
- acheter des devises;

- maintenir un solde créditeur sur un compte bancaire du Fonds national des recettes;
- réguler les conditions monétaires si besoin est; et
- pour tout autre raison approuvée par l'Assemblée nationale par une résolution spéciale.

## **K. Conclusions**

1203. L'Afrique du Sud a acquis une expérience précieuse dans la gestion de la dette publique et en a tiré un enseignement considérable. L'enseignement essentiel tiré par le gouvernement était l'importance de disposer d'un cadre pour la gestion de la dette permettant de venir à bout de l'endettement de plus en plus lourd qui menaçait l'Afrique du Sud. Ce cadre a déterminé les secteurs à risque et les stratégies à adopter. Lors de la mise en œuvre de ce cadre, les points suivants ont pris un relief particulier :

- l'accroissement de la liquidité du marché des capitaux et des instruments financiers;
- l'élaboration d'une courbe des rendements et l'émission d'obligations sur l'ensemble de cette courbe;
- la diversification des titres à revenu fixe tels que les obligations à taux flottant/variable ou fixe et les obligations indexées sur l'inflation;
- le transfert au marché des risques de tenue de marché, de contrepartie et d'investissement par la désignation de spécialistes en valeurs du Trésor;
- la possibilité d'émettre des obligations sur un marché adapté, bien structuré (réglementé) et développé; et
- la mise en place d'une gestion de la trésorerie mettant l'accent sur une gestion active du solde de trésorerie. Celle-ci entraîne un suivi journalier des flux financiers réels par rapport aux prévisions.

1204. On perçoit mieux aujourd'hui le conflit essentiel entre la gestion de la dette et la politique monétaire. En dissociant nettement ces activités, les conflits existants ont été réglés de manière satisfaisante.

1205. Le gouvernement a adopté une approche progressive pour réduire les coûts consistant d'abord à développer les marchés, puis à prendre activement des positions sur le marché. Cette approche lui a permis de gérer activement l'encours de sa dette et sa composition. Il est également devenu capable d'identifier, de maîtriser et de gérer les risques encourus. La Division de la gestion actif-passif au Trésor a activement géré ces risques en suivant les grandes orientations adoptées pour leur gestion.

1206. Une des priorités dans le développement du marché obligataire sud-africain a été d'instaurer et d'entretenir de bonnes relations avec les investisseurs tant au niveau national qu'international. Le programme pour la promotion des relations avec les investisseurs mis en œuvre par les hauts responsables du Trésor et de la SARB a augmenté la transparence, l'ouverture du marché obligataire et la confiance des investisseurs dans la capacité du gouvernement à gérer la dette.

1207. Bien que toutes les questions mentionnées plus haut soient importantes, il est crucial de noter que le marché obligataire sud-africain n'aurait pas été aussi efficace sans la mise en place d'un cadre macroéconomique prudent et d'un cadre juridique bien conçu.

## XVI. SUÈDE<sup>92</sup>

1208. La Suède possède depuis 1789 un organisme distinct — le Riksgäldskontoret (Bureau de la dette nationale de la Suède) — chargé de gérer la dette publique. On s'en doutera, les principes et méthodes de gestion ont maintes fois changé au fil des ans. De plus, le système de gouvernance a été remanié à fond en 1998. Par conséquent, les décisions en matière de gestion de la dette s'inscrivent dans un cadre plus clairement structuré. En outre, l'évaluation *ex post* des décisions s'effectue désormais selon une démarche plus structurée. La section A présente le système dans ses grandes lignes et en décrit le fonctionnement à ce jour. Elle traite également de l'organisation du Bureau de la dette.

1209. Le nouveau système de gouvernance a mis en place un cadre qui permet une analyse plus pointue de la stratégie de gestion de la dette et des risques connexes. La section B discute des principaux aspects de la stratégie et des analyses dont l'objet est de mieux dégager le coût de la dette de l'État et les risques dont elle est assortie.

1210. La section C décrit les mesures prises pour donner de l'essor au marché des effets publics et les résultats obtenus.

### A. Mise en place d'une structure de gestion et d'un cadre institutionnel adaptés

#### Législation

1211. La *Loi sur les emprunts et la gestion de la dette de l'État* prescrit les grands principes et règles de la gestion de la dette de l'administration centrale de la Suède<sup>93</sup>. Le Parlement a adopté la législation en vigueur en 1998. Le droit qu'a le gouvernement de contracter des emprunts repose sur une autorisation annuelle consentie par le Parlement, laquelle est donnée dans le cadre de la décision relative au budget de l'État de l'exercice suivant. Le montant des emprunts de l'exercice n'est soumis à aucune limite fixe. La *Loi* précise plutôt les motifs pour lesquels le gouvernement peut contracter des emprunts, notamment financement du budget et refinancement de titres venant à échéance<sup>94</sup>. Le gouvernement délègue invariablement au Bureau de la dette nationale de la Suède le mandat de contracter des emprunts.

---

<sup>92</sup> Lars Hörngren et Erik Thedéen, du Bureau de la dette nationale de la Suède, ont rédigé cette étude de cas.

<sup>93</sup> Cete note porte sur la gestion de la dette de l'administration centrale. Par souci de concision, le mot « centrale » ne paraît que si sa présence est essentielle pour éviter toute confusion par rapport à d'autres aspects de la dette publique.

<sup>94</sup> Le contrôle des dépenses passe par le budget, non par la limitation des emprunts de l'État ou du montant de la dette.

1212. La *Loi* énonce également l'objectif de la gestion de la dette. Elle dispose que le mode de gestion doit limiter autant que possible les coûts à long terme en prenant en considération les risques. La gestion doit également respecter les exigences de la politique monétaire. C'est sensiblement la même règle qui régissait la gestion de la dette avant la réforme de 1998, à ceci près que l'objectif est désormais énoncé dans une loi du Parlement, tandis qu'il était fixé autrefois dans des documents produits par le gouvernement.

1213. En dernier lieu, la *Loi* contient des règles de procédure. Dans un premier temps, elle stipule que le gouvernement adoptera chaque année des principes directeurs de la gestion de la dette. La décision en la matière doit reposer sur une proposition émanant du Bureau de la dette nationale, laquelle est transmise à la Riksbank (banque centrale), qui la commente et s'assure de la prise en compte des impératifs de la politique monétaire. Dans un deuxième temps, la *Loi* donne instruction au gouvernement de présenter un rapport annuel au Parlement dans laquelle est évaluée la gestion de la dette. La proposition du Bureau, les commentaires de la Riksbank et les principes directeurs du gouvernement, aussi bien que le rapport d'évaluation, sont des documents publics.

1214. Les règles prises en application de la *Loi* encadrent la délégation de pouvoirs, la communication d'information et l'évaluation. Le Parlement — au sommet du système — a fixé l'objectif. Le gouvernement a mandat d'établir des principes directeurs, pour lequel il bénéficie de l'appui du Bureau de la dette. Cette situation traduit le fait que le personnel du Bureau s'occupe à plein temps de la politique de la dette, tandis que le gouvernement (Ministère des finances) s'acquitte de nombreuses autres tâches et ne fait face que rarement à des questions se rapportant à la politique de la dette<sup>95</sup>.

1215. Le Bureau de la dette est ensuite investi de la responsabilité d'appliquer les principes directeurs, qui définissent à grands traits la structure de la dette. Normalement, ils établissent des fourchettes de valeurs cibles, ce qui procure au Bureau la marge de manœuvre voulue pour décider du détail de la gestion<sup>96</sup>. Le Bureau compte deux paliers décisionnels. Le premier, celui du Conseil, est composé de personnes de l'extérieur (exception faite du directeur général)<sup>97</sup>. Le Conseil prend des décisions stratégiques, notamment en ce qui concerne le respect des fourchettes fixées dans les principes directeurs du gouvernement et les portefeuilles de référence. Le second palier se rapporte à la gestion opérationnelle de la dette dans les limites du cadre établi par le Conseil, et il est du ressort du personnel du Bureau, dirigé pour la circonstance par le directeur général.

---

<sup>95</sup> La situation traduit également une tradition suédoise de longue date, qui consiste à collaborer avec des ministères de petite taille, chargés de décisions stratégiques, et à déléguer les fonctions opérationnelles à des organismes pourvus d'une direction distincte et n'ayant pas de lien de dépendance avec les ministères.

<sup>96</sup> La section 2.2 offre des exemples illustratifs des principes directeurs.

<sup>97</sup> La section 2.3 décrit l'organisation du Bureau de la dette.

1216. Le système de gouvernance met l'accent également sur l'évaluation. Chaque palier décisionnel est évalué par l'organe dont il relève directement. Ainsi, le Conseil surveille et évalue la gestion opérationnelle de la dette et en fait rapport au gouvernement. Au palier suivant, le gouvernement évalue les résultats globaux des décisions du Bureau. En dernier lieu, le Parlement apprécie la gestion de la dette dans son ensemble, y compris les principes directeurs énoncés par le gouvernement. L'évaluation débouche sur une déclaration écrite annuelle, adoptée consécutivement à un débat et à un vote du Parlement. La date de parution de la déclaration permet au Bureau de la dette de prendre en considération les commentaires et les recommandations du Parlement au moment d'ébaucher la série suivante de principes directeurs, action qui complète le cycle de la délégation et de la surveillance.

1217. Le système de gouvernance s'applique à la dette brute de l'administration centrale, c'est-à-dire le portefeuille de titres géré par le Bureau de la dette. L'État suédois possède également des actifs financiers, par exemple les fonds du régime public de pensions et des titres de participation. En effet, à la fin 2001, la dette financière nette des administrations publiques était négative, cela malgré un ratio dette de l'administration centrale/PIB de quelque 54 %. Les administrations publiques ne sont dotées d'aucune stratégie de gestion de la dette, en partie du fait que les caisses de retraite publiques sont gérées distinctement du budget de l'État, sur la base d'objectifs découlant de l'obligation des régimes de garantir des pensions futures, notamment en raison de l'autonomie importante dont jouissent les administrations locales. Cela dit, des efforts sont engagés en vue d'adopter une perspective large et d'intégrer le bilan de l'administration centrale à l'analyse des risques qui présentent de l'importance pour la gestion de sa dette.

### **Application du cadre de gouvernance**

1218. Les premiers principes directeurs conçus dans le contexte du nouveau cadre ont été adoptés en 1998, et ils visaient la gestion de la dette en 1999. L'adoption des principes de 2002 en novembre 2001 représentait le quatrième exercice à cette même fin. Au moment de l'instauration du nouveau système, il a été admis que l'objectif était vague et qu'il était nécessaire d'approfondir l'analyse pour en faire un cadre pratique de gestion de la dette. L'élaboration des principes directeurs préliminaires met l'accent sur la formulation de définitions justes des coûts et des risques en complément de la cible prescrite par la *Loi*. Qui plus est, le Bureau de la dette a présenté des analyses de l'effet prévu de la composition du portefeuille de la dette sur les coûts et les risques. La section B résume les principales conclusions tirées à ce moment et la stratégie de gestion sur laquelle la démarche a débouché.

1219. La modification du cadre de gouvernance de la politique de la dette n'a pas, à ce jour du moins, bouleversé les pratiques de gestion. L'effet le plus remarquable est peut-être le fait que l'horizon temporel des principes est passé d'un an à des périodes mobiles de trois ans, conformes au calendrier du processus budgétaire. Toutefois, il ne faut pas sous-estimer l'importance de la forme et de la structure de la gouvernance.

1220. D'abord, le nouveau système a incité tant le gouvernement que le Parlement à accorder une attention accrue à la politique de la dette, ce qui est justifié eu égard à l'ampleur des coûts annuels qu'elle occasionne.

1221. Deuxièmement, la procédure décisionnelle annuelle relative aux principes directeurs a modifié la perception de la politique de la dette. Il est désormais nécessaire d'expliquer au public les propositions et les décisions stratégiques, sans exception, ainsi que leur effet sur les coûts et les risques. Les décisions font l'objet d'évaluations *ex post* de leurs effets sur les coûts, et les résultats sont communiqués au public. Grâce à la transparence du système, les décideurs sont engagés envers l'objectif déclaré de circonscrire les coûts à long terme en tenant compte dûment des risques. Notamment, il leur est difficile de mettre en œuvre des stratégies d'emprunt qui diminuent les coûts à court terme tandis qu'elles augmentent sensiblement les frais à moyen ou à long terme ou les risques posés par la dette.

1222. Troisièmement, le régime répartit nettement les responsabilités entre les parties intéressées. Le gouvernement (Ministère des finances) donne mandat au Bureau de la dette pour un an à la fois. Il a le loisir de modifier les principes directeurs en cours d'année si les conditions qui fondent leur choix changent notablement, mais, le cas échéant, il est tenu d'adopter des principes modifiés, lesquels sont publics.

1223. Dans la même optique, les points de vue de la Riksbank sont intégrés officiellement à la démarche lorsqu'elle est invitée à commenter la proposition annuelle. Cette situation diffère nettement de ce qu'elle était voici dix ou quinze ans : la gestion de la dette servait alors souvent d'instrument de la politique monétaire et de la politique de change. Il est clair que, désormais, la politique monétaire est tout au plus une contrainte qui freine la recherche d'une solution au problème de limitation des coûts et ne fait pas partie de l'objectif. Toute objection que la Riksbank oppose à une proposition émanant du Bureau de la dette doit être liée expressément aux « exigences de la politique monétaire » (elle doit invoquer que les principes proposés entraveraient la poursuite de son objectif légal, notamment la stabilité des prix). Cela se produit rarement dans une économie dont les marchés financiers sont bien développés. La séparation progressive de la politique monétaire de la politique de la dette avait été amorcée avant la réforme du régime de gouvernance, mais la nouvelle démarche les a nettement disjointes.

1224. Pour tout dire, le cadre de gouvernance mis en place en 1998 fait sans conteste de la gestion de la dette un secteur stratégique à part entière, assorti de son objectif propre. Le gouvernement est comptable au Parlement de la réalisation de l'objectif, mais les principales responsabilités sont confiées au Bureau de la dette, en ce qui concerne tant l'élaboration des principes directeurs que la gestion opérationnelle de la dette. La démarche qui conduit aux principes directeurs a haussé l'autonomie opérationnelle du Bureau. Par contre, des mécanismes de communication de l'information et d'évaluation ont augmenté par une marge équivalente la possibilité de tenir le Bureau pour responsable de ses décisions. Comme il se doit, la délégation de pouvoirs et l'obligation de rendre compte vont de pair.

1225. Les arguments en faveur de la délégation à une banque centrale indépendante de la responsabilité de mettre en œuvre la politique monétaire sont bien connus, et la pratique est courante. Le cadre de gouvernance suédois de la gestion de la dette montre comment la responsabilité de la politique de la dette peut de la même manière être déléguée à un bureau autonome. Toutefois, l'ampleur des responsabilités déléguées n'est pas comparable à ce qu'elle est dans le cas de la politique monétaire.

1226. Notons d'abord que l'objectif de la gestion de la dette est bidimensionnel en ce sens qu'il peut y avoir des arbitrages entre coûts et risques. Deuxièmement, il faut supposer que l'attitude envers le risque n'est pas invariante face à la position financière globale du pays. La dette doit être considérée comme partie intégrante du bilan général de l'État. Elle doit être évaluée en regard des engagements de dépenses qui constituent une catégorie de passifs distincte, et des recettes fiscales futures, lesquelles représentent les plus importants actifs au bilan. Il semble inévitable, donc, qu'une politique optimale de gestion de la dette soit tributaire de la conjoncture, et que l'attitude envers le risque varie en fonction de la perspective globale des finances de l'État. Voilà pourquoi les décisions stratégiques sur la gestion de la dette sont étroitement liées aux politiques budgétaires et financières, qui sont du ressort du gouvernement et du Parlement. Un bureau autonome de gestion de la dette peut ne pas posséder tous les renseignements nécessaires pour effectuer pareilles évaluations. Qui plus est, et c'est particulièrement important, il est parfois impossible de tenir un bureau autonome de gestion de la dette pour responsable de décisions qui sont, en définitive, de nature politique. Il est donc difficile de déléguer la responsabilité de décisions stratégiques à un organisme administratif dans la même mesure que celle de l'exécution de la politique monétaire peut être confiée à une banque centrale indépendante.

## **Organisation du Bureau de la dette**

### *Contexte*

1227. Au cours de ses deux cents premières années d'existence, le Bureau de la dette était directement responsable devant le Parlement. Notamment, au cours de la période, il était doté d'un conseil dont les membres, venus de l'extérieur, étaient nommés directement par le Parlement. Cependant, le Bureau a été transformé en organisme gouvernemental en 1989 parce que, a-t-on estimé, l'influence du Parlement s'exerce par voie du processus budgétaire, et un organisme relevant du gouvernement peut être chargé de l'application de la politique de gestion de la dette.

### *Organisation interne*

1228. Le directeur général et le sous-directeur général, tous deux nommés par le gouvernement, sont chargés des opérations du Bureau de la dette. Le directeur général est également président du Conseil. Le gouvernement nomme aussi d'autres membres du Conseil, dont aucun n'est un employé du Bureau. Quatre des huit administrateurs sont également des députés, situation qui témoigne des rapports qu'entretenaient déjà le Parlement

et l'organisme. Le Conseil tranche les questions stratégiques liées à la gestion de la dette (par exemple, principes directeurs préliminaires et contrôle des risques).

1229. La structure du Bureau de la dette distingue nettement les responsabilités de la salle des marchés, du suivi intermédiaire et du post-marché. Le Service de la gestion de la dette s'acquitte des fonctions de salle des marchés, par exemple ventes aux enchères, transactions de gestion de la dette et de l'encaisse. Le chef du Service relève directement du directeur général.

1230. Le Service du contrôle des risques, qui assure le suivi intermédiaire, exerce une surveillance sur la gestion de la dette. Ses responsabilités comprennent le contrôle des positions, en regard de données de référence, et des limites de crédit des contreparties. Il est également chargé de contrôler les risques opérationnels.

1231. Le Service du post-marché s'occupe de confirmer et de régler les opérations de gestion de la dette. Le Service de la comptabilité fait rapport des résultats des opérations sur titres d'emprunt. Les chefs des services du contrôle des risques, du post-marché et de la comptabilité relèvent directement du sous-directeur général, ce qui isole davantage la gestion opérationnelle de la dette des activités de suivi.

1232. À signaler également, le Service de l'audit interne, qui rend compte directement au Conseil des résultats d'audits portant sur les activités du Bureau de la dette<sup>98</sup>.

### ***Ressources financières et humaines***

1233. Le Bureau de la dette est financé sur le budget de l'État. Il adresse des projets de budgets au gouvernement, portant sur des périodes triennales mobiles, qui font état de ses besoins de financement. Un titre budgétaire englobe les dépenses de l'exercice, tels salaires et loyers, tandis que les paiements d'intérêts de la dette figurent sous un titre distinct. Pour cette raison, le Bureau ne peut se prévaloir d'économies au chapitre des frais d'intérêt pour engager des employés ou à d'autres fins.

1234. Le Bureau de la dette jouit d'une grande marge de manœuvre pour ce qui est de l'engagement des fonds dont il dispose, y compris aux fins de l'embauche, dans le respect des limites fixées par le budget. En règle générale, les organismes du gouvernement suédois ne sont pas assujettis à des directives détaillées sur leurs dépenses mais plutôt à un contrôle axé sur la réalisation des objectifs qui leur sont confiés. Le système d'évaluation de la gestion de la dette n'est donc remarquable que par son caractère détaillé et formalisé en comparaison d'autres secteurs d'activité.

---

<sup>98</sup> Le Bureau national de l'audit, organisme indépendant d'audit de l'administration centrale, vérifie également les activités et les comptes du Bureau de la dette.

1235. Cet état de choses se répercute, notamment, sur les décisions salariales. Le gouvernement nomme le directeur général et le sous-directeur général et fixe leurs salaires. Le Bureau de la dette, représenté pour la circonstance par le directeur général, décide de l'embauche et établit les salaires de tous les autres employés. L'administration centrale ne possède pas de structure salariale fixe, fondée sur l'ancienneté ou d'autres critères fermes. La rémunération est plutôt déterminée au mérite et selon l'importance de la demande d'une compétence donnée sur le marché. Dans ces conditions, les salaires peuvent être adaptés aux besoins qu'a le Bureau de recruter ou de conserver une personne en particulier, à condition, évidemment, comme le voudrait toute organisation, que la structure salariale soit perçue comme juste et raisonnable.

1236. Malgré tout, le Bureau de la dette ne peut surenchérir directement sur les entreprises financières privées en matière salariale. Des tâches riches en défis et intéressantes sont l'appât utilisé pour recruter et conserver du personnel qui possède le savoir-faire souhaité relatif au marché financier. Il est tout particulièrement important de faire participer les cadres intermédiaires aux discussions et aux décisions sur les questions stratégiques. Quoique la gestion de la dette appelle des décisions en matière de portefeuille comparables à celles que prennent des institutions financières, l'organisme est unique en ce sens qu'il doit tenir compte de questions générales de politique économique. En misant sur cet aspect de sa tâche, un bureau de la dette peut se ménager un avantage par rapport au secteur privé, qui compense en partie l'écart salarial. En ce qui concerne la fonction de post-marché, la technologie de l'information et des secteurs semblables, il n'existe pas de différences marquées entre les employés d'une institution décideuse et ceux d'une entreprise privée. Pour cette raison, le Bureau de la dette fait face une concurrence plus vive que les secteurs stratégiques centraux pour pouvoir conserver ses employés aux fonctions administratives.

## **B. Stratégie de gestion de la dette et cadre de gestion des risques**

### **Contexte**

1237. L'objectif légal — à savoir limiter autant que possible les coûts à long terme compte dûment tenu des risques — est sans conteste valable. Des concepts précis sont nécessaires, toutefois, pour traduire l'objectif en une stratégie de gestion effective de la dette. La définition des coûts et des risques est un aspect important des analyses effectuées dans le contexte du nouveau cadre de gouvernance.

1238. Il faut ensuite décider de la structure du portefeuille. Or le Bureau de la dette a conclu que la composition de l'actuel portefeuille de la Suède diffère de ce qui est souhaitable, notamment sous l'angle de la part de dette en devises. L'écart est à ce point important, compte tenu du rythme auquel la composition de la dette est susceptible d'être modifiée, qu'il est jugé inutile actuellement de définir une ventilation cible du portefeuille. Plutôt, les principes directeurs indiquent l'orientation à y donner. La rubrique « Stratégie du portefeuille des titres d'emprunt », dans la section B, comme son titre l'indique, traite de la stratégie à

exécuter à cette fin. La rubrique « Gestion active de la dette », dans la même section, porte sur les divers aspects de l'activité qu'évoque le titre.

### **Concepts des coûts et des risques**

1239. Il a été reconnu, au moment de l'adoption de la *Loi*, qu'il était nécessaire de donner des interprétations concrètes aux concepts des coûts et des risques par des analyses approfondies. S'il reste beaucoup à faire, le Bureau de la dette a tiré des conclusions provisoires, que sont venues confirmer des décisions sur les principes directeurs prises par le gouvernement.

1240. La première étape de la démarche consistait à décider si les coûts (et les risques connexes) devaient être mesurés selon la valeur intégrale des titres d'emprunt cotés sur le marché ou sur la base des taux d'intérêt établis à la date d'émission des obligations. Il en est ressorti que l'évolution de la valeur marchande est importante. Cependant, la plus grande part de la dette n'est pas — et ne peut pas être — refinancée dans de brefs délais. Il semble donc raisonnable de supposer que les titres d'emprunt demeurent en circulation jusqu'à l'échéance. Dans ces conditions, les variations à court terme des valeurs marchandes sous l'effet de l'évolution des taux d'intérêt du marché influencent peu les coûts réalisés de la dette. La méthode comptable, qui consiste à ne pas réévaluer la dette en fonction des taux d'intérêt actuels du marché, traduit également ce point de vue.

1241. Il faut noter, toutefois, que la dette en devises est évaluée de façon continue selon les taux de change du moment. L'adoption d'approches différentes des taux d'intérêt et des taux de change est justifiée, entre autres du fait que ces derniers peuvent occasionner des pertes ou des gains, même si l'obligation visée demeure en circulation jusqu'à échéance, car le règlement se fait en devises. Qui plus est, le taux de change actuel est probablement le meilleur indicateur du taux à l'échéance.

1242. Le projet de loi déposé par le gouvernement faisait valoir que le recours à des mesures réelles (plutôt que nominales) des coûts semblait indiqué dans une perspective économique générale. Le gouvernement a fait savoir, cependant, que la capacité d'interprétation de mesures réelles des risques financiers était limitée et que, en attendant que des analyses approfondies soient effectuées, les coûts nominaux seraient retenus. La deuxième étape de l'analyse a consisté à chercher comment aller au-delà de la mesure nominale des coûts et des risques.

1243. La déflation des coûts nominaux par l'application d'un indice des prix, l'IPC par exemple serait la formule la plus simple pour obtenir une mesure réelle. Cette façon de faire permettrait d'établir par avance le coût d'une obligation indexée sur l'inflation, supprimant dès lors tout risque. Intuitivement, cependant, nous savons que pour calculer le « risque réel » il ne suffit pas simplement de corriger pour l'inflation et que, en des termes concrets, une obligation indexée n'est généralement pas libre de tout risque du point de vue de l'administration publique. Cette façon de penser a conduit à un élargissement de la

perspective adoptée, qui déborde désormais la définition conventionnelle de la dette publique. L'inspiration est aussi venue de la pratique, notamment des entreprises financières, qui consiste à fonder l'analyse des risques sur l'intégralité du bilan, dans une perspective comparable à celle de la technique dite « gestion actif-passif » (GAP).

1244. Le point de départ est le constat que la dette n'est qu'un élément du bilan de l'État, dans sa définition large. D'un côté, l'État a toutes sortes d'obligations en dehors de la dette, telles que les programmes de protection sociale et d'autres dépenses futures. De l'autre côté, il possède des actifs, dont le plus important est le droit de percevoir des impôts, que l'on peut mesurer au bilan comme la valeur actualisée des recettes fiscales futures.

1245. Le manque de concordance parfaite des actifs et des passifs engendre des risques. Le gouvernement, désireux de les gérer, doit donc considérer le bilan dans son ensemble et viser à limiter le décalage entre actifs et passifs<sup>99</sup>. Il va sans dire qu'une analyse exhaustive du bilan d'un gouvernement est d'une complication inouïe. Cependant, une méthode de gestion de la dette fondée sur la GAP peut se révéler utile si on ne dispose pas de données quantitatives exhaustives. Notamment, la nécessité d'apprécier si la dette publique alourdit ou allège les contraintes qui pèsent sur le bilan devient évidente.

1246. L'équilibre budgétaire est une mesure simple des contraintes (actuelles) auxquelles est soumis le bilan. Ainsi, un portefeuille de titres d'emprunt qui occasionne normalement des coûts élevés en période de récession, c'est-à-dire lorsque d'autres contraintes pèsent sur les finances publiques, doit être considéré comme présentant des risques plus importants qu'un portefeuille qui a l'effet inverse. Dans cette optique, le « lissage » des déficits est un objectif opérationnel de la gestion de la dette.

1247. La méthode GAP modifie également l'appréciation des obligations indexées. Les coûts de la dette indexée sur l'inflation amortissent les variations des finances publiques pourvu que l'inflation soit élevée, l'assiette fiscale large et les dépenses faibles, c'est-à-dire tant que l'inflation est en corrélation positive avec les cycles économiques. En revanche, si l'économie subit un choc de l'offre qui déclenche de la stagflation — inflation élevée jumelée à une croissance faible —, la dette liée à l'inflation accentue les pressions sur les finances publiques.

1248. Il y a loin entre le fait de reconnaître que la méthode GAP offre un bon cadre de réflexion sur les risques de gestion de la dette et sa transformation en une stratégie exhaustive de gestion. Son effet le plus marqué à ce jour sur la gestion de la dette de la Suède est le fait que le coût de la dette est mesuré par rapport au PIB dans les analyses qualitatives et quantitatives. Dans ce contexte, le PIB s'apparente à une mesure des autres influences que le

---

<sup>99</sup> L'approche GAP a été présentée dans le projet de principes directeurs déposé en octobre 2000, que le lecteur peut consulter sur le site Internet du Bureau de la dette ([http://www.rgk.se/files/up1497-Guidelines\\_2001.pdf](http://www.rgk.se/files/up1497-Guidelines_2001.pdf)).

cycle économique exerce sur le budget. Autrement dit, un portefeuille de la dette dont le ratio coûts/PIB est relativement stable est considéré comme présentant un faible risque. Le recours au ratio service de la dette/ PIB pour classer les portefeuilles de titres d'emprunt tient de la méthode GAP.

1249. Le Bureau de la dette a construit un modèle de simulation stochastique, qu'il conjugue au raisonnement qualitatif aux fins de l'élaboration de principes directeurs de gestion de la dette. Le modèle produit des trajectoires des taux d'intérêt, des taux de change, du PIB et des besoins d'emprunts d'une période maximale de trente ans. Il utilise ensuite les séries chronologiques ainsi obtenues pour simuler les coûts d'un ensemble de portefeuilles d'emprunt assortis de caractéristiques distinctes, ce qui permet de classer les portefeuilles selon le coût prévu et la variabilité escomptée. Comme mentionné ci-dessus, le ratio coûts/PIB est la principale unité de mesure utilisée. Comme le modèle calcule le PIB, il permet de constater les corrélations entre celui-ci, les taux d'intérêt et les taux de change par une technique qui présente une cohérence interne<sup>100</sup>.

### **Stratégie du portefeuille des titres d'emprunt**

#### *Contexte*

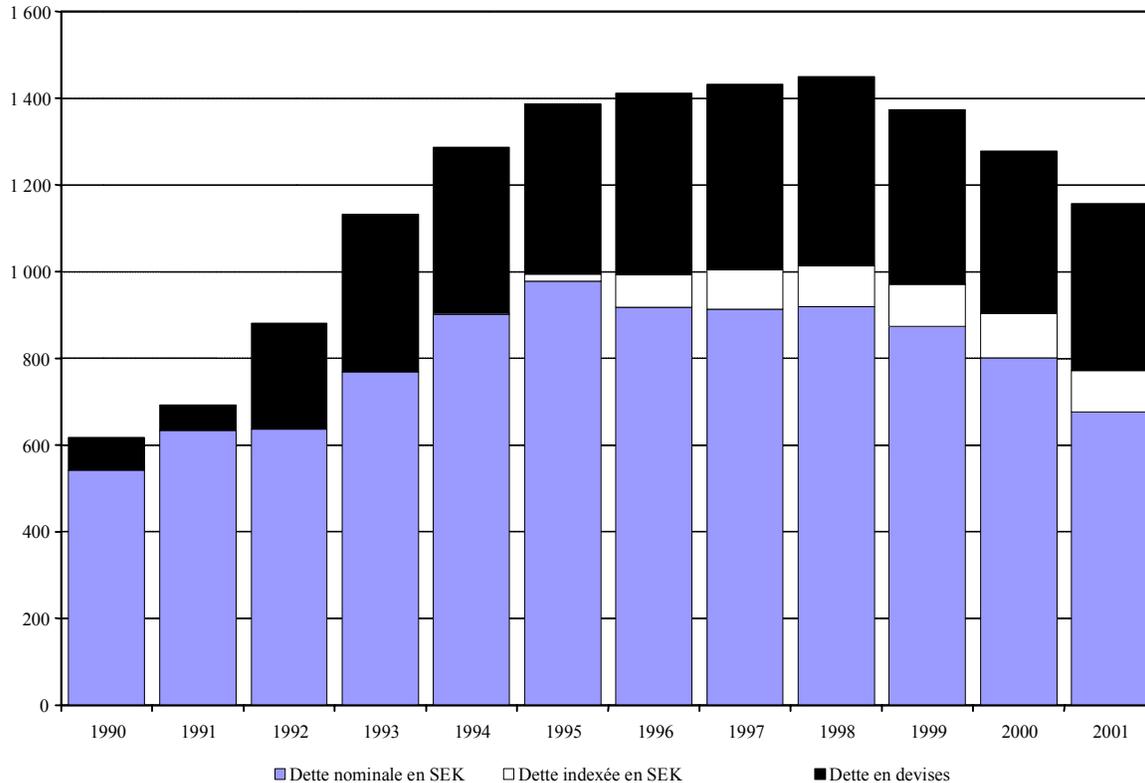
1250. La dette de l'administration centrale de la Suède peut être ventilée en trois volets aux fins de l'analyse de la stratégie de gestion : dette nominale en couronnes, dette en couronnes indexée, dette en devises. Le graphique 1 illustre l'évolution de la dette et de sa composition depuis 1992<sup>101</sup>.

---

<sup>100</sup> Les rapports présentés sur le site Web du Bureau de la dette décrivent le modèle et les résultats de la simulation ([http://www.rgk.se/files/upl553-Teknisk\\_Rapport.pdf](http://www.rgk.se/files/upl553-Teknisk_Rapport.pdf)).

<sup>101</sup> Le Bureau de la dette nationale de la Suède utilise activement des instruments dérivés et d'autres instruments de gestion de la dette depuis plusieurs années. Les données du graphique 1 représentent les engagements, après prise en compte des instruments dérivés.

Graphique 1. Dette de l'administration centrale, 1990–2001  
(En milliards de couronnes suédoises)



1251. Les emprunts nominaux en couronnes —obligations et bons — constituent une part prépondérante de l'actuel portefeuille de la dette, qui est cependant inférieure aux niveaux correspondants de la plupart des pays de l'OCDE. Signalons d'abord que la Suède présente une proportion particulièrement élevée d'emprunts indexés, même s'ils représentent moins de 10 % de la dette totale. Deuxièmement et surtout, plus d'un tiers de la dette du pays est libellé en devises, situation dont les origines remontent au début des années 1990. Comme le montre le graphique 1, la dette totale a plus que doublé de 1990 à 1995, alors que la Suède subissait une récession sans précédent depuis les années 1930. Comme les besoins annuels nets en emprunts s'élevaient à 14 % du PIB au pire de la crise, il a été jugé utile d'en contracter une partie sur les marchés financiers extérieurs. Cela avait pour effet de réduire les pressions qui pesaient sur les taux d'intérêt à long terme sur le marché intérieur et de diversifier le portefeuille des titres d'emprunt.

1252. La durée de la dette nominale en couronnes et de la dette en devises est de quelque 2,7 ans. La dette indexée a une durée (mesurée par l'application de taux réels) proche de 10 ans.

### ***Conclusions concernant le portefeuille des titres d'emprunt***

1253. La question centrale qui ressortait des analyses effectuées dans le contexte du nouveau cadre de gouvernance était celle de savoir comment structurer un portefeuille dont l'objectif était de circonscrire les coûts à long terme en tenant compte suffisamment des risques. Une attention particulière a été accordée à la dette en devises, laquelle est un aspect remarquable du portefeuille des titres d'emprunt de la Suède, aussi bien qu'à la dette indexée, instrument relativement nouveau.

#### ***Dette en devises***

1254. Le Bureau de la dette s'est fondé sur des analyses qualitatives et quantitatives et a conclu qu'il était souhaitable de réduire la part de la dette en devises<sup>102</sup>. Cette dernière augmente le risque sans occasionner d'économies à long terme. Premièrement, le gouvernement possède peu d'actifs en devises (ce qui fait que la position de change est essentiellement non couverte)<sup>103</sup>. Deuxièmement, il n'est pas improbable que la monnaie du pays fléchisse en période de récession, étant donné que les coûts de la dette en devises auraient tendance à accentuer la variation du ratio déficit/PIB. Troisièmement, à un niveau d'analyse un peu plus subtil, le modèle de simulation montre que (si les taux de change sont souples) les taux d'intérêt intérieurs à court terme sont en corrélation négative avec le cycle économique, puisque la banque centrale modifie les taux à court terme à contre-courant du cycle. Cela tend à stabiliser le ratio coût de la dette/PIB. Les taux d'intérêt extérieurs ne sont pas affectés par les aléas intérieurs d'un petit pays, et, toutes choses étant égales par ailleurs, cela rend la dette en devises moins attrayante que la dette en monnaie nationale.

1255. Le gouvernement a décidé d'intégrer aux principes directeurs de 2001 des mesures qui réduiraient la part de la dette en devises<sup>104</sup>. Il n'a pas ciblé un pourcentage donné, entre autres parce que le niveau recherché était à ce point inférieur à la proportion actuelle qu'il n'était pas urgent de trancher. Le gouvernement a plutôt établi un plan d'amortissement annuel à hauteur de 35 milliards de couronnes. Le plan prévoyait que les remboursements annuels pourraient varier de  $\pm 15$  milliards de couronnes. Le gouvernement a chargé le Bureau de la dette de prendre en considération la valeur de la couronne au moment de décider du

---

<sup>102</sup> Le projet de principes directeurs de 2001, à consulter sur le site Internet du Bureau de la dette ([http://www.rgk.se/files/upl497-Guidelines\\_2001.pdf](http://www.rgk.se/files/upl497-Guidelines_2001.pdf)), présente l'analyse.

<sup>103</sup> La Riksbank possède et gère les réserves de change, conformément à sa responsabilité de mise en œuvre de la politique de change. Comme les réserves en devises sont affectées à des fins particulières, elles ne procurent aucune couverture dans la perspective de l'administration centrale. La dette en devises est donc gérée distinctement des réserves de change.

<sup>104</sup> La décision prise par le gouvernement à l'égard pour 2001 est accessible sur le site Internet du Bureau de la dette ([http://www.rgk.se/files/upl546-statsskuld\\_eng.pdf](http://www.rgk.se/files/upl546-statsskuld_eng.pdf)).

montant réel à rembourser. S'il semble perçu que la couronne est sensiblement sous-évaluée, il serait raisonnable — compte tenu de l'objectif de limitation des coûts — de réduire les remboursements jusqu'à ce que le taux de change de la monnaie ait retrouvé un niveau normal. Dans les principes directeurs de 2002, le gouvernement a décidé de ramener le rythme d'amortissement à long terme à 25 milliards de couronnes. Qui plus est, il a fixé pour 2002 un objectif de 15 milliards de couronnes, invoquant la faiblesse de la monnaie.

1256. Le Bureau de la dette, également motivé par la dépréciation de la couronne, a utilisé son mandat pour limiter les amortissements à près de 15 milliards de couronnes en 2001. Il a, de plus, annoncé que le rythme de remboursement serait inférieur au taux ciblé à compter du début de 2002. La part de la dette libellée en devises a donc progressé en 2001, sous le double effet d'une diminution appréciable des emprunts en couronnes et de la dépréciation de la monnaie nationale (graphique 1). Le gouvernement entend réduire graduellement et à long terme la dette en devises afin que le portefeuille réponde davantage à l'objectif de gestion des emprunts.

### *Dette indexée*

1257. Le Bureau de la dette s'est penché sur le rôle de la dette liée à l'inflation dans le projet de principes directeurs de 2002<sup>105</sup>. Le modèle de simulation a produit des résultats quantitatifs à ce propos qui étaient moins concluants que ceux qu'avait donnés l'analyse de la dette en devises. Le modèle fait apparaître peu de différences, sous le rapport des coûts et des risques, entre la dette nominale et la dette liée à l'inflation en monnaie nationale. Cela s'explique, notamment, du fait que le modèle suppose que l'économie est à l'abri de chocs graves. À titre d'exemple, toutes les simulations permettent, en moyenne, de réaliser les objectifs des politiques monétaires et budgétaires. Cela veut dire que les portefeuilles de titres d'emprunt ne sont pas soumis à des tests d'épreuve, étant donné qu'un modèle de simulation à long terme s'y prête mal. En pareil contexte, il y a peu de raisons de s'attendre à ce que la dette liée à l'inflation diffère fortement de la dette nominale.

1258. Le Bureau de la dette s'appuie sur un raisonnement qualitatif pour évoquer d'autres possibilités. Par exemple, dans un environnement marqué par de faibles taux de croissance et d'inflation, voire par la déflation, les obligations indexées sont des moyens utiles de « lissage » du déficit. Inversement, en période de stagflation, mieux vaut ne pas avoir une importante dette indexée. Le constat que ni la déflation, ni la stagflation, ne peut être écartée *ex ante*, suffit pour indiquer qu'il vaut mieux avoir un portefeuille composé de diverses catégories d'emprunts pour réduire le risque. Tant que les obligations indexées ne sont pas sensiblement plus coûteuses que les obligations nominales, l'effet de diversification plaide en faveur de la présence dans le portefeuille de titres d'emprunt liés à l'inflation. Selon l'appréciation préliminaire de la situation, la part des emprunts de cette catégorie doit

---

<sup>105</sup> Le projet de principes directeurs de 2002 peut être consulté sur le site Internet du Bureau de la dette ([http://www.rgk.se/files/upl1037-Riktlinjer\\_Eng.pdf](http://www.rgk.se/files/upl1037-Riktlinjer_Eng.pdf)).

dépasser le niveau actuel de 8 % pour influencer sensiblement les résultats d'un test d'épreuve effectif.

1259. Dans les principes directeurs de 2002, le gouvernement chargeait le Bureau de la dette d'augmenter à long terme la part des titres d'emprunt indexés<sup>106</sup>. Cependant, compte tenu de l'objectif de limitation des coûts, le taux d'accroissement doit être pondéré en regard des coûts occasionnés par d'autres catégories d'endettement. À l'instar de celui d'autres pays, le marché des obligations indexées a été caractérisé par moments par une faible des investisseurs et des primes de liquidité élevées. L'une des tâches importantes qui incombent au Bureau est donc de poursuivre ses efforts en vue d'améliorer le fonctionnement du marché, afin que les avantages sous forme de réduction des risques de portefeuille puissent être obtenus à un coût acceptable. (Voir également la section C.)

### ***Duration***

1260. Le choix d'une duration oblige à un arbitrage entre les coûts et les risques de refinancement. L'expérience montre que les taux nominaux à court terme sont inférieurs, en moyenne, aux taux à long terme. Une duration courte serait donc indiquée dans l'optique de la stricte limitation des coûts. Comme mentionné ci-dessus, il se peut également que les taux intérieurs à court terme soient en corrélation négative avec le cycle économique, ce qui concourt au lissage du déficit. Par contre, avec une duration courte, le coût de la dette est plus sensible aux taux d'intérêt actuels. Qui plus est, les taux courts tendent à être plus volatils que les taux longs.

1261. La part nominale de la dette de la Suède a une duration de 2,7 ans, ce qui représente, a-t-on conclu, un compromis raisonnable entre les facteurs traités ci-dessus. Pour cette raison, les principes directeurs en vigueur prescrivent de ne pas faire varier la duration au cours de la période de planification triennale.

1262. La duration de la dette liée à l'inflation est sensiblement plus longue que celle des autres titres d'emprunt, comme il se doit étant donné qu'il s'agit d'un instrument dont la fonction est de protéger les investisseurs contre les aléas de l'inflation. Selon les principes directeurs, la dette liée à l'inflation doit avoir une échéance à l'émission de cinq ans au moins, et de préférence plus. La dette indexée relève donc la structure d'amortissement et atténue les risques de refinancement du portefeuille dans son ensemble.

### ***Structure d'amortissement***

1263. Le ciblage de la duration cible ne limite pas les risques de refinancement. En principe, il suffit de panacher deux échéances pour atteindre n'importe quel objectif de duration. En

---

<sup>106</sup> La décision du gouvernement pour 2002 figure sur le site Internet du Bureau de la dette ([http://www.rgk.se/files/up1115-riktlinjebeslut\\_2002\\_eng.pdf](http://www.rgk.se/files/up1115-riktlinjebeslut_2002_eng.pdf)).

pratique, toutefois, la stratégie d'emprunt globale du Bureau de la dette, fondée sur une série d'obligations nominales de référence à dix ans et plus et une série d'obligations indexées dont certaines ont une échéance encore plus éloignée, limite le risque de refinancement. Par souci de clarté, toutefois, les principes imposent une limite à la part autorisée de refinancement à court terme. Ils prescrivent au Bureau de structurer ses emprunts de façon telle que 25 %, au maximum, de l'ensemble de la dette vienne à échéance au cours des douze prochains mois.

### ***Récapitulatif***

1264. La Suède a décidé d'interpréter le concept de risque auquel l'objectif légal fait référence comme l'effet de la charge de la dette sur la stabilité globale des finances de l'État. Les autorités suédoises ont donc fondé l'analyse du portefeuille de la dette sur la méthode de la gestion de actif-passif (GAP). Compte tenu de l'horizon temporel dans lequel la dette publique est gérée, qui peut s'étendre sur plusieurs générations, l'incertitude demeurera toujours un élément clé de la gestion de la dette. Il ne faut donc pas s'attendre à tirer des conclusions quantitatives robustes et immuables au sujet de ce qui constitue un portefeuille optimal. La principale utilité de la méthode GAP tient probablement autant aux questions qu'elle soulève qu'aux réponses catégoriques qu'elle livre. Notamment, elle oblige le gestionnaire de la dette à aborder la prise de risques de façon plus cohérente que si le coût de la dette était considéré isolément des autres éléments au bilan du gouvernement.

## **Gestion active de la dette**

### ***Contexte***

1265. Il est utile de distinguer deux types de gestion active de la dette. Le premier englobe des mesures qui prévoient de séparer les décisions de financement du choix des caractéristiques du portefeuille, que détermine principalement le recours à des instruments dérivés. Ces activités sont motivées par le désir d'utiliser des méthodes de financement économiques sans nécessairement accepter les risques qui accompagnent les instruments qui permettent de procéder ainsi. Les coûts du financement du portefeuille de titres d'emprunts ou les risques dont il est assorti doivent être inférieurs à ceux d'un portefeuille identique constitué d'emprunts directs. Cette forme de gestion active est motivée par des considérations stratégiques<sup>107</sup>.

1266. Le second type de gestion active de la dette consiste à prendre des positions sur la base de prévisions de l'évolution future des taux d'intérêt ou des taux de change. À cette fin,

---

<sup>107</sup> La gestion active de la dette pourrait englober les échanges et les rachats de dettes en cours, puisqu'ils diffèrent d'une stratégie d'émission que l'on laisse ensuite courir jusqu'à l'échéance. La section C traite de ces instruments, comme ils ont aussi pour objet de favoriser la liquidité du marché.

il faut établir un portefeuille de référence. On prend ensuite une position en modifiant le portefeuille pour qu'il s'écarte de la référence. On évalue la position en comparant la valeur (marchande) du portefeuille effectif à celle du portefeuille de référence. Cette forme de gestion active est normalement motivée par des considérations tactiques.

1267. Le Bureau de la dette nationale de la Suède utilise les deux formules. Cette section explique ses motivations et le cadre dans lequel il opère dans chaque cas.

### *Stratégies de gestion du portefeuille*

1268. La séparation des décisions de financement de celles qui concernent le portefeuille découle du mode de gestion de la dette en devises. Le Bureau de la dette pratiquait déjà une stratégie d'emprunt opportuniste, qui l'amenait à rechercher des sources de financement économiques sans tenir compte de la monnaie ni de l'échéance. Il transformait les flux de liquidité au moyen d'instruments dérivés pour parvenir à la composition souhaitée du portefeuille de la dette en devises, que figurait un portefeuille de référence.

1269. Comme le Bureau était rompu à l'usage des instruments dérivés, il était bien préparé au rôle qu'il a commencé à exercer en 1996, qui consistait à contracter des emprunts en couronnes suédoises et à les convertir en obligations synthétiques en devises par le biais d'échanges de devises<sup>108</sup>. La transformation se fait en plusieurs étapes. Dans un premier temps, le Bureau émet une obligation à long terme en couronnes. Ensuite, il effectue un échange de taux d'intérêt en couronnes aux termes duquel il reçoit des paiements sur la base un taux d'intérêt fixe et verse des intérêts à taux variable. Dans un troisième temps, les flux de liquidité variables en couronnes sont convertis, par exemple, en euros, au moyen d'un échange de devises. Enfin, il effectue un échange de taux d'intérêt en devises pour parvenir à la duration souhaitée de la position en devises. À la fin de 2001, la position en devises était constituée à 45 % environ, soit l'équivalent de quelque 180 milliards de couronnes, d'échanges couronnes/devises. Comme le montre le graphique 2, les volumes d'échanges annuels ont varié entre 20 et 40 milliards de couronnes, selon la capacité d'absorption perçue du marché, entre autres facteurs. Ces dernières années, au moins la moitié des obligations en couronnes émises ont fait l'objet d'échanges.

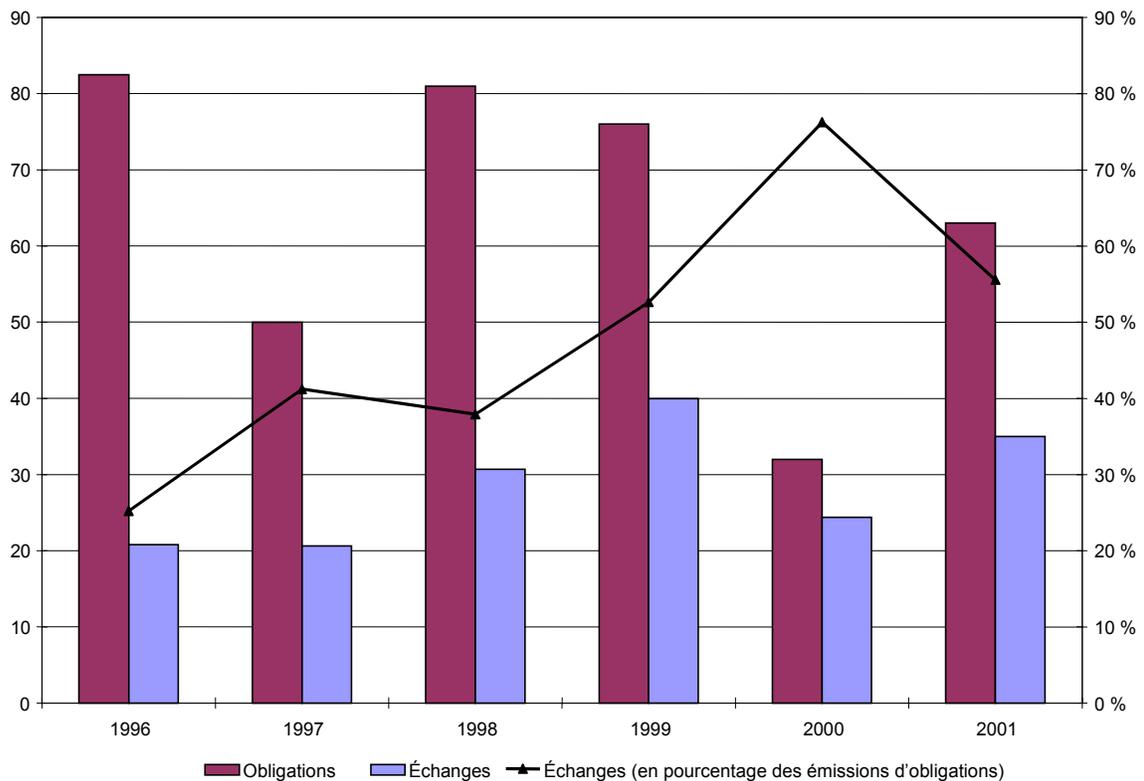
1270. L'échange couronnes/devises est, depuis plusieurs années, la façon la plus économique de constituer une position en devises. Il en est ainsi du fait que le Bureau de la dette — représentant de l'État — jouit d'un avantage comparatif lorsqu'il contracte des emprunts à long terme en couronnes suédoises. En d'autres termes, le taux à long terme des échanges est supérieur au coût du financement à long terme que le Bureau doit acquitter. Cet écart est partiellement compensé par le fait que le taux d'intérêt variable est supérieur au taux

---

<sup>108</sup> Gustavo Piga analyse en profondeur le recours aux échanges par les gestionnaires de la dette (Bureau national de la dette de la Suède y compris) dans *Derivatives and Public Debt Management*, International Securities Market Association (ISMA), Zurich, 2001.

des bons du Trésor, qui détermine le coût du financement direct à court terme. Tant que l'écart moyen à court terme sur la durée de l'échange demeure inférieur à l'écart à long terme initial, l'échange demeure un mode de financement plus économique que l'émission de bons. De plus, il permet d'éviter le risque de refinancement<sup>109</sup>.

Graphique 2. Volumes d'émissions d'obligations et d'échanges, 1996–2001



1271. Le Bureau de la dette a annoncé que le recours aux échanges de taux d'intérêt était autorisé comme solution de rechange au financement à court terme, c'est-à-dire comme ressources complémentaires des bons. Ainsi, il est en mesure de contracter des emprunts à long terme sans augmenter la durée de la dette. De cette manière, les échanges donnent lieu également à des volumes d'émissions importants sur le marché suédois des obligations, qui doit soutenir la liquidité. Cet aspect de la situation a gagné en importance ces dernières années, lorsque les besoins bruts d'emprunts ont chuté par suite de l'amélioration de la situation budgétaire.

<sup>109</sup> Une obligation à long terme conjuguée à un échange de taux d'intérêt équivaut à un effet (synthétique) à taux variable.

1272. Il importe que les transactions de grande envergure sur instruments dérivés soient effectuées de manière transparente, afin d'éviter toute confusion sur le marché quant aux motifs du recours à cette ressource. Comme il le fait sur le marché des obligations, le Bureau annonce donc le calendrier annuel d'échanges planifiés. Il fixe les volumes d'après son expérience et les avis reçus des acteurs sur le marché. Les volumes effectifs peuvent varier selon la conjoncture. Qui plus est, le carnet d'échanges de la taille de celui de la Suède laisse supposer que le marché d'échanges a suffisamment de profondeur, de sorte que le rétrécissement des marges ne rogne pas les profits. Il est donc indiqué d'étendre le programme par degrés, en tenant compte suffisamment du coût des échanges comparativement à d'autres techniques de financement.

1273. Les échanges et les autres instruments dérivés occasionnent des risques de contrepartie, qu'il faut gérer avec soin. Le Bureau réduit le risque de crédit au moyen d'accords annexes de soutien du crédit. Il s'agit d'un système d'échange bilatéral de numéraire reposant sur la valeur marchande actuelle de la position nette. Un tel système limite le risque de crédit à la fluctuation quotidienne de la valeur marchande, ce qui permet au Bureau de la dette de traiter avec les contreparties qui offrent les meilleurs prix à tout moment, sans tenir compte, en substance, des contrats conclus antérieurement avec les mêmes intermédiaires<sup>110</sup>.

### ***Gestion tactique de la dette***

#### *a) Dette en devises*

1274. Ce n'est qu'aux fins de la gestion de la dette en devises que le Bureau de la dette prend des positions tactiques qui lui permettent de profiter de variations des taux de change et des taux d'intérêt. Il se réfère pour la circonstance à un portefeuille de référence constitué par le Conseil d'administration. Ce dernier définit un portefeuille neutre quant à sa composition en devises et à son calendrier d'échéances, de même que les écarts maximaux autorisés. La direction est chargée de prendre des positions en respectant ces limites. Le respect des limites est contrôlé par le Service du contrôle des risques, entité distincte du Service de la gestion de la dette.

1275. Le Bureau de la dette charge également des gestionnaires de portefeuille de l'extérieur (au nombre de cinq actuellement) de s'acquitter du même mandat en prenant en charge une fraction de la dette totale en devises. Cette façon de faire procure un étalon supplémentaire pour l'évaluation des décisions du Bureau en matière de ventilation de la dette.

#### *Dette en monnaie nationale*

---

<sup>110</sup> Le Bureau de la dette utilise des accords annexes de soutien du crédit symétriques, c'est-à-dire qu'il effectue un transfert de numéraire si une contrepartie fait valoir une créance nette, conformément aux conventions du marché.

1276. Le Bureau ne prend pas de décisions correspondantes quant à la ventilation de la dette en fonction de prévisions d'évolution des taux d'intérêt lorsqu'il gère la dette en couronnes. Cela s'explique par le fait qu'il domine à ce point le marché des titres à revenu fixe en couronnes que toute redistribution risque de faire varier les taux d'intérêt. Le comportement opportuniste de la part d'un tel emprunteur augmenterait le niveau général des taux d'intérêt, puisque les investisseurs exigeraient d'être indemnisés des risques accrus qu'ils supportent. Comme il domine généralement le marché intérieur des obligations en monnaie nationale, il lui est avantageux, en tant qu'émetteur souverain, de pratiquer une stratégie d'emprunt prévisible et transparente pour diminuer le coût de la dette. (Voir également la section C.)

1277. Comme mentionné dans la section B, sous la rubrique « Stratégie du portefeuille des titres d'emprunt », le Bureau de la dette fonde en partie ses décisions relatives au remboursement de la dette en devises sur des évaluations des taux de change. Cette façon de faire constitue également une forme de gestion active de la dette, qui influence la composition de celle-ci, bien qu'il n'existe aucun portefeuille de référence de la dette globale.

1278. Il convient de noter que si l'objectif poursuivi est de bénéficier de faibles coûts et de risques acceptables, la gestion active de la dette sur la base d'un portefeuille de référence n'est pas aussi importante que la composition de ce portefeuille. À cet égard, on admettra volontiers que le choix d'une durée cible de deux ans plutôt que cinq influence les coûts et les risques beaucoup plus que ne le feraient des fluctuations de l'une ou l'autre valeur centrale dans un intervalle de  $\pm 0,3$  an. Il n'en demeure pas moins qu'une gestion active bien maîtrisée peut rapporter des économies importantes en chiffres absolus. Au surplus, les instruments dont sont constituées les positions, notamment instruments dérivés, peuvent aussi servir à la gestion conventionnelle de la dette, avec des effets secondaires positifs.

### **Gestion de trésorerie et liens avec la banque centrale**

1279. Le système national des paiements de la Suède repose sur le principe du compte unique, à savoir tous les paiements passent par un système doté d'un seul compte principal, que gère le Bureau de la dette. Le solde de ce compte était tenu dans les livres de la Riksbank jusqu'en 1994. Ainsi, le Bureau de la dette ne s'occupait pas de la gestion de trésorerie. La Riksbank avait pour tâche de stériliser les variations des fonds de réserve provoquées par les fluctuations du solde du compte de l'État.

1280. Au moment où la Suède a accédé à l'UE, le Bureau de la dette a été chargé de gérer le compte central, à la place de la Riksbank. La décision a été motivée, entre autres, par l'interdiction imposée par les règles de l'UE à la banque centrale de consentir des prêts directement à l'État, ce qui signifiait que le compte du Bureau de la dette ne pouvait plus avoir un solde au jour le jour. Comme la situation de trésorerie de l'État varie considérablement au cours d'un mois, il aurait dû déposer une somme importante auprès de la Riksbank à titre de volant de liquidité pour prévenir tout découvert. Or on a jugé que c'était là une technique inefficace de gestion de trésorerie.

1281. Le système en vigueur prévoit que le Bureau de la dette utilise son compte auprès de la Riksbank pour participer au système de compensation, mais le solde du compte est ramené à zéro en fin de journée. Pour ce faire, le plus souvent des opérations sont exécutées sur le marché interbancaire à court terme au moyen d'instruments tels que prêts, dépôts et prises en pension à un jour. Il existe à l'occasion un solde (positif ou négatif) en fin de journée, qui dépasse rarement quelques millions de couronnes. Le cas échéant, le solde est viré automatiquement sur un compte du Bureau de la dette auprès d'une banque commerciale. De cette manière, le Bureau assume la responsabilité de tous les aspects de la gestion de la dette de l'État, allant des prêts à un jour aux obligations indexées à trente ans.

1282. Les mécanismes que nous venons de décrire font que la Riksbank n'a pas à compenser les fluctuations de la position de trésorerie de l'État au moyen d'opérations sur le marché. Comme le Bureau de la dette fait partie du marché interbancaire, la position de trésorerie de l'État n'influe pas sur les réserves dont dispose le système bancaire. En outre, le fait que la banque centrale n'assume plus la gestion de trésorerie de l'État simplifie la tâche de la Riksbank pour gérer son bilan de manière à fixer le taux au jour le jour au niveau cible.

1283. Bien que le Bureau de la dette se charge de la gestion des liquidités en monnaie nationale depuis 1994, il a continué à s'adresser exclusivement à la Riksbank pour effectuer des échanges de couronnes et de devises. La banque procède aux échanges nécessaires à la couverture des achats de devises faits par le Bureau par une démarche préétablie afin d'éviter toute confusion avec les interventions opérées dans le cadre de la politique de change. Spécifiquement, elle achète un volume de devises préalablement annoncé, chaque jour ouvrable, durant une période donnée.

1284. À compter du 1<sup>er</sup> juillet 2002, le Bureau de la dette est autorisé à échanger des devises avec d'autres contreparties. Le gouvernement en a décidé ainsi par souci d'assouplir les opérations en la matière. Bien que le Bureau doive se comporter d'une manière prévisible et transparente sur le marché des changes comme ailleurs et éviter les transactions spéculatives à court terme, il n'est pas tenu au respect d'un calendrier formel, au contraire de la Riksbank, et il a donc la possibilité de réduire les frais de la dette en misant sur le moment de l'achat.

### **Gestion des passifs conditionnels**

1285. Des passifs conditionnels, sous forme de garanties, ne peuvent être contractés que s'ils sont autorisés par le Parlement. Quatre organismes gouvernementaux sont chargés de programmes spéciaux : garanties des crédits à l'exportation et au logement, aide internationale et assurance-dépôts. Le Bureau de la dette offre également d'autres garanties, autorisées au cas par cas par le Parlement. La loi de finances prescrit la perception de commissions pour risques sur les garanties. Si le Parlement exonère le bénéficiaire de cette exigence, une provision budgétaire doit être constituée pour couvrir les commissions. Le Bureau de la dette fixe la commission, ce qui sépare nettement la décision d'octroi d'une garantie de l'établissement du prix de cette dernière. L'exactitude des décisions du Bureau en

matière de prix peut être évaluée *ex post* par la comparaison des commissions accumulées sur le long terme et des paiements effectués pour couvrir les garanties.

1286. La gestion actif-passif de la dette offre l'assurance que les garanties (et autres passifs conditionnels) seront pris en compte dans l'analyse des risques posés par les finances de l'État. À ce titre, un cadre cohérent de gestion des risques devrait offrir la possibilité d'envisager, notamment, l'atténuation des risques par la modification du portefeuille de la dette publique ou par la cession d'une garantie à un garant du secteur privé.

1287. Dans ce cas également, le principe est plus facile à énoncer qu'à appliquer. Une première étape en ce sens consisterait à présenter des renseignements agrégés cohérents sur les garanties publiques. L'information sur la question comprendrait les pertes prévues sur le portefeuille total des garanties, mais aussi l'ampleur des pertes imprévues. Les rapports sur le portefeuille des garanties doivent accompagner le projet de budget présenté au Parlement. L'accroissement éventuel des pertes prévues ou imprévues occasionnées par des garanties doit être pris en compte avant que ne soient prises les décisions sur les dépenses et les impôts, car cette hausse des passifs entraînerait un affaiblissement de la position budgétaire sous-jacente. Ce système n'est pas en place en Suède, quoique des mesures aient été prises pour perfectionner l'analyse et la gestion des passifs conditionnels.

### **C. Mise en place du marché des titres publics**

#### **Introduction**

1288. Outre une ventilation équilibrée des différentes catégories de titres d'emprunt, il est important d'avoir un marché des titres publics performant pour limiter les coûts de la dette. Emprunteur dominant et participant au marché suédois des titres à revenu fixe, le Bureau de la dette doit assurer l'efficacité et le développement du marché. Il a donc assumé un rôle actif dans les discussions sur le marché et son essor, qui portent notamment sur les mesures à prendre pour améliorer le marché secondaire et favoriser, ce faisant, la liquidité et la transparence. Les paragraphes qui suivent donnent des exemples de mesures prises dans les divers segments du marché.

#### **Obligations nominales**

##### ***Marché primaire***

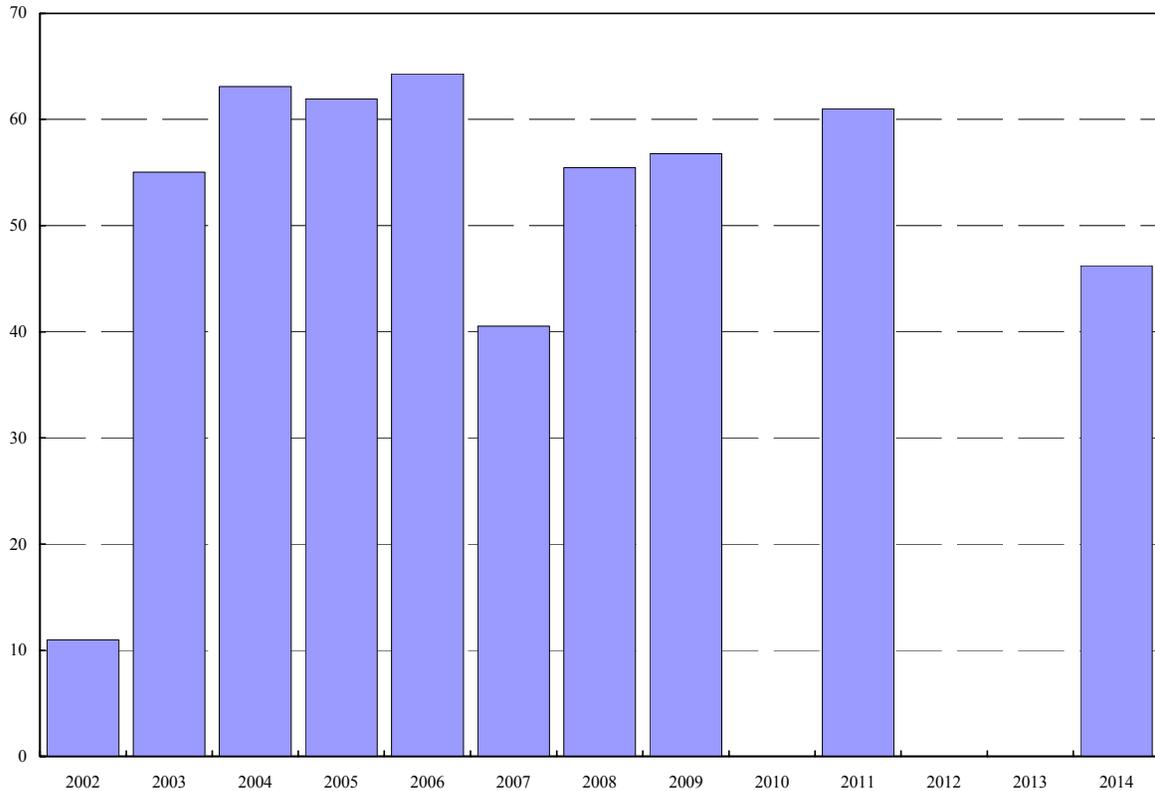
1289. La stratégie globale retenue consiste à concentrer les emprunts sur quelques émissions relativement importantes. Ces dernières se résument actuellement à une dizaine d'obligations de référence. Les émissions volumineuses facilitent la négociation et diminuent le risque que des émissions particulières fassent l'objet d'une forte demande tandis que l'offre est faible. Le Bureau de la dette s'efforçait auparavant de faire en sorte que des obligations viennent à échéance chaque année. La stratégie a été modifiée légèrement en 2000 : une émission de titres à dix ans, venant à échéance en 2011, a été lancée, si bien qu'aucune titre ne sera

amortissable en 2010. Eu égard aux importants excédents budgétaires, la volonté de concentrer les emprunts afin de soutenir la liquidité l'emportait sur l'objectif de ménager une échéance annuelle d'obligations de référence. Le graphique 3 montre comment se présentait la structure d'amortissement à la fin de 2001.

1290. Au moment d'une nouvelle émission, normalement à dix ans, les nouveaux titres sont substitués à des anciens afin de gonfler rapidement le volume de la nouvelle émission. En outre, un guichet spécial de pensions d'une valeur de quelque 20 milliards de couronnes est établi dès après la première adjudication de la nouvelle émission. Le taux de pension est normalement inférieur de quinze points de base au taux du financement au jour un jour de la Riksbank. Grâce au guichet des pensions, aucun investisseur ne peut s'arroger une part dominante de la nouvelle émission. Par conséquent, le Bureau de la dette ne limite pas la part de l'émission qu'un seul investisseur peut souscrire ni la part attribuée à un seul soumissionnaire lors d'une adjudication.

1291. Les adjudications ont lieu toutes les quinzaines. La nature et le volume de l'émission sont annoncés une semaine à l'avance. Les courtiers agréés présentent des offres au nom d'investisseurs et pour leur propre compte. Les résultats sont annoncés quinze minutes après la fin de l'adjudication.

Graphique 3. Échéances des obligations nominales, décembre 2001



### *Marché secondaire*

1292. La facilité de pensions mise à la disposition des courtiers agréés est une bonne façon d'accroître la liquidité du marché secondaire. Cela diminue le risque de pénurie et favorise donc la liquidité. Cependant, le volume des opérations de cet ordre est limité, afin d'éviter que le Bureau de la dette assume une position dominante sur le marché des pensions. Le Bureau a fixé le volume maximal des pensions à 500 millions de couronnes; les courtiers agréés peuvent se présenter à ce guichet moyennant une pénalité de 60 points de base au-dessous du taux de l'argent au jour le jour de la Riksbank. L'écart garantit que les programmes demeurent une solution de dernier ressort. Bien que les pensions soient utilisées rarement, elles demeurent importantes puisqu'elles empêchent toute prise de position dominante. Vu le niveau élevé du taux de pénalité (60 points de base), les prix continuent d'être déterminés par l'offre et la demande sur le marché dans des circonstances normales, sans interférence du Bureau.

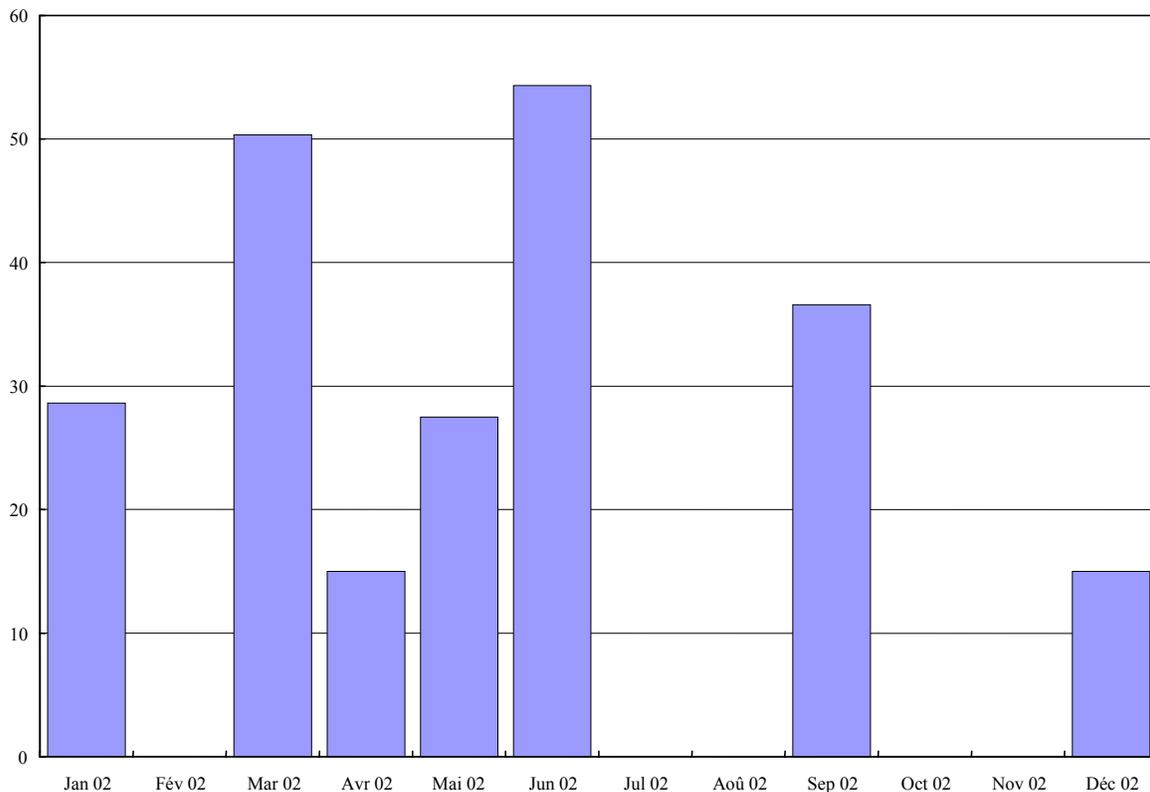
1293. D'autre part, les pensions sont un instrument naturel de gestion de la liquidité qu'utilise le Bureau. Lorsqu'il doit contracter des emprunts à court terme, il prête parfois un titre à un investisseur dans le cadre d'un accord de pension. Dans ce cas, le taux de pension est inférieur de 15 à 25 points de base au taux de l'argent au jour le jour. Il a également la

possibilité de contracter des emprunts directement sur le marché des dépôts ou d'émettre sur demande des bons du Trésor à court terme.

### Bons du Trésor

1294. Le marché des bons du Trésor suédois est relativement important dans une perspective internationale. Quelque 20 % de la dette totale est composé de bons, et le marché des bons repose sur les mêmes principes que le marché des obligations. Des emprunts sont contractés par voie d'adjudications bi-hebdomadaires et sont concentrés sur huit bons, normalement à échéance de moins de douze mois (voir graphique 4). Le marché des pensions de bons est moins liquide que celui des obligations et sa capacité d'absorption est moindre, mais le Bureau de la dette offre des facilités de pensions comparables à celles qu'il propose sur le marché des obligations, bien que leurs conditions soient légèrement plus libérales.

Graphique 4. Échéances des bons du Trésor, décembre 2001



1295. Lorsqu'une obligation a une échéance résiduelle de moins d'un an, les investisseurs se voient offrir la possibilité d'y substituer un lot de trois ou quatre bons. La composition du lot fait que l'échange est neutre quant à la durée. L'opération procure à l'investisseur des effets liquides et atténue le risque de refinancement supporté par le Bureau, car les dates d'amortissement sont étalées.

## **Obligations indexées sur l'inflation**

1296. Des obligations indexées sur l'inflation ont vu le jour en 1994. Elles comptent pour environ 8 % de la dette totale, ce qui fait du marché suédois des titres indexés l'un des plus importants au monde, toutes proportions gardées. Il existe actuellement sept obligations indexées sur l'inflation, dont les échéances varient de deux à vingt-six ans.

1297. Deux grands arguments ont été avancés à l'appui de l'émission d'obligations indexées. D'abord, ces titres devraient constituer un moyen avantageux de financement à long terme, car l'État supporte le risque d'inflation. Si la prime de risque d'inflation est supérieure aux autres primes ayant l'effet inverse, notamment les primes de liquidité, les obligations indexées devraient constituer un moyen de financement moins coûteux que les obligations nominales. Deuxièmement — comme indiqué à la section B, sous la rubrique « Stratégie du portefeuille des titres d'emprunt » —, les obligations indexées concourent à la diversification du portefeuille.

1298. Au cours des premières années du programme, l'argument coût semble s'être révélé valable, puisque les investisseurs ont acheté des obligations indexées dont les seuils de rentabilité étaient supérieurs au taux d'inflation officiel ciblé par la Riksbank. Selon toute vraisemblance, le taux d'inflation ciblé à ce moment n'était pas entièrement crédible, et il était rationnel pour les investisseurs de payer pour éviter le risque d'inflation. Cependant, le taux d'inflation est tombé sous le niveau visé, et, selon les calculs du Bureau de la dette, les emprunts indexés sur l'inflation ont occasionné des économies cumulatives d'environ 8 milliards de couronnes au titre du financement depuis 1994. Cela dit, ces dernières années, la crédibilité du taux d'inflation visé de 2 % a été établie, et le marché a fixé à moins de 2 % le taux d'inflation d'équilibre. Cela amène à se demander si l'émission d'obligations indexées est économique.

1299. Le gouvernement et le Bureau de la dette ont conclu que les économies sont susceptibles de varier sensiblement à long terme. Lorsque les risques d'inflation sont considérés comme modérés, l'émission d'obligations indexées est parfois peu avantageuse, tandis que le contraire serait vrai lorsque les risques d'inflation augmentent. Qui plus est, il est primordial que le Bureau maintienne un marché performant des obligations indexées afin de réduire la prime de liquidité.

1300. L'établissement d'un marché pour un nouveau type d'instrument pose de nombreuses difficultés. Des arguments théoriques sont favorables à l'intégration d'obligations indexées au portefeuille de titres à long terme. Cependant, la plupart des grands portefeuilles suédois comportent une part modeste d'effets de cet ordre, et ce, pour plusieurs raisons. D'abord, nombre d'investisseurs utilisent probablement des méthodes de comptabilité et d'analyse comparative fondées sur des valeurs nominales, ce qui augmente le risque perçu des titres indexés sur l'inflation. De plus, les gestionnaires de fonds tendent à imiter la concurrence, ce qui suggère qu'il faut franchir certains seuils avant qu'ils décident d'augmenter leurs avoirs en obligations indexées.

1301. L'expérience de la Suède enseigne, entre autres choses, qu'une approche pragmatique est justifiée. Ainsi, le Bureau de la dette a émis des obligations indexées aussi bien par adjudication que sur demande. L'émission de titres à la demande de courtiers agréés, a donné de bons résultats lorsque les importants investisseurs intérieurs constituaient des stocks stratégiques d'obligations indexées. L'émission sur demande donnait une certaine souplesse dans ces circonstances. Lorsque le marché a gagné en importance, le Bureau s'est mis à organiser des adjudications, par souci de transparence et de prévisibilité.

1302. Bien que les obligations indexées soient vendues par voie d'adjudications, le Bureau de la dette offre aux courtiers agréés un programme d'échange sur demande sur le marché secondaire, ce qui leur permet d'échanger deux obligations dans des conditions de durée neutre. Le Bureau établit un prix qui fait que l'échange est coûteux pour les courtiers. À l'instar des programmes de pensions des obligations nominales, le programme d'échange doit être considéré comme une facilité de dernier recours. Qui plus est, le Bureau offre des programmes de pension des obligations indexées. Chaque courtier agréé peut donc racheter une part de 200 millions de couronnes à un taux qui est de 25 points de base inférieur au taux de financement au jour le jour de la Riksbank.

1303. Le Bureau de la dette prend l'avis de courtiers agréés avant la tenue d'enchères. Il est plus disposé à accueillir des conseils sur le marché des titres indexés sur l'inflation que sur celui des obligations nominales. Le dialogue avec les investisseurs et les courtiers est particulièrement important sur un nouveau marché.

1304. Bien entendu, le Bureau tient compte des prix lorsqu'il décide quel type et volume de titres il va émettre. Notamment, il souhaite éviter de se financer au taux d'inflation d'équilibre, qui est trop faible. Par contre, il juge important d'appuyer le marché par l'émission d'au moins un faible volume de titres, lorsque les coûts du financement ne semblent pas favorables. Cette démarche devrait, à terme, faire baisser les primes de liquidité et donc rendre moins coûteux le financement par l'émission de titres indexés sur l'inflation.

### **Courtiers agréés**

1305. Le Bureau de la dette agrée trois types distincts de courtiers pour les obligations nominales, les bons du Trésor et les obligations indexées. Il peut de la sorte constituer des groupes de courtiers spécialisés qui s'engagent à exercer une activité continue sur les marchés tant primaire que secondaire. L'engagement des courtiers est d'autant plus important que la Suède possède un marché relativement peu développé.

1306. La convention d'agrément pour les obligations nominales a été modifiée en 2001 lorsqu'une plate-forme de cotation électronique a été lancée. À ce moment, le Bureau s'est servi des conventions pour modifier de façon uniforme la structure du marché. La nouvelle convention prescrit aux courtiers agréés, en plus de participer au marché primaire, de proposer, via le système électronique, des cours fermes acheteurs et vendeurs pour les obligations à deux, cinq et dix ans. Elle fixe des volumes minimaux et des écarts maximaux

entre les cours acheteur et vendeur. En vertu des nouvelles conditions, le Bureau s'est mis à verser des commissions aux négociateurs afin de les encourager à participer au système électronique. Une partie de la commission est fixe, tandis que l'autre est fonction de l'importance de l'activité sur les marchés primaire et secondaire. Les commissions totalisent entre 15 et 20 millions de couronnes par an (soit moins de 2 millions de dollars américains).

1307. Un conseil consultatif régit la nouvelle plate-forme de cotation électronique. Les courtiers, le Bureau et la Bourse y sont représentés.

1308. Le Bureau de la dette ne verse pas de commissions sur le marché des bons du Trésor, étant donné que l'engagement demandé des courtiers — notamment sur le marché secondaire — n'est pas considéré comme aussi important que sur le marché obligataire. Par contre, les courtiers agréés sont les seuls à participer aux adjudications et à bénéficier des facilités de pension.

1309. La convention d'agrément pour les obligations indexées est plus détaillée, en ce sens que les candidats doivent présenter une demande chaque année, accompagnée d'un plan d'activités. En exigeant des plans d'activités, le Bureau de la dette désire souligner l'importance de la promotion énergétique des titres par les courtiers comme moyen d'augmenter le nombre d'investisseurs. Les courtiers agréés du marché des titres indexés sur l'inflation touchent également des commissions, lesquelles totalisent quelque 12 millions de couronnes par an.

### **Relations avec les investisseurs**

1310. À mesure que les marchés des titres à revenu fixe se mondialisent et s'intègrent, les relations avec les investisseurs prennent de l'importance. Jusque-là, la politique de la dette nationale n'intéressait qu'un petit nombre d'investisseurs, suédois pour la plupart. À l'heure qu'il est, les investisseurs choisissent parmi plusieurs marchés de titres à revenu fixe. Il s'ensuit que les emprunteurs souverains se font concurrence et rivalisent avec d'autres importants émetteurs.

1311. La cheville ouvrière de la stratégie des relations avec les investisseurs pratiquée par le Bureau de la dette est un plan d'emprunt transparent et prévisible. Si les investisseurs comprennent bien le cadre de gestion de la dette et reconnaissent les variables importantes, il y a moins d'incertitude et les primes de risque sont plus faibles. Par contre, transparence et prévisibilité n'excluent pas la modification des plans d'emprunt ou de la série de titres utilisés. L'émetteur doit avoir la possibilité de modifier ses plans lorsque, par exemple, ses besoins d'emprunts changent inopinément. En pareil cas, l'objectif poursuivi doit être de communiquer les principes stratégiques, notamment duration de la dette et composition souhaitée, et d'expliquer les facteurs importants qui entrent dans l'élaboration des politiques.

1312. Le système des principes directeurs pose de solides assises à cette fin. Il renseigne les investisseurs et les autres parties prenantes sur les motifs d'une stratégie particulière. Comme

tous les documents sont publics, les négociateurs, les investisseurs et les autres parties intéressées ont la possibilité de les commenter.

1313. Le Bureau de la dette fait paraître trois fois par an un rapport sur les prévisions les plus récentes des besoins d'emprunts et les projets d'émissions. Le document traite, en outre, de divers aspects de la gestion de la dette. Il comprend parfois des articles sur les stratégies d'échange, les projets de modification de la structure du marché et autres. Il vise à renseigner les intéressés et à stimuler le débat sur la gestion de la dette. Les renseignements pertinents sont largement communiqués par Internet ([www.rgk.se](http://www.rgk.se)).

1314. En plus de la documentation écrite, le Bureau de la dette estime qu'il est important d'être à la disposition des investisseurs désireux de discuter de la politique de la dette. Aussi prend-il des initiatives afin de rencontrer les investisseurs, en Suède et à l'étranger.

### **Compensation et règlement**

1315. Tous les titres d'emprunt négociables dont fait usage le Bureau de la dette sont enregistrés par voie électronique auprès de la VPC AB (Organisation centrale de dépôt des valeurs et de compensation de la Suède), société contrôlée par les grandes banques nationales. La VPC se charge de la compensation et du règlement de toutes les transactions sur effets publics, aussi bien que des paiements d'intérêts et de remboursement à l'échéance. La date normale de règlement des bons du Trésor est fixée à T+2, tandis qu'elle est de T+3 pour les obligations.

1316. La compensation se fait sur une base nette dans le système suédois, et elle est donc sensible aux problèmes de dénouement si un acteur important manque à son obligation de paiement ou de remise de titres. Pour surmonter le problème, tous les acteurs, Bureau de la dette et Riksbank y compris, ont convenu de soutenir le marché par des accords de pension. Toutefois, ces derniers ne sont pas obligatoires, et des problèmes de dénouement peuvent quand même survenir. Il en résulte que le système n'est pas entièrement conforme aux normes internationales. Il existe un risque systémique que l'État prend en charge implicitement. La Riksbank, responsable du système national de paiements, a demandé la modification du système. À l'heure qu'il est, la mise sur pied d'une contrepartie centrale semble la solution la plus probable, mais d'autres options, tel le règlement brut, ont été examinées.

### **Tendances déterminant la forme du marché futur des effets publics**

1317. La stratégie suédoise de gestion de la dette et de financement demeurera axée sur l'augmentation de la clientèle d'investisseurs. Elle visera, notamment, à attirer des investisseurs institutionnels étrangers pour compenser la diversification internationale que privilégient les gestionnaires de portefeuille suédois. Toutefois, elle consistera également à offrir les titres d'emprunts publics aux petits investisseurs, par exemple aux particuliers. Ces dernières années, le comportement extrême de la Bourse a entravé de telles visées : le petit

épargnant suédois ne juge pas intéressantes les valeurs à revenu fixe. Cependant, le Bureau de la dette a constaté un engouement accru pour les instruments d'épargne à revenu fixe par suite de la correction du marché boursier.

1318. Cela amène à se demander comment joindre les épargnants. Des canaux de distribution efficaces pourraient modifier le rôle des courtiers agréés et des autres intermédiaires. Selon un scénario possible, les investisseurs, épargnants aussi bien qu'institutions, déposeraient leurs offres directement sur le site Internet du Bureau. L'avantage pour l'investisseur serait de ne pas avoir à passer par un intermédiaire ni à livrer des renseignements à d'autres participants au marché. Qui plus est, les intermédiaires pourraient ne pas juger intéressant d'inviter les épargnants à participer au marché primaire des titres publics, car la vente d'autres produits pourrait être plus rentable.

1319. Pour cette raison, le Bureau de la dette estime important de mettre en place des canaux de distribution directs à l'intention des particuliers. L'inconvénient, c'est qu'il pourrait être coûteux de traiter de petits lots de titres. Le développement de la vente directe (en ligne) devrait cependant réduire les coûts au cours des années à venir. De plus, il y a lieu de comparer les coûts en regard de ceux du recours à des intermédiaires, par exemple les commissions et honoraires de souscription. Dans le climat plus concurrentiel auquel les émetteurs souverains sont confrontés, les commissions de service auront peut-être tendance à augmenter.

1320. Rien n'est moins sûr que les conséquences de l'évolution technologique rapide pour la distribution des titres d'emprunt. Cela dit, le Bureau de la dette a résolu de se préparer à la possibilité que les investisseurs jugent attrayants les nouveaux canaux de distribution, par exemple les formules d'achat par Internet. Il est d'autant plus important de ne pas se fier à une seule stratégie que les changements sont difficiles à prévoir.

1321. Si la vente directe aux investisseurs change la forme du marché primaire, qu'en sera-t-il du marché secondaire? Le marché secondaire s'articule actuellement sur un système de teneurs de marché dans lequel les banques proposent des cours à l'achat et à la vente. Certains intermédiaires, appelés à jouer un rôle décentralisé sur le marché primaire, pourraient estimer non profitable de consacrer des ressources à l'activité sur le marché secondaire. Soit cette évolution ira de pair avec une tendance selon laquelle les marchés de titres d'emprunt, à l'instar des marchés de titres de participation, seront principalement tirés par les donneurs d'ordres et l'importance des teneurs de marché diminuera, soit les émetteurs devront trouver de nouveaux moyens d'obtenir l'appui des intermédiaires sur le marché secondaire. Dans un cas comme dans l'autre, il est logique de mettre en place plusieurs canaux de distribution. Cependant, il faut concevoir ces solutions alternatives en prenant en compte leurs effets sur le marché secondaire. Il importe également que les épargnants soient en mesure de liquider leurs obligations à un coût raisonnable.

1322. Le changement technologique continu ne manquera pas de se répercuter sur les marchés de titres à revenu fixe, tout comme il infléchit d'autres marchés financiers. La

séparation des marchés primaire et secondaire et le rôle important que peuvent jouer les intermédiaires sur les deux marchés produiront peut-être des solutions. Il est donc conseillé aux gestionnaires de la dette de prendre en considération les changements à apporter éventuellement à la structure classique du marché lorsqu'ils préparent des stratégies dont l'objet est d'améliorer le fonctionnement des marchés des effets publics.

## XVII. ROYAUME-UNI<sup>111</sup>

### A. Mise en place d'une structure de gestion et d'un cadre institutionnel adaptés

#### Objectifs de la politique de gestion de la dette

1323. C'est en 1995, dans le Rapport sur l'examen de la gestion de la dette, qu'a d'abord été exposée la politique actuelle de gestion de la dette publique. Cette politique a pour objet de :

« réduire à long terme autant que possible le coût des besoins de financement du gouvernement en tenant compte du risque et en s'assurant que la gestion de la dette cadre avec les objectifs de la politique monétaire. »

1324. Pour atteindre cet objectif stratégique, les autorités :

- conduisent une politique d'émission ouverte, prévisible et transparente;
- émettent des obligations de premier ordre constituant le rendement de référence;
- modulent les échéances et la composition des émissions de titres et effectuent d'autres opérations, dont des adjudications de substitution, des offres de conversions et des rachats de titres, pour modifier la durée et la nature de la dette publique;
- contribuent au développement d'un marché d'obligations de premier ordre à la fois liquide et efficace; et
- offrent des instruments rentables aux épargnants par le truchement de *National Savings (Caisse d'épargne nationale)*.

1325. Avant l'examen de 1995, l'objectif officiel de la gestion de la dette consistait :

- à appuyer la politique monétaire;
- sous réserve de ce qui précède, à éviter de créer des distorsions sur les marchés financiers;
- sous réserve de ce qui précède, à financer au moins les coûts et les risques.

1326. Toutefois, il a été conclu que ces objectifs ne correspondaient pas au fonctionnement réel de la politique de gestion de la dette. Plus précisément :

- le financement au moindre coût au moyen d'instruments à risque est l'objectif primordial de la politique de gestion de la dette;
- un marché efficace et liquide d'obligations de premier ordre réduit les rendements et, donc, les coûts de financement, ce qui contribue à atteindre l'objectif primordial;

---

<sup>111</sup> Cette étude de cas a été préparée par le Bureau de gestion de la dette du Royaume-Uni et par l'Équipe de gestion de la dette et des réserves du Trésor britannique.

- la gestion de la dette n'est pas le principal instrument de la politique monétaire, pas plus que celle-ci n'est le principal objectif de la gestion de la dette; et
- l'objectif ne disait rien sur les rôles particuliers du marché des obligations de premier ordre et sur l'épargne nationale.

1327. L'objectif actuel est axé sur le long terme. Cela évite que le gouvernement recherche des économies à court terme, par exemple en réduisant le service de la dette pendant la période de prévision annoncée. Compte tenu du caractère à long terme de bon nombre des instruments utilisés sur le marché de la dette et de l'importance de sauvegarder la bonne réputation d'un émetteur, il vaut mieux donner la priorité aux objectifs à long terme qu'aux gains à court terme.

1328. En tenant compte du risque, le gouvernement ne suit pas une stratégie axée uniquement sur la réduction des coûts. Il cherche plutôt à démontrer qu'il est en mesure de faire face à divers scénarios économiques. Pour y parvenir, il doit pouvoir évaluer l'impact d'une émission sur la dette publique. Généralement, le gouvernement n'est pas en mesure de prédire quelle catégorie particulière d'obligations sera la moins coûteuse, ses agents n'étant généralement pas mieux informés que les intervenants sur les marchés de l'évolution future des principales variables macroéconomiques. En réalité, toute information pertinente dont le marché est saisie influe sur la courbe des rendements des obligations de premier ordre. Toute tentative des pouvoirs publics visant à surpasser régulièrement le marché en s'appuyant sur des prévisions économiques différentes de celles des opérateurs de marché serait donc futile. Bref, le gouvernement a tout intérêt à se doter d'un portefeuille susceptible de le protéger contre l'éventail le plus large possible de chocs économiques.

1329. Quant aux perspectives d'atteindre le nouvel objectif de gestion de la dette, l'examen de 1995 a mis en évidence la nécessité de renoncer à une politique de gestion de la dette à caractère très discrétionnaire. Selon les auteurs du rapport, l'idée que la discrétion est avantageuse parce qu'elle permet au gouvernement de vendre des titres appropriés à des prix intéressants est sans fondement. On a conclu que, en vertu de tels arrangements, le gouvernement acquitterait une prime inutile puisqu'il essaierait systématiquement de surpasser le marché, et ce en dépit du fait qu'il n'y aurait aucune certitude ou transparence concernant l'évolution de la politique d'émission. C'est pourquoi, le rapport de 1995 préconisait l'adoption d'une politique axée sur la promotion d'un marché plus efficace, plus liquide et plus transparent. Ses auteurs ont recommandé la mise en place d'une politique d'attributions annuelles comportant : l'établissement au préalable des catégories et des échéances d'obligations devant être émises, la publication d'un calendrier d'adjudications et, enfin, un recours plus fréquent à des adjudications de titres, dont le corollaire est une diminution des émissions « au robinet ».

### **Cadre institutionnel de la gestion de la dette**

1330. Le 6 mai 1997, le chancelier de l'Échiquier a annoncé qu'il confiait à la Banque d'Angleterre le contrôle de la politique des taux d'intérêt et que la responsabilité de la gestion

de la trésorerie et de la dette incomberait dorénavant au Trésor. À la suite de consultations tenues en juillet 1997, les ministres du Trésor ont annoncé la création d'un nouvel organe exécutif, le Bureau de gestion de la dette du Royaume-Uni (BGD), chargé des opérations du gouvernement sur le marché de la dette et sur le marché au comptant. Le BGD est entré officiellement en fonction le 1<sup>er</sup> avril 1998 et assure depuis la gestion de la dette qui relevait auparavant de la Banque d'Angleterre. Le transfert de responsabilité concernant la gestion de la trésorerie a été complété le 3 avril 2000.

1331. Avant avril 1998, la Banque d'Angleterre était l'agent officiel du gouvernement sur le marché de la dette et sur le marché au comptant. Le transfert des responsabilités au Trésor a contribué à dissiper tout soupçon concernant les avantages que certaines informations confidentielles sur l'évolution future des taux d'intérêt étaient susceptibles de conférer aux opérations du gouvernement sur ces marchés; il a aussi permis d'éviter toute possibilité de conflit, ou d'apparence de conflit d'intérêts, entre les objectifs des opérations afférentes à la dette publique et ceux de la politique monétaire. Cette séparation des responsabilités a permis de définir des objectifs distincts et clairs concernant la politique monétaire, la gestion de la dette et la gestion de la trésorerie. Elle a aussi réduit les incertitudes de marché et, par conséquent, les coûts de financement. Le Comité de la politique monétaire (CPM) de la Banque d'Angleterre peut discuter de toute question relative aux conséquences de la gestion de la dette sur la politique monétaire avec le représentant du Trésor lors des séances du CPM.

1332. Comme dans le cas de tous les organes exécutifs, les rapports du BGD avec le Trésor sont définis dans un document cadre<sup>112</sup>. Pour ce qui est de la gestion de la dette, les ministres du Trésor, sur l'avis de l'équipe responsable de la gestion de la dette et des réserves, adoptent un cadre stratégique permettant au BGD de prendre des décisions conformes au mandat annuel que lui confient ces mêmes ministres. Au nombre de ses objectifs opérationnels, le BGD a pour tâche de conseiller le Trésor sur l'élaboration de cadres stratégiques adaptés à la conjoncture, mais les décisions stratégiques sont prises par les ministres. La Banque d'Angleterre est l'agent du BGD pour l'émission des obligations de premier ordre et demeure responsable de leur enregistrement.

### **Le cadre juridique des opérations d'emprunt**

1333. La politique générale du gouvernement en matière de gestion de la dette est décrite dans *The Code for Fiscal Stability* (« Le code de stabilité budgétaire »), un document qui, en vertu de l'article 155 de la Loi de finances de 1998, revêt un caractère juridique. L'alinéa 12 du Code stipule que :

---

<sup>112</sup> On trouvera une description complète des fonctions, objectifs et hiérarchie des responsabilités du BGD dans la dernière édition de son [Framework Document](#) (juillet 2001). D'autres documents pertinents peuvent être consultés sur le site Internet du BGD : [www.dmo.gov.uk](http://www.dmo.gov.uk).

« l'objectif principal de la politique de gestion de la dette — sur le long terme — consiste à réduire autant que possible les coûts engendrés par les besoins de financement du gouvernement tout en :

- tenant compte du risque; et en
- veillant à ce que cette politique ne contredise pas la politique monétaire ».

1334. Tous les emprunts de l'administration centrale sont effectués par le Trésor (dont le BGD fait partie) ou par *National Savings*, mais la Banque d'Angleterre est responsable des emprunts en devises liés aux réserves officielles. C'est à *National Savings* qu'incombe la responsabilité d'offrir des produits d'épargne personnels au public (surtout les petits épargnants).

1335. Le Trésor dispose d'une grande marge de manoeuvre en matière d'emprunts et peut réunir des fonds grâce à deux caisses créées par le Parlement : la Caisse nationale de prêts (*National Loans Fund*) et le Compte de gestion de la dette (*Debt Management Account*). Son principal pouvoir d'emprunter pour la Caisse nationale de prêts lui est conféré en vertu de l'article 12 de la Loi nationale de 1968 sur les prêts (*National Loans Act 1968*), laquelle a été modifiée en 1998 pour créer le Compte de gestion de la dette. Le Trésor peut ainsi réunir tous les fonds qu'il estime nécessaires à une conjoncture monétaire saine au Royaume-Uni et ces fonds peuvent être réunis selon les modalités qu'il juge opportunes. L'article 12(3) de la même Loi stipule clairement que le Trésor a le pouvoir de réunir des fonds tant à l'intérieur qu'à l'extérieur du Royaume-Uni et de réunir des fonds en d'autres monnaies que la livre. Il n'y a aucune limite à la valeur des emprunts que le Trésor peut effectuer à l'extérieur du Royaume-Uni. Le pouvoir du Trésor d'emprunter pour le Compte de gestion de la dette lui est conféré en vertu de l'alinéa 4 de l'Annexe 5A de la Loi nationale de 1968 sur les prêts et, tout comme l'article 12 de ladite Loi, cet alinéa donne au Trésor une latitude considérable pour réunir des fonds. Le libellé de l'alinéa 4(3) est semblable à celui de l'article 12(3) de la Loi et stipule que le pouvoir que possède le Trésor de réunir des fonds en vertu de l'alinéa 4 lui permet de le faire tant à l'intérieur qu'à l'extérieur du Royaume-Uni, et ce dans quelque devise que ce soit. Il n'y a donc rien dans l'Annexe 5 de la Loi qui limite les montants que le Trésor peut emprunter à l'extérieur du Royaume-Uni.

1336. En pratique, les emprunts du Trésor revêtent de nombreuses formes. Ils peuvent se traduire par l'émission de titres à long terme (obligations de premier ordre) ou l'émission de bons du Trésor (dont l'échéance maximum est de 12 mois) en vertu de la Loi de 1877 sur les bons du Trésor (*Treasury Bills Act 1877*).

### Organigramme du BGD<sup>113</sup>

1337. Sur avis des agents du Trésor, le chancelier de l'Échiquier détermine le cadre stratégique et financier au sein duquel le BGD exerce ses activités et délègue à son chef de direction le pouvoir de prendre des décisions opérationnelles concernant la gestion de la dette, la gestion de la trésorerie et les questions de gestion quotidienne. Le chef de la direction est nommé par le Trésor et relève du Secrétaire permanent (pour ce qui touche les dépenses et les questions y afférant), des ministres du Trésor (quant aux questions stratégiques) et du Parlement (concernant la présentation officielle des comptes publics). Il rend compte aux Ministres du Trésor de sa gestion de l'organisme et de l'exécution du mandat (lequel peut comporter un élément confidentiel reposant sur des informations plus précises que celles dont fait état le mandat publié par les autorités) selon des modalités qui, à son avis, réduisent au minimum les coûts à long terme de l'Échiquier tout en cadrant avec d'autres considérations stratégiques.

1338. Le BGD compte environ 55 employés répartis entre huit unités administratives (voir organigramme ci-joint) et possède une structure hiérarchique qui a pour objet d'aider le chef de la direction à s'acquitter de ses fonctions. Cette structure comporte un Conseil consultatif de haut niveau qui donne des avis au comité de gestion, principal organe de prise de décision du bureau. Le comité de gestion s'appuie à son tour sur un comité du crédit et du risque et sur des groupes de stratégie responsables de plusieurs grandes questions d'intérêt commercial (la dette, les besoins de trésorerie, les investissements). Il y a actuellement deux administrateurs extérieurs sans responsabilités opérationnelles qui font partie du Conseil consultatif. Ces deux administrateurs et un agent du Trésor font également partie du comité d'audit. Toutefois, le Conseil consultatif est un organisme non formel et ses délibérations ne sont pas publiées.

1339. Le BGD est un organisme officiel du Trésor dont les activités sont financées par le budget de celui-ci; il est assujéti à des dispositifs qui en contrôlent les frais administratifs. Le BGD est assujéti à un audit interne des systèmes de contrôle, notamment des contrôles financiers, et à un audit externe effectué par le Bureau national d'audit (*National Audit Office*). Le chef de la direction est l'agent comptable à qui incombe tant la responsabilité des comptes administratifs du bureau que celle des états financiers du Compte de gestion de la

---

<sup>113</sup> Les informations qui suivent correspondent à la situation au 30 juin 2002. Toutefois, depuis le 1<sup>er</sup> juillet 2002, le BGD compte deux unités supplémentaires : le Conseil des prêts pour les travaux publics (*Public Works Loans Board*, ou PWLB), et les Commissaires pour la Réduction de la dette nationale (*Commissioners for the Reduction of the National Debt*, ou CRND). L'effectif du BDG est passé à environ 80 employés. Avant le 1<sup>er</sup> juillet 2002, un autre service — le Bureau national d'investissement et de prêt, ou *National Investment and Loans Office (NILO)*— était responsable des fonctions exercées par le PWLB et le CRND. Comme le NILO a été aboli, son personnel fait maintenant partie des deux nouvelles unités.

dette (*Debt Management Account*, ou DMA) par lequel transitent toutes ses transactions sur le marché.

1340. Le directeur du BGD est chargé des politiques de gestion du personnel de la BGD. Le Bureau possède un pouvoir délégué concernant les salaires, la négociation des salaires, la formation du personnel et l'établissement de modalités visant à recruter, retenir et motiver les employés. Les politiques en matière de gestion du personnel doivent également cadrer avec la politique générale de rémunération du secteur public et avec le Code de gestion de la fonction publique. En juin 2000, le BGD a reçu l'accréditation *Investors in People*.

1341. Les gestionnaires de la dette accordent une grande importance à la nécessité de contrôler le risque opérationnel, puisque celui-ci peut entraîner des pertes substantielles de fonds publics et ternir la réputation de ceux qui sont chargés de gérer la dette publique. Le BGD a élaboré un cadre de gestion permettant un suivi raisonnable du risque, ainsi que des méthodes de contrôle réfléchies visant à réduire le risque opérationnel (voir l'organigramme du BGD). La déclaration sur le contrôle interne (*Statement on Internal Control*, ou SIC) que l'on trouve dans le Rapport et les comptes annuels du BGD pour 2001-2002 ([\*DMO's Annual Report & Accounts \(ARA\) 2001-02\*](#)) (voir le site Internet du BGD) décrit l'approche du BGD concernant la gestion du risque opérationnel. Une unité de gestion du risque a été créée au sein du BGD. Un plan de continuité des opérations (*Business Continuity Plan*) est également en voie d'être élaboré avec la collaboration des principaux participants au marché monétaire pour atténuer l'impact que pourrait avoir un grave dérèglement des fondements du marché. Le comité d'audit du BGD, qui est présidé par un administrateur externe sans responsabilité opérationnelle, surveille régulièrement la gestion du risque et les contrôles internes du BGD pour déterminer s'ils sont adéquats.

## **B. Stratégie de gestion de la dette et cadre de gestion du risque**

### **Coordination avec les politiques budgétaire et monétaire**

1342. La séparation entre la gestion de la dette et la politique monétaire compte parmi les modifications de la conduite de la politique monétaire qui ont fait l'objet d'un avis public le 6 mai 1997 bien que l'objectif de gestion de la dette comporte toujours une référence à la politique monétaire. Il faut en effet s'assurer que les responsabilités de la Banque d'Angleterre au titre de la politique monétaire ne soient pas sapées par des décisions du BGD ou du Trésor (par exemple, un recours à la « planche à billets » pour combler les besoins de liquidités, ou des opérations du BGD sur le marché au comptant qui feraient interférence avec les opérations de la Banque sur le marché monétaire)<sup>114</sup>. Cette contrainte sur la gestion de la

---

<sup>114</sup> Le manuel du BGD intitulé *Exchequer Cash Management in the United Kingdom*, publié en février 2002, contient de plus amples informations sur l'interaction entre la gestion de la trésorerie et la politique monétaire du Royaume-Uni. On peut le consulter sur le site Internet du BGD.

dette correspond aux modifications à caractère institutionnel adoptées en 1997. Toutefois, l'examen de la gestion de la dette de 1995 mentionne que la gestion de la dette ne joue plus un rôle important dans la poursuite des objectifs de la politique monétaire<sup>115</sup>.

1343. La crédibilité de la politique budgétaire est renforcée par le cadre budgétaire<sup>116</sup> qui a été adopté en 1997, dans la foulée des réformes macroéconomiques mises en œuvre par le gouvernement actuellement en fonctions. De plus, le « Code de stabilité budgétaire » (1998) expose les principes sur lesquels reposent l'élaboration et la mise en œuvre de la politique budgétaire. La relation entre gestion de la dette et politique budgétaire fait l'objet d'un suivi continu. Prochainement, le Trésor rendra public une étude sur les rapports entre la politique budgétaire et la gestion de la dette. Cette étude portera notamment sur l'élaboration d'un système de surveillance du risque afférant aux éléments de l'actif et du passif et permettant de chiffrer les risques auxquels est exposée l'administration centrale dans son bilan. Une version préliminaire a été publiée dans le Rapport 2002-2003 sur la gestion de la dette et des réserves en anticipation de la publication de « L'ensemble des comptes publics » en 2005-2006. Il est question des autres risques liés aux passifs conditionnels de l'administration centrale dans les Énoncés supplémentaires (*Supplementary Statements*) qui accompagnent la publication des Comptes du Fonds consolidé et de la Caisse nationale de prêts (*Consolidated Fund and National Loans Fund Accounts*). On entend également donner plus d'ampleur à l'évaluation quantitative des risques qui sous-tendent ces passifs.

### **Cadre de gestion du risque**

1344. Comme déjà mentionné, l'examen de la gestion de la dette de 1995 (dans la version mise à jour quelques années plus tard) précise que le principal objectif de la politique de gestion de la dette du Royaume-Uni consiste à « autant que possible réduire à long terme le coût des besoins de financement du gouvernement en tenant compte du risque et en s'assurant que la gestion de la dette cadre avec les objectifs de la politique monétaire. » Cet objectif a été réaffirmé dans les rapports sur la gestion de la dette qui accompagnent chaque année les documents budgétaires publiés par le gouvernement. Du côté des coûts, les principaux éléments comprennent les coûts nominaux/flux monétaires enregistrés lors des emprunts; les coûts d'intérêt réels; la valeur actualisée accumulée/nette des coûts, qui

---

<sup>115</sup> On trouvera de plus amples informations dans: K.Alec Chrystal (ed.), "*Government Debt Structure and Monetary Conditions*," Banque d'Angleterre, 1999.

<sup>116</sup> On trouvera une étude approfondie du cadre budgétaire dans un document du Trésor intitulé, "[\*Analysing U.K. Fiscal Policy\*](#)," publié en 1999. Pour une analyse approfondie de l'évolution récente de la politique macroéconomique et financière, voir le document du Trésor intitulé "[\*Reforming Britain's Economic and Financial Policy— Toward Greater Economic Stability\*](#)," et publié en 2001.

comprend les variations du coût du capital au moment du remboursement; et les coûts d'émission, qui sont relativement peu élevés pour les émetteurs souverains.

1345. Ces coûts exposent le bilan de l'État à plusieurs risques qui ne sont pas aussi faciles à supprimer que ceux courus par le secteur privé puisque les pouvoirs publics n'ont pas l'habitude d'équilibrer leurs engagements financiers et leurs actifs financiers. Par conséquent, les risques doivent être considérés dans le contexte du bilan global de l'État et comprennent :

- *le risque de non-paiement* : le risque que le gouvernement ne parviendra pas à respecter ses engagements nominaux de trésorerie concernant le paiement des intérêts et l'amortissement;
- *le risque de refinancement* : le risque que le gouvernement ne pourra pas refinancer la dette venant à échéance en contractant de nouveaux emprunts (ou qu'il devra acquitter des frais de financement plus élevés);
- *le risque de flux de trésorerie* : le risque que les chocs de taux d'intérêt provoquent d'importantes fluctuations du service de la dette; et
- *le risque de l'évaluation du prix du marché/évaluation rétrospective* : le risque que le gouvernement regrette son choix d'instruments de financement en raison de chocs de taux d'intérêt réels ou nominaux.

1346. Étant donné la longévité du bilan de l'État et la durée relativement longue des emprunts qu'il est susceptible de contracter, il faut que les coûts et les risques se contrebalancent sur plusieurs années. Le portefeuille optimal de dette, composé de diverses catégories de titres et d'échéances, dépend surtout du genre de risque que les autorités budgétaires essaient de limiter et de leurs préférences concernant les coûts d'une stratégie d'atténuation du risque. L'accent peut être mis soit uniquement sur les variations des frais de service de la dette (lissage des liquidités/coût en risque), soit sur l'ensemble des dépenses publiques (lissage de la fiscalité). Si on choisit la deuxième voie, le rapport entre diverses variables économiques et leur impact sur le déficit annuel de l'État (par exemple, sur les recettes publiques et les rendements des actifs de l'État) doivent également être pris en considération.

### **Stratégie de gestion de la dette**

1347. En collaboration avec le BGD, le Trésor détermine les modalités des émissions prévues au cours de l'année à venir en tenant compte des besoins de financement et de diverses considérations afférentes aux coûts et aux risques. Cette structure comptable est décrite dans le Rapport annuel sur la gestion de la dette et des réserves (RGDR) : on y indique la proportion des besoins de financement devant être comblés par des émissions de bons du Trésor et l'importance relative de chaque catégorie d'obligations de premier ordre dans le programme d'émissions. En consultation avec le Trésor et les participants au marché, le BGD prend d'autres décisions concernant les instruments particuliers qui seront émis et le

moment de l'année où se feront les émissions. Des modifications importantes des prévisions budgétaires peuvent entraîner une révision du mandat. Le Rapport pré-budgétaire du Chancelier (qui est généralement rendu public en novembre) permet de réviser cette structure à la lumière des nouvelles prévisions économiques.

1348. La politique actuelle du gouvernement du Royaume-Uni consiste à émettre des titres de créance de diverses catégories. La durée moyenne modifiée du portefeuille des obligations de premier ordre est de 7,83 années (à fin décembre 2001), soit plus que la plupart des autres pays de l'OCDE. Cette caractéristique s'explique en partie par le souci de réduire le plus possible les risques de refinancement et de flux de trésorerie inhérents aux ratios dette/PIB élevés de l'après-guerre. Elle empêche également les opérations de financement du gouvernement d'influer sur le niveau des liquidités qu'exige la politique monétaire et, depuis quelques temps, a permis de satisfaire la forte demande des institutions pour des titres à longue échéance émis par les caisses de retraite du Royaume-Uni. Compte tenu de la structure d'amortissement relativement lissée de la dette, le coefficient de certitude des projections des frais de service de la dette est également passablement élevé. Une longue durée permet enfin d'amortir tout choc négatif sur la position budgétaire du gouvernement provenant du côté de l'offre.

1349. À fin décembre 2001, 24,6 % du portefeuille des titres de créance négociables était constitué d'obligations de premier ordre indexées et de bons du Trésor. Cette part est suffisamment importante pour que les variations des frais du service de la dette y affèrent atténuent l'impact sur le solde des finances publiques d'une chute subite de la demande globale. Les obligations indexées offrent également une protection contre un choc « nominal ». Les gouvernements qui se sont succédés au Royaume-Uni n'ont pas contracté d'emprunts en devises pour financer les besoins de financement intérieurs en temps de paix parce qu'ils ont estimé que le risque de change auquel de tels emprunts exposent le bilan de l'État n'est ni souhaitable ni rentable.

1350. Le Royaume-Uni a eu recours à des émissions de titres libellés en devises ces dernières années non pas pour combler des besoins de financement intérieurs mais pour accroître les réserves de devises. En émettant des titres libellés dans la devise dans laquelle il souhaitait détenir des actifs en monnaie étrangère, le Royaume-Uni s'est donné les moyens de se protéger contre le risque de change. Toutefois, suite au développement du marché des swaps, la monnaie dans laquelle une dette est émise n'est plus nécessairement la même que la monnaie de libellé des avoirs. C'est l'optimisation des ressources qui doit primer lorsqu'il s'agit de déterminer s'il vaut mieux financer les réserves de change par une émission obligataire libellée en livres sterling dont le produit est ensuite troqué contre une devise, ou par une émission obligataire en monnaie étrangère.

1351. L'administration effectue d'autres études concernant la gestion du risque et cherche à déterminer la tolérance de certaines caractéristiques de lissage de diverses structures d'endettement à des chocs économiques ou à des conjonctures particulières. On espère ainsi

établir les paramètres d'un portefeuille optimal d'endettement en fonction desquels pourraient être évaluées une stratégie d'émission et sa performance à long terme.

1352. Le rapport du Comité spécial du Trésor sur la gestion de la dette et de la trésorerie<sup>117</sup> recommande « que le Trésor envisage d'adopter une méthode de gestion de la dette fondée sur des repères...ce qui permettrait d'évaluer avec précision les coûts et les risques auxquels se heurte le BGD et de publier les résultats dans les documents budgétaires du gouvernement. » Dans sa réponse au Comité, le gouvernement a admis qu'il était souhaitable de soumettre l'évaluation de la performance à une plus grande transparence, mais à la condition que celle-ci ne compromette pas les autres objectifs stratégiques de la gestion de la dette. Par ailleurs, il s'est montré très réservé quant à la possibilité de respecter cette exigence. L'objectif du BGD n'a pas été transformé en une cible chiffrée ou en un ensemble de données repères, et ce pour quatre raisons :

- la réduction maximale des charges d'intérêt sur une courte période pourrait se traduire par des comportements opportunistes, ce qui compromettrait la poursuite de l'objectif à long terme. (Une gestion non opportuniste de la dette cherche à réduire la prime de risque à long terme, laquelle se reflète dans le rendement des obligations de premier ordre);
- il est délicat de décider du risque de taux d'intérêt que l'Échiquier acceptera dans son portefeuille d'engagements (puisque le portefeuille en question n'a pas comme contrepartie un portefeuille d'actifs financiers);
- aucune donnée repère n'échappe à l'influence des mesures prises par le BGD à titre d'émetteur exclusif des obligations du gouvernement du Royaume-Uni; toute donnée repère peut donc, jusqu'à un certain point, être modifiée par les décisions du BGD;
- soucieux de maintenir une séparation entre la conduite de la politique monétaire et la gestion de la dette et de la trésorerie, le BGD et le Trésor ne veulent pas que le marché les associe à une vision à court terme des variations de taux d'intérêt.

1353. Le BGD ne cherche pas à gérer la dette dans l'espoir de tirer parti d'anticipations des variations de taux d'intérêt et de taux de change qui diffèreraient de celles du marché. Une telle attitude risquerait d'entraîner des pertes financières et de jeter un froid sur les marchés tout en donnant l'impression d'un conflit avec les politiques monétaire et budgétaire. Elle accroîtrait aussi l'incertitude au sein des marchés.

1354. Toutefois, le programme de financement arrêté chaque année par le Trésor repose sur certaines hypothèses concernant la durée de la dette, lesquelles correspondent aux paramètres que le BGD doit respecter.

---

<sup>117</sup> Le document intitulé "[Government's Cash and Debt Management](#)" (HC 154) («Gestion de la dette publique et de la trésorerie») a été publié le 22 mai 2000. On y trouve une description exhaustive des méthodes de gestion de la dette publique et de gestion de trésorerie, ainsi qu'un compte-rendu des témoignages de fonctionnaires et de témoins experts.

## **Développement des marchés de titres publics**

1355. Depuis l'examen exhaustif de gestion de la dette de 1995, les méthodes d'émission ont évolué, la gamme des titres de créance a été élargie et les marchés de titres de créance ont subi de nombreuses modifications structurelles. L'objectif global des réformes a été de réduire le coût des emprunts publics sur le long terme tout en tenant compte de facteurs exogènes et endogènes qui influent sur le marché de la dette du Royaume-Uni. Depuis quelques années, ces facteurs comprennent les excédents budgétaires, l'essor rapide du marché britannique des obligations industrielles, certains changements de nature institutionnelle (notamment ceux concernant les caisses de retraite) et les progrès technologiques de plus en plus rapides. Autant de changements qui ont renforcé les systèmes, les structures de marché et les instruments de dette partout dans le monde.

1356. Le BGD demeure engagé dans un processus de réforme. Un de ses objectifs consiste « à effectuer ses opérations de marché et à entretenir des rapports constants avec les organes de réglementation et d'autres organismes en vue de promouvoir le fonctionnement ordonné et efficace des marchés et la liquidité du marché des obligations de premier ordre ». Toutes les modifications relatives au fonctionnement du marché ont fait l'objet de consultations approfondies auprès des intervenants et d'autres parties prenantes. On a voulu faire en sorte que ces modifications soient généralement acceptées et prévisibles.

## **Transparence des émissions**

1357. Bien qu'il soit difficile d'en chiffrer les avantages, toute amélioration de la transparence et de la prévisibilité devrait se traduire par une baisse des frais liés à l'incertitude du marché (la « prime d'incertitude de l'offre »). La prévisibilité doit également permettre aux investisseurs de planifier et d'investir plus efficacement (puisqu'ils connaissent les dates d'émission des obligations et leurs échéances), ce qui devrait réduire la prime du risque de liquidité. Cela est particulièrement vrai dans le cas du Royaume-Uni où les titres de créance publics représentent une part relativement importante du marché des instruments à taux fixe et où la participation du gouvernement à des opérations de marché à caractère opportuniste influencerait sensiblement sur l'évolution du marché.

1358. Le programme d'emprunts du gouvernement pour l'année à venir est décrit dans le rapport de gestion de la dette publié chaque année par le Trésor à l'occasion de la présentation du budget, généralement en mars<sup>118</sup>. Le rapport expose les besoins financiers, les prévisions concernant les ventes d'obligations de premier ordre, leur ventilation selon les

---

<sup>118</sup> Le Rapport sur la gestion de la dette (*Debt Management Report*) a d'abord été publié en 1995-1996. Il a été ré baptisé « Rapport sur la gestion de la dette et des réserves » (*Debt and Reserves Management Report*) en 2001-2002 car on y présentait alors pour la première fois le cadre annuel de gestion des réserves officielles de change.

échéances et les catégories d'instruments, le calendrier des adjudications d'obligations au cours de l'exercice financier ainsi que les ventes projetées de titres à court terme, dont les bons du Trésor (voir ci-dessous). Le BGD publie également à la fin de chaque trimestre un calendrier des adjudications indiquant les dates d'adjudication du prochain trimestre et la nature des obligations devant être émises. Généralement, huit jours civils avant l'adjudication, l'encours des titres à adjuger fait l'objet d'un avis public (s'il ne s'agit pas d'un refinancement, l'avis donne également des informations concernant les coupons). Le titre est alors coté à la Bourse de Londres, ce qui marque le début des « transactions conclues avant émission » (« *When-issued* » *trading* dans le jargon de la City). (Il s'agit de transactions non officielles à terme sur les titres devant être offerts lors de l'adjudication. Les transactions conclues avant émission sont réglées à la date de règlement de l'adjudication et le processus permet la découverte du prix à l'approche de l'adjudication).

1359. Les teneurs de marché (voir ci-dessous) et les groupes d'investisseurs sont consultés pendant l'élaboration de ces projets (et aussi avant que le BGD ne rende public le calendrier des adjudications du prochain trimestre).

1360. Hormis des cas exceptionnels, les obligations de premier ordre sont maintenant émises uniquement par voie d'adjudication. Le BGD conserve la liberté de racheter ou d'émettre avec un court préavis des quantités d'obligations de premier ordre inférieures à celles prévues (par émission « au robinet ») uniquement lorsque des considérations de gestion du marché l'exigent. Les rachats peuvent être effectués soit bilatéralement, soit par enchère inversée. Le BGD effectue en outre diverses opérations de gestion de marché, comme les conversions ou les substitutions de titres particuliers et les mises en pension, qui sont généralement neutres en regard des besoins financiers du gouvernement. Une mise en pension est une transaction consiste à vendre un titre en s'engageant à le racheter à un prix et à une date prédéterminés. En juin 2000, le BGD a créé un dispositif permanent non-discretionnaire de pensions permettant au BGD de créer sur demande une catégorie d'obligations destinée à une mise en pension afin de gérer les dérèglements réels ou éventuels du marché des pensions (voir ci-dessous). La transparence est accrue grâce à une coordination étroite avec les intervenants sur le marché et aux règles concernant les avis publics et la publication des données<sup>119</sup>.

### **Opérations et instruments de portefeuille**

1361. Le marché des valeurs du Royaume-Uni comprend toute une gamme de titres de créance, y compris les bons du Trésor, les obligations ordinaires, les obligations à deux dates,

---

<sup>119</sup> On trouvera de plus amples informations concernant ces instruments et les opérations y afférant en consultant le [Gilt Operational Notice](#) et le [Cash Operational Notice](#) sur le site Internet du BGD.

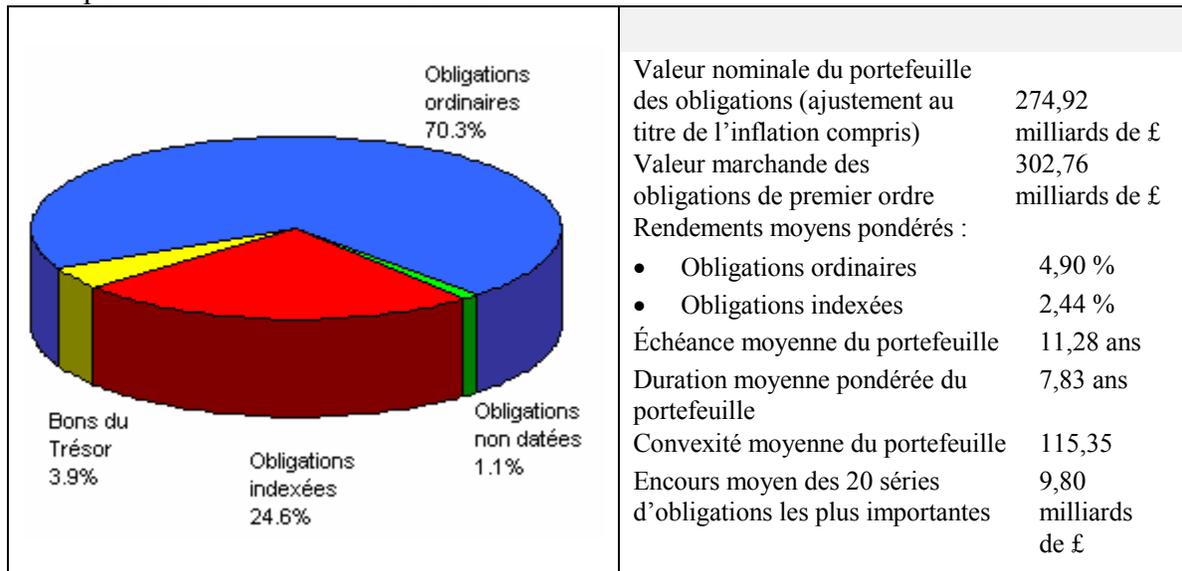
les obligations non datées, les obligations indexées et les obligations démembrées<sup>120</sup>. Les tableaux qui suivent indiquent la répartition du portefeuille et les principales catégories de détenteurs.

### Bons du Trésor

1362. Le BGD s'est vu confier la responsabilité intégrale de la gestion de la trésorerie de l'Échiquier le 3 avril 2000<sup>121</sup>. Le transfert de la gestion de la trésorerie au BGD qui, initialement, avait été prévu pour octobre 1998, a été retardé pour des raisons techniques et administratives (notamment les inquiétudes concernant le fonctionnement des systèmes lors du passage à l'an 2000).

### Portefeuille de la dette au 31 décembre 2001

#### Composition de l'encours de la dette



Source: Revue trimestrielle du BDG (*DMO Quarterly Review*) (octobre-décembre 2001).

<sup>120</sup> On trouvera de plus amples informations concernant ces instruments et les opérations y afférant en consultant le [Gilt Operational Notice](#) et le [Cash Operational Notice](#) sur le site Internet du BGD.

<sup>121</sup> Le manuel du BGD intitulé *Exchequer Cash Management in the United Kingdom* (Gestion de la trésorerie de l'Échiquier au Royaume-Uni) février 2002 offre de plus amples informations sur les opérations de trésorerie et peut être consulté sur le site Internet du BGD.

Répartition des obligations de premier ordre à fin décembre 2001  
(Valeurs marchandes)

	Fin décembre 2001 (en milliards de £)	Pourcentage
Sociétés d'assurance et caisses de retraite	183,7	63
Banques et mutuelles d'épargne et de construction	3,1	1
Autres établissements financiers	29,6	10
Ménages	18,8	6
Obligations détenues par le secteur public 1/	4,4	2
Obligations détenues par des étrangers	53,4	18
<b>Total</b>	<b>292,9</b>	<b>100</b>

Source: Bureau des statistiques nationales (*Office for National Statistics*).

1/ Administrations locales, sociétés publiques et organismes à but non lucratif. Ne tient pas compte des obligations détenues par l'administration centrale.

1363. Lorsqu'il s'occupe de la gestion de la trésorerie, le principal objectif stratégique du BGD est de « contrebalancer, par le biais de ses opérations sur le marché, les entrées et les sorties de fonds de la Caisse nationale de prêts (*National Loans Fund* ou *NLF*)<sup>122</sup> chaque jour ouvrable et ce, de manière économique et en tenant compte de la gestion du risque de crédit. »<sup>123</sup> Un des objectifs du BGD est de faire en sorte que ses interventions ne bouleversent pas le marché ou la configuration des transactions. C'est pourquoi le BGD est preneur de prix lorsqu'il effectue des opérations bilatérales. Le BGD doit également tenir compte des contraintes opérationnelles que la poursuite des objectifs de politique monétaire impose à la Banque d'Angleterre.

1364. Pour atteindre ses objectifs de gestion de trésorerie, le BGD recourt principalement à des adjudications hebdomadaires de bons du Trésor reposant sur la confrontation des offres d'achat, à des opérations bilatérales avec ses contreparties et, enfin, à des opérations de mise en pension ou de prise en pension.

1365. Les adjudications de bons du Trésor ont généralement lieu le dernier jour ouvrable de chaque semaine, le règlement des opérations se faisant le jour ouvrable qui suit. Après le dernier appel d'offres à la fin de chaque trimestre civil, le BGD émet un communiqué indiquant les échéances des bons du Trésor qui seront adjugés chaque semaine du prochain

<sup>122</sup> Il s'agit du compte consolidé de toutes les opérations de prêts et d'emprunts du gouvernement.

<sup>123</sup> L'objectif stratégique en matière de gestion du risque est défini dans un mandat intitulé « *Exchequer Cash Management Remit* » (Mandat de gestion de la trésorerie de l'Échiquier), apparaissant dans le rapport du Trésor intitulé « *Debt & Reserve Management Report 2002-03* » (Rapport 2002-2003 sur la gestion de la dette et des réserves) (mars 2002).

trimestre. Les montants précis et les échéances des bons offerts chaque semaine sont précisés dans un avis public une semaine avant l'adjudication.

1366. Le 5 octobre 2001, le BGD a modifié le processus d'adjudication des bons du Trésor afin de pouvoir augmenter sensiblement le nombre de titres émis. C'est dans ce contexte que le BGD a été amené à agréer divers spécialistes en valeurs du Trésor. Il s'agit de banques ou d'établissements financiers ayant pris l'engagement de soumettre des offres au nom d'autres parties lors des adjudications de bons du Trésor, sous réserve de leur propre diligence raisonnable et de leurs propres contrôles. À la demande de leurs clients, les spécialistes en valeurs du Trésor achètent et vendent également des bons du Trésor sur le marché secondaire. Les contreparties du BGD en matière de gestion de trésorerie et quelques participants au marché de gros ayant établi un système d'offres téléphoniques avec le BGD sont également autorisés à participer aux adjudications de bons du Trésor sans recourir à un intermédiaire.

1367. Le BGD publie les résultats des adjudications sur son service télégraphique. Il indique en même temps les montants offerts pour chaque échéance lors de la prochaine adjudication, ainsi que quelques données concernant les adjudications spéciales qui auront lieu au cours de la semaine suivante.

1368. Il arrive aussi que le BGD émette des bons du Trésor à échéance plus courte (jusqu'à 28 jours) lors d'adjudications spéciales. Ces adjudications permettent au BGD de lisser les mouvements de trésorerie de l'Échiquier, ce qu'il n'arrive pas toujours à faire dans le cadre du programme d'adjudications régulier.

### **Obligations de premier ordre**

1369. Les obligations ordinaires sont la forme la plus simple d'obligations publiques et constituaient 70,3 % du portefeuille de la dette à fin décembre 2001. Il y a huit séries d'obligations non datées qui sont toujours en circulation et elles représentent 1 % du portefeuille de la dette. Elles peuvent être amorties à tout moment mais, étant donné leur ancienneté, la valeur de leurs coupons est faible et il n'est pas dans l'intérêt du gouvernement de les rembourser. La plus récente série d'obligations à taux variable [dont le coupon correspondait au *Libid* (taux interbancaire offert à Londres) a été remboursée à l'échéance prévue, soit en juillet 2001]. Pour éviter les fluctuations périodiques de prix liées aux dates de paiement des coupons, le cours des obligations est maintenant coté sur une base nette, c'est-à-dire sans tenir compte des intérêts courus, bien que le cours brut (incluant les intérêts courus) soit utilisé pour les offres de conversion (voir ci-dessous).

1370. Le gouvernement du Royaume-Uni a été un des premiers à émettre des obligations indexées puisque sa première émission de ce genre remonte à 1981. Les obligations indexées représentent maintenant environ 25 % du portefeuille des titres publics.

### **Obligations démembrées (*Strips*)<sup>124</sup>**

1371. Le marché britannique des obligations démembrées s'est ouvert le 8 décembre 1997. Le mot anglais « *strips* » est l'acronyme de *Separately Traded and Registered Interest and Principal Securities* (Titres dont le principal et les intérêts sont négociés et enregistrés séparément). Le démembrement d'une obligation consiste en quelque sorte à morceler l'obligation en flux monétaires distincts qui peuvent être négociés séparément comme des obligations à coupon zéro. Certaines obligations de premier ordre ne peuvent pas être démembrées (voir ci-dessous) bien que l'objectif du BGD soit de faire en sorte que toutes les nouvelles obligations puissent l'être. Le marché des instruments démembrés a été créé pour permettre aux investisseurs de :

- rapprocher le plus possible les flux monétaires de leurs actifs (instruments démembrés) et ceux de leurs engagements (par exemple, les annuités);
- prendre diverses catégories de risques d'investissement; et
- établir une plus grande similitude entre la gamme des produits offerts sur le marché britannique et celle des produits offerts sur les autres grands marchés, comme les marchés américain, japonais, allemand et français.

1372. Du point de vue de l'émetteur, un marché d'instruments démembrés peut donner lieu à une légère baisse des coûts de financement si le marché est prêt à acquitter une prime pour les titres « susceptibles de démembrement ». Le 28 septembre 2001, on comptait 11 émissions d'obligations relevant de cette catégorie et leur encours (nominal) s'établissait à 115,18 milliards de livres. La part de ce total ayant fait l'objet d'un démembrement correspondait à 2,4 milliards de livres. Toutes les émissions ont des dates de paiement de coupon alignées. Cela signifie que les coupons provenant de diverses obligations susceptibles d'être démembrés sont fongibles lorsqu'ils sont négociés sur le marché des instruments démembrés. Toutefois, les coupons et obligations démembrés qui sont remboursés le même jour ne sont pas fongibles. Bref, une obligation particulière ne peut pas être reconstituée en substituant à la composante principal un coupon démembré ayant la même échéance. Cette caractéristique protège l'ampleur de chaque émission et, du même coup, l'intégrité de divers indices repères.

1373. Les dates de coupon des premières séries de titres susceptibles de démembrement étaient le 7 décembre et le 7 juin; cependant, en 2001, le BGD a émis deux nouvelles séries ordinaires dont les dates de coupon sont le 7 mars et le 7 septembre. Ces séries peuvent être

---

<sup>124</sup> On trouvera une description exhaustive du marché des obligations démembrées dans l'aide-mémoire intitulé *Issue, Stripping and Reconstitution of British Government Stock* (Émission, démembrement et reconstitution de l'encours du gouvernement britannique), juillet 2000, sur le site Internet du BGD.

démembrées depuis avril 2002. La deuxième série de dates de coupon a été adoptée pour éviter une trop grande concentration des flux monétaires sur deux jours de l'année.

1374. Bien que n'importe qui puisse négocier ou détenir des titres démembrés, seuls les spécialistes en valeurs du Trésor ou teneurs de marché d'obligations de premier ordre (voir ci-dessous), le BGD et la Banque d'Angleterre peuvent démembrer (ou reconstituer) une obligation par le biais du système de règlement CREST. Les spécialistes en valeurs du Trésor sont obligés de tenir un marché des instruments démembrés.

1375. Le marché des obligations démembrées a enregistré une croissance relativement lente depuis sa création. Cette lenteur s'explique en partie par la nécessité pour les administrateurs des caisses de retraite d'autoriser leurs gestionnaires à investir dans des titres démembrés, ainsi que par l'inversion de la courbe des rendements peu après la création de ce marché, inversion qui a eu pour conséquence de faire paraître les instruments démembrés relativement coûteux par rapport aux obligations ordinaires. Le traitement fiscal des instruments démembrés a aussi freiné la demande des petits épargnants. En effet, les plus-values et les moins-values y afférentes sont imposées chaque année, et ce même si leurs détenteurs ne reçoivent aucun paiement ou remboursement pendant l'année. Toutefois, comme les instruments démembrés intégrés à certains produits d'épargne sont exonérés, il y a tout lieu de croire que les freins fiscaux qui ont limité les placements des particuliers dans ces instruments disparaîtront progressivement.

### **Les spécialistes en valeurs du Trésor**

1376. Le marché des obligations publiques du Royaume-Uni est essentiellement un marché de spécialistes en valeurs du Trésor. À la fin de décembre 2001, 16 maisons de courtage étaient agréées par le BGD comme teneurs de marché d'obligations de premier ordre. Chaque spécialiste en valeurs du Trésor est membre de la Bourse de Londres et assume certaines obligations à titre de teneur de marché pour avoir droit aux avantages que procure ce titre.

1377. Grosso modo, un spécialiste en valeurs du Trésor est tenu de participer au programme d'émission d'obligations de premier ordre du BGD, de proposer sur demande des cours acheteurs/cours vendeurs pour tous les titres non indexés et tous les titres non résiduels et de fournir des informations au BGD sur la conjoncture du marché. Le 28 septembre 2001, 10 des 16 spécialistes en valeurs du Trésor agréés étaient également agréés comme teneurs de marché d'obligations indexés. Leurs obligations à titre de teneur de marché s'appliquent aux obligations indexées.

1378. Les spécialistes en valeurs du Trésor possèdent certains privilèges. Lors d'adjudications d'obligations ou d'émissions « au robinet », ils sont les seuls à pouvoir soumettre, pour leur propre compte ou pour celui de leurs clients, des offres concurrentielles par téléphone. Ils disposent d'un accès exclusif à un processus d'appels d'offres non concurrentielles lors des adjudications et sont les seuls maisons de courtage autorisées à négocier ou à substituer des titres sur les écrans de cotation. Ils sont aussi les seuls à pouvoir

démembrer et reconstituer des obligations de premier ordre. Ils sont invités à des séances de consultations trimestrielles avec le BGD<sup>125</sup> (ce qui leur permet de donner des avis sur les montants qui devraient être adjugés lors du prochain trimestre et de discuter d'autres questions concernant le marché). Ils détiennent aussi un accès exclusif aux écrans des courtiers intermédiaires (voir ci-dessous). Enfin, toutes les opérations effectuées par le BGD à des fins de gestion de la trésorerie sont toujours effectuées par des spécialistes en valeurs du Trésor.

1379. Depuis le début de 2002, les spécialistes en valeurs du Trésor sont tenus de proposer des cours acheteurs/cours vendeurs aux autres spécialistes en valeurs du Trésor pour un ensemble limité d'émissions de référence. Ces cours doivent être proposés de manière quasi-continue sur les écrans du BGD. Cette nouvelle exigence a pour objet d'accroître la liquidité du marché intra- spécialistes en valeurs du Trésor au profit de l'ensemble du marché secondaire des obligations de premier ordre.

### **Courtiers intermédiaires d'obligations de premier ordre**

1380. À fin décembre 2001, il y avait trois courtiers intermédiaires spécialisés dans les obligations de premier ordre opérant sur le marché de ces obligations. Leur clientèle est limitée aux spécialistes en valeurs du Trésor. Leur principale fonction consiste à assurer une certaine liquidité sur les marchés secondaires en permettant aux spécialistes en valeurs du Trésor de se départir anonymement de certaines quantités d'obligations de premier ordre acquises dans l'exercice de leur rôle de teneurs de marché. Presque tous les échanges entre spécialistes en valeurs du Trésor se font par le biais d'un courtier intermédiaire. Les spécialistes en valeurs du Trésor qui ne sont pas agréés pour les obligations indexées n'ont pas accès aux écrans de titres indexés.

1381. Chaque courtier intermédiaire est enregistré auprès de la Bourse de Londres et agréé par le BGD. Celui-ci surveille ce segment du marché en permanence pour s'assurer que tous les spécialistes en valeurs du Trésor ont accès aux services d'un courtier intermédiaire sans crainte de discrimination et que la structure des teneurs de marché est bien appuyée par les dispositifs des courtiers intermédiaires. Ceux-ci sont également assujettis à des règles de déontologie particulières promulguées par la Bourse de Londres. Par exemple, ils n'ont pas le droit de prendre des positions principales ou de diffuser des informations concernant le marché à des intervenants autres que les spécialistes en valeurs du Trésor.

---

<sup>125</sup> Le BGD tient également des réunions trimestrielles avec les représentants des investisseurs opérant sur le marché secondaire. Les procès-verbaux des réunions peuvent être consultés peu après leur conclusion sur le site Internet du BGD. En outre, chaque année, en janvier, le Secrétaire économique du Trésor rencontre les deux groupes en vue de l'élaboration du mandat annuel publié en mars.

### **Méthodes utilisées pour l'émission d'obligations de premier ordre**

1382. Pour émettre des obligations dans le cadre de ses opérations officielles de financement, le gouvernement n'a recours qu'à une seule méthode, à savoir les adjudications. Toutefois, le gouvernement se réserve le droit d'émettre « au robinet » ou de mettre en pension des obligations indexées ou des obligations ordinaires pour gérer le marché. Le fait que les modalités du programme d'adjudication soient connues à l'avance montre que les autorités accordent beaucoup d'importance à la transparence et à la prévisibilité des émissions.

1383. Les obligations de premier ordre sont adjudgées selon deux méthodes :

- les obligations ordinaires sont émises dans le cadre d'une adjudication à prix multiples; et
- les obligations indexées sont adjudgées à un prix uniforme.

1384. La nécessité de recourir à deux méthodes s'explique par la nature différente des risques courus par les soumissionnaires.

1385. Le risque primaire des obligations ordinaires est considéré comme relativement faible. Comme des obligations semblables sont déjà négociées sur le marché, la détermination du prix ne soulève pas de difficultés particulières (ou, s'il s'agit de l'émission d'une nouvelle quantité d'obligations déjà en circulation, on dispose d'informations concernant leur prix); on peut aussi couvrir ses positions en recourant à des contrats à terme; et le marché secondaire est relativement liquide. Bref, les soumissionnaires savent comment le marché évalue les obligations offertes et il n'y a donc pas de raison particulière pour qu'ils veuillent limiter leur participation à l'adjudication. Une adjudication à prix multiples réduit également le risque de collusion entre soumissionnaires.

1386. En revanche, les positions prises sur des obligations indexées ne peuvent pas être couvertes aussi facilement que celles concernant des obligations ordinaires. Le marché secondaire des obligations indexées n'est pas non plus aussi liquide que celui des obligations ordinaires. Ces deux facteurs augmentent l'incertitude liée aux adjudications d'obligations indexées et peuvent alourdir la « malédiction du gagnant » pour les soumissionnaires dont l'offre a été acceptée — du fait qu'ils ont proposé un prix élevé alors que le reste du marché a proposé un prix faible. Les adjudications à prix uniforme réduisent donc cet élément d'incertitude et favorise une plus grande participation. De plus, une émission de titres indexés comporte généralement moins de titres qu'une émission de titres ordinaires de sorte qu'il est plus difficile de déterminer le prix de la première que celui de la deuxième.

1387. Les spécialistes en valeurs du Trésor peuvent également participer à un processus d'appels d'offres non concurrentielles fondé sur les deux approches décrites ci-dessus. Ils peuvent soumettre une offre non concurrentielle jusqu'à concurrence de 0,5 % de l'encours offert dans une adjudication d'obligations ordinaires. La proportion de l'encours que peut

espérer obtenir chaque teneur de marché d'obligations indexées lors d'une adjudication de titres indexés est fonction de sa performance au cours des trois adjudications précédentes.

1388. Le BGD répartit à son gré les obligations entre les divers soumissionnaires. Dans certaines circonstances exceptionnelles, le BGD peut décider de ne pas adjuger toutes les obligations initialement mises aux enchères, par exemple lorsque les offres reçues correspondent à des prix tellement inférieurs au niveau du marché qu'elles sont jugées inacceptables. En outre, le BGD peut refuser d'attribuer un lot d'obligations à un soumissionnaire particulier s'il estime que le fait de le lui attribuer risque de provoquer une distorsion au sein du marché. En général, les soumissionnaires gagnants, qu'il s'agisse de spécialistes en valeurs du Trésor ou d'investisseurs finals, ne doivent pas escompter obtenir pour leur propre compte plus de 25 % du montant que l'on se propose d'adjuger (sans tenir compte de la position à découvert du spécialiste en valeurs du Trésor sur le marché des « transactions conclues avant émission » ou des obligations semblables) dans le cas des obligations ordinaires, et plus de 40 % dans le cas des obligations indexées.

### **Émissions « au robinet »**

1389. Ce n'est que pour des considérations de gestion de marché, dans une conjoncture de demande temporaire excédentaire visant une catégorie particulière de titres ou un secteur particulier, que le BGD a recours à des émissions « au robinet » d'obligations ordinaires ou indexées.

### **Offres de conversion et adjudications de substitution**

1390. En plus des opérations décrites ci-dessus, il arrive que le BGD émette des obligations par le biais d'une offre de conversion ou d'une adjudication de substitution où les détenteurs d'obligations se voient offrir la possibilité de convertir les obligations qu'ils détiennent ou de les remplacer par d'autres selon un taux de conversion correspondant au prix du marché des obligations en question. Dans un cas comme dans l'autre, ces opérations ont pour objet de :

- accroître l'encours des nouvelles obligations de référence plus rapidement que l'on ne pourrait le faire si on avait recours uniquement à des adjudications. Il s'agit là d'un élément particulièrement important dans une conjoncture où les émissions sont peu nombreuses; et
- concentrer la liquidité sur l'ensemble de la courbe des rendements des obligations de premier ordre en réduisant le nombre de séries d'obligations de faible ampleur à coupon élevé et en les intégrant à des séries de plus grande ampleur à coupon courant et dont l'échéance est à peu près la même.

1391. Les obligations admissibles à une conversion ont généralement une échéance résiduelle de cinq ans ou plus et la valeur nominale de leur encours est inférieure à 5,5 milliards de livres. En outre, les offres de conversion ne sont pas faites dans le cas d'une

série d'obligations reconnue comme « la moins chère à honorer » (*cheapest-to-deliver*) ou qui est susceptible de le devenir, et ce pour quelque contrat à terme que ce soit.

1392. Les modalités de prix de toute offre de conversion sont déterminées par le BGD. Celui-ci utilise son propre modèle de courbe de rendements pour établir un ratio de référence concernant l'offre. Le BGD ajuste ensuite (à son gré) ce ratio pour tenir compte de la cherté ou de l'absence de cherté des obligations que l'on veut remplacer et de celles qu'on veut leur substituer. Les offres de conversion demeurent ouvertes pendant trois semaines à compter de la date où l'avis initial du ratio du prix brut fixé est annoncé.

1393. Les détenteurs d'obligations sont libres d'accepter ces offres. Ils peuvent décider de conserver leurs titres bien que le marché sur lequel ils sont négociés risque de devenir moins liquide (et la baisse du volume des échanges peut avoir un effet négatif sur les prix) si la plupart des autres détenteurs décident de convertir les leurs. Si l'encours d'une série d'obligations diminue au point où l'existence d'un marché avec cours acheteurs/cours vendeurs est compromise, le BGD peut, si un spécialiste en valeurs du Trésor le lui demande, offrir un prix de son choix pour les obligations. De plus, le BGD assouplirait les obligations de teneur de marché auxquelles seraient assujettis les spécialistes en valeurs du Trésor détenant ces titres « en reste ». Si une série d'obligations vient à être considérée comme relevant d'une telle catégorie, le BGD publie un avis à cet égard.

1394. Depuis 2000, on a également recours à des adjudications de substitution dont l'objectif est de :

- permettre au BGD de lisser la structure d'amortissement des obligations de premier ordre en offrant aux détenteurs de troquer des titres à très court terme dont l'encours est élevé contre des titres de référence à cinq ans (ou d'autres titres à court terme); et
- permettre aux gestionnaires de fonds indiciaires de substituer des titres de longue échéance à des obligations qui sont sur le point de passer d'une catégorie d'échéance à une autre, ce qui contribue à la stabilité du marché.

1395. Ne peut faire l'objet d'une adjudication de substitution qu'une proportion d'une série d'obligations dont l'ampleur est trop importante pour qu'elle puisse se prêter à une offre de conversion. Le BGD fait en sorte que le montant de l'encours initial qui demeure en circulation après l'adjudication de substitution soit suffisant pour garantir la liquidité et la viabilité du marché. C'est pourquoi le BGD n'autorise pas d'adjudication de substitution si celle-ci risque de réduire l'encours (nominal) d'une série d'obligations ordinaires à moins de 4,5 milliards de livres. Ce genre d'adjudication est possible uniquement lorsque deux séries d'obligations (celle que l'on substitue et celle que l'on remplace) ont des échéances qui se situent à l'intérieur d'une même fourchette, bien que les fourchettes se chevauchent (court terme et très court terme : 0 à 7 ans; moyen terme : 5 à 15 ans; long terme : 14 ans et plus). En outre, le BGD ne saurait autoriser une adjudication qui permettrait à des détenteurs d'une portion d'une série d'obligations considérée comme « la moins chère à honorer », ou qui est susceptible de le devenir, de les remplacer par des contrats à termes « actifs » visant des

obligations de premier ordre. Toutefois, le BGD pourrait autoriser une opération de substitution en faveur de telles obligations.

1396. Sont admis aux adjudications de substitution tous les détenteurs des obligations visées, bien que les détenteurs qui ne sont pas des spécialistes en valeurs du Trésor doivent recourir aux services de ces derniers pour y participer. Les adjudications reposent sur la règle de la concurrence : les adjudicataires se voient attribuer des obligations aux prix qu'ils ont offerts. Il n'y a pas d'adjudication non concurrentielle et le BGD ne fixe pas de prix minimum.

1397. Les mêmes principes s'appliquent dans le cas des adjudications de substitution de titres indexés sous réserve des exceptions suivantes. Premièrement, ces adjudications n'ont lieu que lorsque les deux titres (celui que l'on veut remplacer et celui qui s'y substituerait) ont une échéance résiduelle de plus de 4 ans et demi et que les obligations que l'on veut remplacer n'ont pas été adjudgées au cours des derniers six mois. Deuxièmement, la valeur (nominale) d'une adjudication de substitution de titres indexés se situe dans une fourchette variant entre 250 millions de livres et 750 millions de livres (en titres que l'on veut remplacer); et le BGD n'autorise pas d'adjudication de substitution si celle-ci risque de réduire l'encours des titres indexés (après l'adjudication) à un niveau inférieur à 1,5 milliard de livres. Troisièmement, toutes les adjudications s'effectuent à prix uniforme : toutes les offres gagnantes sont servies au même prix. Lorsque les prix proposés par un spécialiste en valeurs du Trésor sont au-dessus de ce prix, celui-ci recevra des titres à concurrence du montant total de son offre, mais les montants alloués aux soumissionnaire d'offres au prix d'exercice peuvent être réduits. Les résultats publiés incluent le prix commun d'attribution; le taux de proportionnalité à ce prix; le rendement réel équivalant à ce prix (et le taux d'inflation utilisé pour effectuer ce calcul) et le ratio soumissions reçues/montant offert (taux de couverture). À fin 2001, on ne comptait qu'une seule adjudication de substitution de titres indexés.

### **Mises en pension**

1398. Le marché des pensions a été créé en janvier 1996. Après 1986 existait un marché limité des emprunts de titres où les spécialistes en valeurs du Trésor (et les maisons de réescompte pour les effets à courte échéance) étaient autorisés à couvrir des positions *à découvert* en empruntant des titres sur le marché du crédit et où des prêteurs agréés étaient autorisés à prêter des titres. Toutefois, la mise en place d'un marché entièrement libre des pensions a permis aux intervenants sur le marché d'emprunter ou de prêter plus facilement des obligations de premier ordre. La liquidité du marché s'en est trouvée accrue et il est maintenant plus facile de financer des positions. Selon un sondage effectué par la Banque d'Angleterre, la taille du marché des pensions en novembre 2001 était de 130 milliards de livres (ce qui équivaut à un quart du marché monétaire de la livre sterling à l'époque), sans parler des prêts de titres, dont la valeur était de 48 milliards de livres.

1399. Les pensions représentent maintenant la majorité des opérations monétaires de la Banque d'Angleterre et une part importante des activités du BGD afférentes à la gestion des flux monétaires de l'Échiquier. On estime que les pensions représentent maintenant environ la moitié des opérations au jour le jour sur le marché monétaire de la livre. Les interventions sur le marché des pensions doivent respecter les règles décrites dans un code de déontologie (*Gilt Repo Code of best practice*) publié par le Comité des pensions et des prêts de titres (*Stock Lending and Repo Committee*) présidé par la Banque d'Angleterre (et dont la version la plus récente remonte à août 1998).

1400. Le BGD peut créer des titres et les mettre en pension auprès de teneurs de marché ou auprès d'autres contreparties en vertu d'une facilité spéciale de pension si, par exemple, un stock particulier de titres est insuffisant et nuit au bon fonctionnement du marché. À la suite de consultations avec les parties concernées, le BGD a créé en juin 2000 une facilité permanente et non discrétionnaire de pensions en vue de gérer des dérèglements réels ou éventuels du marché des pensions. Tout spécialiste en valeurs du Trésor agréé ou autre contrepartie du BGD peut demander la création temporaire d'un titre pour stabiliser le marché des pensions. Le BGD impose un taux de pénalisation à un jour et les titres sont annulés dès qu'ils sont remis au BDG.

### C. Nouveaux facteurs qui influent sur les marchés obligataires du Royaume-Uni

Évolution de l'encours de la dette  
(En valeur absolue et en pourcentage du PIB)

	2000- 2001	1999-2000	1998-1999	1997-1998
Valeur marchande de la dette (en milliards de £)	287	348	374	343
Dette nette/PIB (en %)	31,8	36,8	40,8	43,3

1401. Comme d'autres marchés monétaires, le marché du crédit de la livre sterling a été témoin depuis quelques temps d'une augmentation du nombre d'émissions privées, et ce dans une conjoncture où le solde budgétaire du Royaume-Uni est excédentaire. La part de l'État dans le marché de la dette libellée en livre sterling diminue donc de manière constante. La baisse des besoins financiers du secteur public a eu pour conséquence que les obligations de premier ordre, notamment celles à longue échéance, comportent maintenant une prime de rareté, ce qui a entraîné une baisse des rendements. Par ailleurs, le Royaume-Uni a enregistré un faible taux d'inflation et les taux d'intérêt y sont généralement peu élevés par rapport aux années 1970 et 1980. Le besoin d'accroître les rendements a donc conduit les investisseurs à accepter des risques de crédit.

1402. À mesure que la position budgétaire du gouvernement du Royaume-Uni s'est améliorée, la valeur brute des émissions d'obligations de premier ordre a chuté d'un sommet de 54,8 milliards de livres au cours de l'exercice financier 1993-1994 à un creux de

8,1 milliards de livres en 1998-1999. Toutefois, comme les besoins d'emprunt de l'État sont de nature cyclique, il convient de continuer d'émettre une quantité minimum de titres afin de maintenir l'infrastructure du marché, d'assurer un degré suffisant de liquidité dans le marché et de conserver la capacité d'absorber des émissions futures plus importantes. On trouvera dans le tableau ci-dessous un résumé des prévisions des besoins nets de trésorerie de l'administration centrale (BNTAC) au cours des prochaines années. Les prévisions à moyen terme indiquent un niveau prudent d'emprunt correspondant aux prévisions d'investissements dans les services publics. Ces prévisions cadrent parfaitement avec les règles budgétaires.

Prévisions des BNTAC (avril 2002)

(en milliards de £)

prévision 2001-2002	prévision 2002-2003	prévision 2003-2004	prévision 2004-2005	prévision 2005-2006	prévision 2006-2007
3	14	18	16	21	24

1403. Compte tenu du peu d'émissions d'obligations de premier ordre depuis quelques années, le BGD a adopté certaines stratégies visant à concentrer les émissions de titres afin d'effectuer des émissions de référence de plus grande ampleur comportant des échéances de 5, 10 et 30 ans. Ces émissions permettent aux gouvernements de se prévaloir d'une prime de liquidité sur toute la courbe des rendements. Le BGD a également eu recours à des opérations de conversion et à des adjudications de substitution (voir ci-dessus) pour donner plus d'ampleur aux émissions de référence.

1404. Le gouvernement a également décidé de créer au cours de l'exercice financier 2000-2001 un programme structuré de rachat d'obligations de premier ordre afin d'augmenter l'ampleur des émissions brutes et d'assurer ainsi une plus grande liquidité au sein du marché pendant les périodes de forte demande. Suite à des consultations avec les intervenants sur le marché, on a décidé de recourir de nouveau à des reprises de liquidités pendant l'exercice 2000-2001, tandis que le BGD a acquis sur le marché secondaire des titres indexés à courte échéance et des titres à double échéance. Le BGD rachète également des titres qui sont presque à échéance (dont la date d'échéance est à moins de six mois) dans le cadre de ses opérations régulières afin d'amortir l'impact des remboursements sur les flux de trésorerie.

1405. En général, ces opérations ont été couronnées de succès. Exception faite de celle de novembre 1998, toutes les offres de conversion ont été acceptées jusqu'à concurrence de plus de 90 %. Les adjudications de substitution ont été couvertes avec une marge largement suffisante et les trois substitutions de plus longue échéance ont permis d'enregistrer des taux de financement à des conditions très avantageuses. Les prix auxquels le BGD a racheté des titres lors des enchères inversées ont produit des rendements qui étaient généralement « bon marché » par rapport à la courbe des rendements du BGD.

1406. Pendant l'exercice financier 2000-2001, le BGD (avec la collaboration de la Banque d'Angleterre, du Trésor, de l'Organe des communications et des intervenants sur le marché) a mis en place des dispositifs destinés à faciliter la gestion des rentrées de fonds beaucoup plus

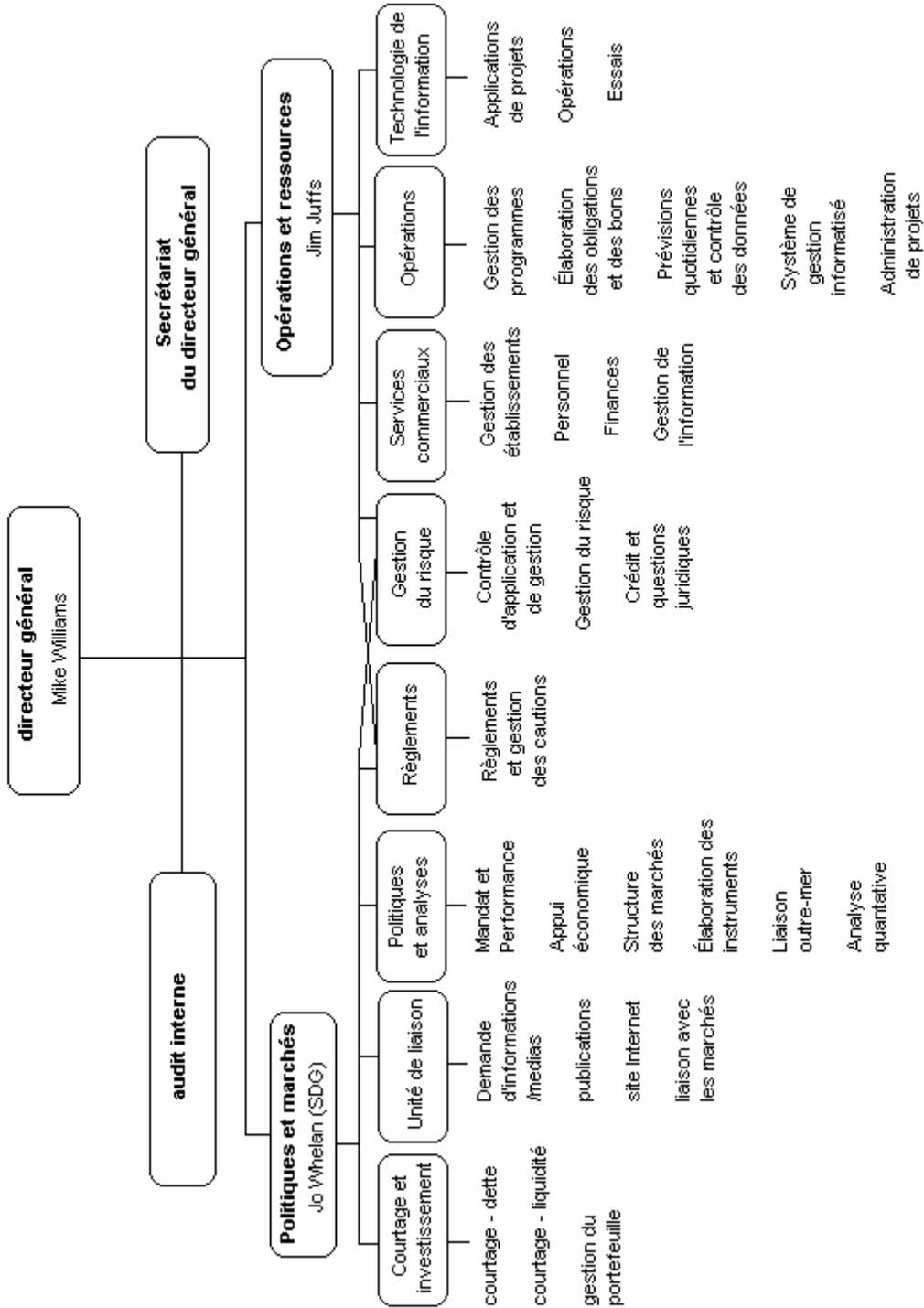
importantes que prévu provenant de l'adjudication des permis relatifs à la troisième génération (3G) de téléphones mobiles. Les rentrées, qui ont totalisé 22,5 milliards de livres, ont accru l'excédent budgétaire de l'exercice 2000-2001. Compte tenu des prévisions selon lesquelles les besoins financiers de l'État s'accroîtront au cours des prochaines années, l'administration a par la suite décidé de continuer d'émettre une quantité minimum de titres de premier ordre afin d'assurer un certain degré de liquidité au sein du marché et de faire en sorte que les investisseurs continuent de s'y intéresser. Ces décisions ont eu pour conséquence que le BGD a affiché une position de trésorerie nette correspondant à un excédent de 11 milliards de livres à la fin de l'exercice financier 2001-2002. En partie pour aider à gérer cet excédent, l'éventail des titres du marché monétaire de haute qualité que le BDG peut négocier sur une base bilatérale à des fins de gestion de trésorerie a été élargi en octobre 2000. On prévoit que l'excédent de trésorerie disparaîtra au cours des trois exercices financiers prenant fin au 31 mars 2004.

1407. Soucieux de respecter son engagement concernant la liquidité et la transparence du marché des obligations de premier ordre, le BGD a tenu de nombreuses consultations en 2000 au sujet de l'impact que pourraient avoir des systèmes de cybercourtage sur le marché secondaire des obligations et sur les rapports entre le BGD et les spécialistes en valeurs du Trésor. Comme l'indique le document réponse publié en juin 2000, ce travail s'est poursuivi en 2001 dans l'espoir de mettre en place au début de 2002 un marché inter- spécialistes en valeurs du Trésor où ceux-ci seraient tenus de coter des cours acheteurs et des cours vendeurs pour les obligations de premier ordre les plus liquides. Ces cotes obligatoires seraient diffusées par voie électronique.

1408. Pour assurer une plus grande transparence au sein du marché des obligations de premier ordre, en septembre 2000 le BGD a intégré à son service télégraphique un écran où apparaissent en temps réel les cours des obligations de référence. Les cours affichés correspondent aux médianes des cours cotés par les spécialistes en valeurs du Trésor.

#### **D. Fiscalité**

1409. En 1995-1996, les règles concernant l'imposition des obligations de premier ordre ont été réformées. Les plus-values et les moins-values réalisées par les sociétés de placement sont maintenant traitées à peu près de la même manière que les revenus provenant des obligations. En garantissant la neutralité du régime fiscal à l'égard des obligations à coupon élevé ou à coupon peu élevé, cette modification a eu pour effet de supprimer la plupart des anomalies de prix créées par les dispositions de la loi de l'impôt. Il s'agissait aussi d'une condition préalable à la création d'un marché des instruments démembrés : à défaut d'une telle modification, le régime fiscal aurait pesé sur les décisions des investisseurs concernant le démembrement des obligations. En outre, afin de réduire les obligations des gestionnaires de fonds et de rendre le marché des obligations de premier ordre plus accessible et attrayant pour les investisseurs, tous les intérêts versés depuis avril 1998 ne font plus l'objet d'une retenue à la source (à moins que le détenteur ne le demande).



## XVIII. ÉTATS-UNIS<sup>126</sup>

1410. En matière de gestion de la dette, le Trésor américain jouit de plusieurs avantages par rapport à ses homologues des autres pays. Les titres d'emprunt émis par l'administration fédérale représentent un pourcentage relativement faible de la dette intérieure totale, de sorte que les marchés financiers s'adaptent facilement à l'évolution de ses besoins d'emprunt. D'autre part, en raison de la profondeur des marchés privés, l'administration fédérale peut libeller en dollars américains tous ses titres d'emprunt. La complexité des marchés financiers intérieurs lui permet de faire appel au secteur privé pour réaliser de nombreuses activités destinées à accroître la liquidité des titres du Trésor. La grande étendue du marché des titres du Trésor permet de les vendre par adjudications à prix uniforme. De plus, une économie diversifiée de grande envergure garantit aux investisseurs le remboursement des créances qu'ils détiennent. Nombre de ces avantages se renforcent mutuellement : plus la profondeur et l'étendue du marché augmentent, plus il y a de participants qui sont disposés à investir davantage dans les titres du Trésor.

1411. Les avantages dont jouissent les États-Unis ont influé sur le développement du marché des titres du Trésor et des techniques de gestion de la dette. C'est ce qui explique les caractéristiques et les contraintes uniques du système américain. Par conséquent, l'aperçu du cadre de gestion publique, de la stratégie et du développement du marché des États-Unis présenté dans les paragraphes qui suivent n'est pas forcément transposable à d'autres pays.

### A. Cadre de gestion publique

1412. L'administration fédérale est autorisée à lever des emprunts en vertu de la Constitution américaine. Le Congrès a délégué au Secrétaire au Trésor le pouvoir d'émettre :

- des titres de créance (*certificates of indebtedness*) et des bons à court terme (*bills*) : titres d'emprunt arrivant à échéance un an après la date d'émission au plus tard;
- des obligations à moyen terme (*notes*) : titres d'emprunt arrivant à échéance au moins un an et au plus tard 10 ans après la date d'émission;
- des obligations à long terme (*bonds*) : titres d'emprunt à plus de 10 ans;
- des bons d'épargne (*savings bonds*) : titres d'emprunt destinés aux particuliers qui arrivent à échéance tout au plus 20 ans après la date d'émission; des certificats d'épargne (*savings certificates*) : titres d'emprunt destinés aux particuliers qui arrivent à échéance tout au plus 10 ans après la date d'émission.

1413. Le Secrétaire au Trésor a le pouvoir d'établir les conditions des titres d'emprunt qu'il émet de même que les conditions des émissions. Il peut déléguer des tâches et des

---

<sup>126</sup> Cette étude de cas a été rédigée par le Service des marchés financiers du Trésor américain.

pouvoirs à un autre cadre ou employé du Département du Trésor. Dans la pratique, cela signifie qu'une personne qui relève du Secrétaire en vertu d'une nomination politique prend généralement les décisions de gestion de la dette en suivant les conseils d'un fonctionnaire de carrière.

1414. Le Secrétaire au Trésor peut investir dans les titres émis par son département ou dans des instruments de dépôt de banques commerciales garantis par un large éventail de titres admissibles, ce qui comprend les titres d'emprunt de l'État américain et d'émetteurs privés. Dans le cadre de la gestion de la trésorerie, le Trésor est en relation avec un grand nombre de banques commerciales, qui l'aident à faire face aux importantes variations saisonnières de son solde de trésorerie.

1415. Le Congrès impose une limite à la valeur nominale totale des titres d'emprunt émis par le Secrétaire au Trésor. Cette limite est révisée périodiquement conformément à la loi, dans le cadre de l'adoption du budget par le Congrès ou autrement. Jusqu'à la fin de 1917, le Trésor devait soumettre chaque emprunt à l'approbation du Congrès. Durant la Première Guerre mondiale, en raison de la lourdeur de cette procédure, le Congrès a conféré au Trésor le pouvoir d'emprunt, tout en conservant le contrôle sur le montant total de la dette. Depuis, le Trésor peut émettre des titres d'emprunt pendant une certaine période, d'un ou deux ans en général, sans obtenir l'aval du Congrès.

1416. Le Secrétaire au Trésor est tenu de présenter au Congrès un rapport annuel présentant des statistiques sur ses émissions de titres d'emprunt passées et à venir. Ce rapport, qui est établi à partir des prévisions budgétaires annuelles de l'administration américaine, accroît l'obligation de rendre compte des gestionnaires de la dette publique. De plus, l'organisme de vérification fédéral peut passer en revue les activités de gestion de la dette du Département du Trésor.

### **Structure administrative**

1417. Le Département du Trésor est divisé en deux grands secteurs : les services généraux et les services opérationnels. Les services généraux sont principalement responsables de l'élaboration de la politique et de la gestion du Département dans son ensemble, alors que les services opérationnels exécutent les différentes activités qui s'inscrivent dans le cadre de son mandat.

1418. Au sein des services généraux, c'est en premier lieu au Secrétaire au Trésor qu'incombe la responsabilité des activités de gestion de la dette de l'administration fédérale; principal conseiller économique du Président, il joue un rôle clé dans le cadre de l'élaboration des politiques en analysant les questions qui intéressent l'administration fédérale dans l'optique de l'économie et des finances publiques. Le personnel du Département formule les politiques fiscales, économiques et financières intérieures et extérieures, et recommande leur adoption. Les responsabilités de gestion de la dette englobent ce qui suit :

- déterminer les besoins de financement du Trésor, déterminer le montant des émissions des titres et en établir le calendrier, et analyser les différents types de titres pouvant être émis et de techniques de vente pouvant être employées;
- prendre l'avis de représentants du secteur privé relativement à la mise en œuvre des politiques de financement et de gestion de la dette du Trésor, et faire rapport sur leurs recommandations;
- analyser périodiquement la conjoncture de l'économie et du marché des titres d'emprunt, ainsi que ses répercussions éventuelles sur les emprunts du Trésor;
- coordonner les responsabilités d'agent financier de la Banque fédérale de réserve de New York (une composante du système bancaire central), de concert avec cette dernière;
- participer aux travaux d'un groupe interministériel de surveillance du marché;
- coordonner et approuver les emprunts sur les marchés des organismes fédéraux et des entreprises publiques.

1419. La dette est gérée par le Bureau de la dette publique (BDP), qui relève du Trésor. Il lui appartient plus précisément :

- d'emprunter les fonds nécessaires au fonctionnement de l'administration fédérale et de rendre compte de la dette publique;
- d'émettre et de racheter les titres publics, de tenir les registres, d'assurer les services aux détenteurs inscrits et de payer les intérêts échus;
- d'exercer un contrôle comptable et un contrôle de vérification sur les opérations sur titres publics et de publier les états financiers;
- de traiter les demandes de rachat des titres physiques perdus, volés ou détruits;
- de promouvoir la vente et la conservation des instruments destinés aux particuliers (obligations d'épargne des États-Unis).

1420. La trésorerie est gérée par le Service de gestion financière (SGF), qui relève également du Trésor. Le SGF s'occupe de l'encaissement et du décaissement des fonds publics, de la tenue des comptes publics, ainsi que de l'établissement de rapports quotidiens et mensuels sur l'état des finances publiques. Le SGF est le principal agent payeur, percepteur, comptable et rapporteur de l'administration fédérale; il est également chargé du recouvrement des prêts consentis par l'administration fédérale qui sont en souffrance.

1421. Le SGF gère la perception des recettes fédérales telles que l'impôt sur le revenu des particuliers et des sociétés, les droits de douanes, les remboursements des prêts, les amendes et les revenus de location, par l'entremise d'un réseau de quelque 18.000 institutions financières. Il est également responsable du système centralisé de comptabilité et de rapports de l'administration fédérale, qui permet de contrôler l'actif et le passif monétaires. Le SGF collabore avec les organismes fédéraux afin de les aider à uniformiser les normes et les systèmes de comptabilité et de rapports.

1422. En plus des services opérationnels, la Banque fédérale de réserve de New York est l'agent financier du Trésor dans le cadre des activités de gestion de la dette. Voici les services qu'elle assure à cet égard :

- gérer le compte de fonds du Trésor;
- compenser les chèques du Trésor tirés sur ce compte;
- procéder aux adjudications des titres du Trésor;
- administrer le système de comptabilité électronique des titres du Trésor;
- émettre et racheter les titres du Trésor, et assurer les services aux détenteurs.

1423. Le Système fédéral de réserve (FED) est une entité publique indépendante. La politique de la dette et la politique monétaire sont élaborées et mises en œuvre en parallèle. Bien qu'ils aient chacun leur politique, le FED est l'agent financier du Trésor et réalise diverses activités opérationnelles pour ce dernier. Les hauts fonctionnaires des deux entités se réunissent chaque semaine pour discuter des questions d'orientation.

1424. Les sites Internet des organismes mentionnés ci-dessus renferment des renseignements actuels sur leurs activités :

<http://www.treas.gov/domfin> for - Trésor (gestion de la dette);

<http://www.publicdebt.treas.gov> - Bureau de la dette publique;

<http://www.fms.treas.gov> - Service de gestion financière;

<http://www.newyorkfed.org> - Banque fédérale de réserve de New York.

## **B. Stratégie de gestion de la dette et cadre de gestion des risques**

1425. Dans le cadre de la gestion de la dette, le Trésor vise à réduire au minimum le coût du financement. Afin d'atteindre cet objectif, sa stratégie doit respecter cinq principes liés les uns aux autres.

1426. Premièrement, il convient de s'assurer que les titres du Trésor demeurent des instruments « sans risque ». Pour ce faire, il faut s'en tenir à une discipline financière prudente et relever en temps opportun le plafond de la dette. Le libre accès au marché au plus bas coût possible pour l'administration fédérale fait partie intégrante de la gestion de la dette.

1427. Deuxièmement, il importe de veiller à ce que le programme de financement demeure cohérent et prévisible. Le Trésor émet des titres suivant un calendrier régulier et a établi des procédures pour les adjudications. Cela réduit l'incertitude sur le marché et contribue à réduire le coût d'emprunt total. Conformément à ce principe, le Trésor ne cherche pas à prévoir les mouvements des marchés; en d'autres termes, il n'agit pas de façon opportuniste en émettant des titres d'emprunt lorsque la conjoncture du marché semble favorable.

1428. L'établissement d'un calendrier régulier et prévisible pour les adjudications remonte aux années 1970. Au début de cette décennie, l'administration fédérale a commencé à accuser des déficits qui, en règle générale, ne cessaient de croître, et le Trésor utilisait des outils de gestion de la dette appropriés en vue de répondre à ces besoins de financement. Des cycles d'adjudications ont été ajoutés, et la fréquence et le montant des émissions ont été augmentés. À la fin des années 1970, l'ampleur des besoins de financement a amené le Trésor à adopter un calendrier d'émissions «régulier et cohérent».

1429. Troisièmement, le Trésor s'engage à assurer la liquidité du marché. La liquidité des marchés de capitaux favorise leur efficacité du fait qu'elle permet un large éventail d'opérations financières, et elle abaisse le coût des emprunts pour le Trésor en accroissant la demande de ses titres.

1430. Quatrièmement, les émissions du Trésor sont réparties sur l'ensemble de la courbe des rendements. Une répartition équilibrée des échéances atténue le risque de refinancement et élargit au maximum l'éventail d'investisseurs cibles. D'autre part, le mécanisme de fixation des taux d'intérêt pour l'ensemble de la courbe des rendements contribue à l'efficacité des marchés financiers.

1431. Cinquièmement, les besoins de financement de l'administration fédérale sont agrégés, de sorte que les différents organismes empruntent par l'entremise du Trésor. Donc, tous les programmes fédéraux peuvent tirer parti du bas coût de ses emprunts. Dans le cas contraire, les programmes se feraient concurrence sur le marché, le montant des émissions serait moins élevé et leurs titres seraient moins liquides. Certains titres ne sont pas émis par le Trésor, mais ils représentent moins de 1 % des titres d'emprunt publics en circulation.

1432. Ces principes constituent souvent une entrave à la réalisation de l'objectif du Trésor. Les coûts d'emprunt à court terme peuvent parfois être relativement élevés du fait que le calendrier d'émissions régulier couvre toute la courbe des rendements. Nous sommes d'avis que ces coûts sont largement compensés par la prime que les investisseurs sont disposés à payer en échange d'une offre prévisible de titres du Trésor. Cependant, notre principale contrainte est liée au fait que l'avenir ne se dessine pas de façon très nette et que, par conséquent, nous nous efforçons constamment de prévoir les besoins d'emprunt, ainsi que de déterminer comment le programme d'emprunts devrait être modifié si les prévisions sont erronées et quel sera le mode de financement le plus économique.

1433. Le Trésor prend ses décisions de financement à long terme chaque trimestre après avoir consulté le secteur privé, notamment des participants au marché et un groupe consultatif. Celui-ci est constitué d'une vingtaine de personnes provenant de maisons de courtage et de sociétés de placement qui participent activement au marché des titres publics. Le groupe se réunit à l'occasion de l'opération de refinancement semi-trimestrielle du Trésor afin de lui présenter ses recommandations à cet égard, ainsi que de se prononcer sur des questions de politique de gestion de la dette. Ses recommandations officielles et les procès verbaux de ses réunions se trouvent sur son site Internet (<http://www.treas.gov/domfin>). Le

Trésor invite également les particuliers à donner leur avis par courriel (debt.management@do.treas.gov).

### **Gestion des risques**

1434. Les engagements financiers sont exclusivement libellés en dollars américains. Cela convient au bilan du Trésor car les avoirs en monnaie nationale représentent une très forte proportion de son actif. Le portefeuille peut être constitué uniquement de titres d'emprunt libellés en dollars américains en raison de la grande envergure des marchés financiers intérieurs, qui peuvent facilement s'adapter aux fluctuations des besoins d'emprunt du Trésor.

1435. Le Trésor émet des titres de référence qui couvrent un large éventail d'échéances afin de réduire le risque de refinancement. Les prévisions relatives aux besoins d'emprunt sont communiquées chaque trimestre. Les modifications au calendrier ou au montant des émissions sont diffusées assez longtemps d'avance afin que le prix puisse être établi et que l'information soit transmise aux investisseurs. Cette façon de procéder reflète la forte présence du Trésor sur le marché, qui fait que les inflexions de sa politique sont susceptibles d'influer sur le prix.

1436. La gestion du risque d'endettement consiste principalement à s'assurer que l'échéance moyenne demeure stable grâce à une répartition équilibrée entre les titres à court, moyen et long terme et que le marché est très liquide grâce à un calendrier d'émissions régulier et prévisible de titres de référence. À la fin de 2001, la durée moyenne des titres du Trésor négociables détenus par le secteur privé était de 5 ans et 10 mois (de 5 ans et 6 mois abstraction faite des titres indexés sur l'inflation).

1437. Les programmes d'emprunt reposent sur les prévisions budgétaires et économiques énoncées dans le budget annuel établi par le Congrès. Le Trésor utilise les dernières prévisions relatives à la situation budgétaire de l'administration fédérale pour calculer les modèles. Les prévisions budgétaires sont formulées chaque année et publiées au début de l'année civile, pour ensuite être révisées cinq ou six mois plus tard.

1438. À partir des prévisions de l'administration fédérale et de modèles de son cru, le Trésor établit des prévisions à long terme relatives à la dette. Ces modèles lui permettent d'assurer un suivi du risque de refinancement et de veiller à ce que la structure d'amortissement soit relativement lisse. Les émissions de titres à court terme reposent sur les prévisions de trésorerie qui tiennent compte des prévisions à long terme de l'administration fédérale et des dernières estimations des dépenses et des recettes à court terme.

1439. Le Trésor s'assure que la liquidité demeure élevée en suivant un calendrier d'émissions régulier et prévisible et en veillant à ce que le montant des émissions soit important. Le système de spécialistes en valeurs du Trésor du FED, qui est au nombre des raisons du succès des adjudications du Trésor, vient également réduire le risque d'illiquidité.

La fréquence et la grande envergure des opérations du Trésor donnent un degré de certitude suffisant pour que les systèmes de règlement puissent être mis souvent à l'épreuve.

1440. Le Trésor est responsable du fonctionnement et de la gestion du programme d'inscription en compte courant, ce qui comprend l'annonce des émissions, les adjudications, l'émissions proprement dite et le rachat des titres du Trésor négociables, ainsi que la réglementation et la comptabilisation de ces titres négociables et les services aux détenteurs. Quotidiennement, il appartient à la Banque de réserve fédérale de New York, l'agent financier du Trésor, d'évaluer, de suivre et d'atténuer le risque opérationnel associé au système national d'inscription en compte courant, le système de garde et de transfert des titres négociables du Trésor. L'évaluation et le suivi des risques inhérents à l'annonce des émissions, aux adjudications, à l'émission et au rachat de ces titres négociables incombent au Bureau de la dette publique. Ces risques sont atténués par des plans d'intervention et sont associés à divers points de défaillance dans les systèmes informatiques qui doivent être utilisés pour l'exécution de ces fonctions.

1441. Le risque opérationnel est limité par la formule de livraison contre paiement du programme d'inscription en compte courant, de même que par le partage entre plusieurs organismes de la responsabilité des adjudications et du règlement. De plus, l'organisme comptable du pouvoir législatif effectue une vérification annuelle.

### **Modifications récentes à la politique**

1442. Les excédents budgétaires enregistrés récemment ont permis au Trésor de réduire la dette du fait que le montant des nouvelles émissions à court et à long terme était inférieur à celui des émissions qui arrivaient à échéance. Comme c'est la dette à court terme qui a été réduite, la durée moyenne du portefeuille de titres d'emprunt s'est accrue.

1443. Le Trésor a pris des mesures pour freiner l'augmentation de la durée moyenne. Le Département a notamment rouvert à intervalles réguliers des petites tranches de dette à long terme et racheté des titres à long terme. De plus, le Trésor a récemment cessé d'émettre des obligations à 30 ans. Si elle a été en partie motivée par la nécessité de réduire les émissions de titres à long terme, cette décision s'explique également du fait que l'émission d'obligations à 30 ans s'est avérée plus coûteuse que l'émission de titres à 10 ans.

1444. L'apathie persistante de l'économie, la diminution des recettes fiscales et les mesures budgétaires prises dans la foulée des événements tragiques du 11 septembre se sont traduites par un accroissement des besoins de financement à court terme du Trésor. On s'attend à ce qu'il soit temporaire et soit en grande partie satisfait par l'augmentation des émissions de bons du Trésor et de titres à court terme, qui a d'ailleurs fait diminuer la durée moyenne des titres d'emprunt négociables détenus par le secteur privé.

### **Gestion de l'actif**

1445. Les avoirs financiers de l'administration fédérale américaine (ce qui comprend les réserves de change) sont modestes par rapport à ses engagements financiers. Les liquidités sont en grande partie placées dans des banques commerciales, qui sont tenues de fournir d'importantes garanties. En tant qu'agent financier du Trésor, le Système fédéral de réserve est le principal responsable du placement des liquidités dans les banques commerciales participantes. Il lui appartient notamment d'accepter, d'évaluer, de garder et de libérer les actifs donnés en gage, de même que d'assurer un suivi lorsqu'ils sont insuffisants. Le Système est également le principal point de contact avec les institutions de dépôts qui participent au programme.

1446. Les opérations de gestion de trésorerie font l'objet de vérifications interne et externe. Les services opérationnels, y compris la Réserve fédérale et les banques commerciales qui participent à la gestion de la trésorerie, ont recours à des méthodes globales coordonnées de gestion des risques pour veiller au bon déroulement des processus et des activités. Ils s'assurent ainsi que les objectifs du programme sont réalisés de façon durable.

### **C. Marché des titres publics**

1447. Aux États-Unis, la gestion de la dette a évolué à mesure que les marchés financiers sont devenus plus complexes. Dès la Deuxième Guerre mondiale, les instruments destinés aux particuliers constituaient un élément clé des programmes d'emprunt. Dans les années 1950 et 1960, les principaux émetteurs obligataires étaient des sociétés, et non des administrations publiques. Ce n'est que dans les années 1970 que l'ensemble des instruments d'emprunt ont commencé à être émis régulièrement. Les règles de participation continuent d'évoluer en fonction de l'augmentation ou de la diminution du nombre de participants au marché des titres du Trésor et des innovations technologiques.

1448. Le volume d'émissions de titres publics américains a fortement augmenté sur les marchés financiers dont le stade de développement était déjà avancé. Cependant, comme le libre accès au marché fait partie intégrante du programme de gestion de la dette publique, le Trésor ne cherche pas à élargir le marché de ses titres. La distribution de ses titres sur une grande échelle accroît la liquidité et l'efficacité du marché des titres d'emprunt publics, tout en réduisant au minimum l'impact des activités de gestion de la dette publique sur l'économie et les marchés monétaires et en assurant une meilleure répartition des avantages inhérents au programme d'emprunts de l'administration fédérale.

1449. En raison de l'ampleur du marché des titres du Trésor, des garanties fournies par celui-ci et de la demande de ces titres émanant d'autres investisseurs, ces instruments représentent le placement le plus liquide au monde. De par leurs caractéristiques, les titres du Trésor conviennent tout particulièrement aux investisseurs qui recherchent un placement sûr, prévisible et très liquide.

1450. Le Trésor émet des titres à taux fixe nominal et des titres indexés sur l'inflation. Il s'agit de titres de créance de l'administration fédérale américaine qui sont couramment

qualifiés de titres négociables» du fait qu'ils peuvent être achetés et vendus sur le marché secondaire au cours du marché, par l'entremise d'institutions financières, de courtiers et de spécialistes en valeurs du Trésor. Exception faite de quelques émissions d'obligations du Trésor remboursables qui remontent à avant 1985, les titres négociables du Trésor ne sont pas rachetables avant l'échéance. Tous les titres négociables du Trésor sont dématérialisés; ils sont offerts par multiples de 1.000 \$ et le placement minimal est de 1.000 \$. Depuis septembre 1998, les clients qui ont un compte auprès du Trésor peuvent acheter ces titres par Internet en se rendant sur le site du Bureau de la dette publique ([www.publicdebt.treas.gov](http://www.publicdebt.treas.gov)).

1451. Actuellement, le Trésor offre régulièrement des titres à taux fixe nominal dont l'échéance va de 4 semaines à 10 ans. Les bons à 4, 13 et 26 semaines sont vendus chaque semaine par adjudication, avec règlement le jeudi; les obligations à 2 ans sont offertes mensuellement avec règlement à la fin du mois; les obligations à 5 et à 10 ans sont vendues par adjudication chaque trimestre avec règlement semi-mensuel. Le large éventail d'échéances permet à l'investisseur de se constituer un portefeuille en fonction de différents horizons de placement.

1452. Afin d'élargir la gamme de titres offerts et de participants à ses adjudications, le Trésor a commencé à proposer des titres indexés sur l'inflation en janvier 1997. Ces titres protègent l'investisseur contre les effets de l'inflation. La participation directe aux ventes par adjudication de ces titres a été plus forte que celle des titres à taux fixe nominal du fait que le Trésor a ainsi attiré de nouveaux investisseurs et incité les détenteurs de ses titres à accroître leurs positions. Voilà qui devrait contribuer à réduire le coût de financement global. Le Trésor émet également des obligations d'épargne indexées sur l'inflation à l'intention des particuliers.

1453. À l'origine, le Trésor offrait des obligations à 5, à 10 et à 30 ans indexées sur l'inflation. Cependant, les investisseurs ont surtout privilégié les titres à 10 ans, de sorte que la dernière émission d'obligations indexées à 5 ans remonte à octobre 1997 et que celles à 30 ans ne sont plus émises depuis octobre 2001. La valeur du principal est ajustée quotidiennement en fonction de l'inflation. Le montant de l'ajustement est assujéti à l'impôt fédéral l'année où il a été effectué, et le principal indexé sur l'inflation est versé à l'échéance. Les versements d'intérêts semestriels correspondent à un pourcentage fixe du capital indexé. L'indice d'inflation utilisé est l'indice des prix à la consommation non désaisonnalisé en milieu urbain. À l'heure actuelle, le Trésor émet, suivant un calendrier semestriel régulier, des obligations indexées à 10 ans.

1454. Avant le début des années 1970, l'offre de souscription, l'offre d'échange et l'offre de remboursement par anticipation étaient les méthodes habituellement employées pour la vente des obligations à moyen et à long termes. Dans le cas de l'offre de souscription, le Trésor fixait le taux d'intérêt des titres et les vendait à prix fixe (ou acceptait les souscriptions). Avec l'offre d'échange, le Trésor permettait aux détenteurs de titres arrivant à échéance de les échanger contre de nouveaux titres au prix et au taux d'intérêt nominal annoncés. Dans certains cas, l'émission était destinée uniquement aux détenteurs d'un titre

arrivant à échéance; dans d'autres cas, le montant de l'émission était augmentée. Le remboursement par anticipation se distinguait de l'offre d'échange en cela que les titres pouvaient être échangés avant l'échéance.

1455. Les offres de souscription et les offres d'échange à prix fixe présentaient une difficulté fondamentale : le rendement du marché pouvait varier entre l'annonce de l'offre et la date limite pour la souscription. Dans les années 1970, en raison de la volatilité accrue des marchés, les offres à prix fixe sont devenues très risquées pour le Trésor.

1456. Une nouvelle technique de vente par adjudication a été employée en 1970 : le Trésor fixait le taux d'intérêt (le taux du coupon), et les offres étaient présentées en fonction de ce taux. Le Trésor a commencé à vendre les coupons sur la base du rendement en 1974. Les offres étaient acceptées sur la base d'un taux de rendement annuel, et le taux du coupon correspondait au rendement pondéré moyen des offres acceptées lors de l'adjudication concurrentielle. En procédant ainsi, le Trésor n'était pas obligé de fixer le taux du coupon avant la vente et pouvait s'assurer que les intérêts payés sur les nouvelles émissions reflétaient avec précision l'offre et la demande au moment de la vente.

1457. Aujourd'hui, le Trésor procède uniquement à des adjudications à prix uniforme pour distribuer ses titres négociables, et tous les titres sont adjugés en fonction du rendement. Les conditions des offres de titres du Trésor sont énoncées dans le document *Uniform Offering Circular for the Sale and Issue of Marketable Book-Entry Treasury Bills, Notes, and Bonds* (qui fait partie du *United States Code of Federal Regulations*; voir le site [www.publicdebt.treas.gov/gsr/gsrucam.htm](http://www.publicdebt.treas.gov/gsr/gsrucam.htm)). Pour chaque émission, on publie une annonce faisant état de la date de la vente et du règlement, du montant de l'émission, de l'échéance, etc. Le montant des ventes de chaque titre correspond au montant intégral indiqué dans l'annonce, et le rendement est établi au cours de l'adjudication.

1458. Le Trésor autorise la négociation de ces titres avant l'émission, c'est-à-dire entre l'annonce et le règlement. Les opérations conclues avant l'émission tiennent lieu de mécanisme de détermination du prix et réduisent l'incertitude entourant le prix qui sera fixé durant la vente par adjudication. Les participants éventuels à l'adjudication concurrentielle se fondent sur ces opérations pour évaluer la demande et établir leur offre. Les participants à l'adjudication non concurrentielle, qui obtiennent les titres sur la base du rendement adjugé, peuvent s'inspirer des offres présentées sur le marché des opérations sur titres exécutées avant l'émission pour évaluer le rendement susceptible d'être fixé à la vente.

1459. Jusqu'à la fin de 1998, le Trésor a généralement distribué ses titres négociables par voie d'adjudications à prix multiples. Ainsi, dans le cas d'une adjudication concurrentielle, les offres acceptées correspondaient à une fourchette de rendement, du plus faible (le taux d'escompte dans le cas des bons du Trésor) au plus élevé, en vue de la vente des titres offerts au public. Les participants à l'adjudication concurrentielle dont l'offre avait été acceptée payaient le prix équivalant au rendement (ou taux d'escompte) qu'ils avaient proposé. Les

participants à une adjudication non concurrentielle payaient le prix moyen pondéré des offres concurrentielles acceptées.

1460. Le Trésor a commencé à recourir à l'adjudication à prix uniforme pour la vente de ses titres négociables en novembre 1998. Depuis qu'ils sont offerts, tous ses instruments indexés sur l'inflation sont vendus de cette façon. Comme pour les ventes à prix multiples, les titres sont adjugés sur la base du rendement (le taux d'escompte dans le cas des bons du Trésor). Les offres présentées correspondent à une fourchette de rendement, du plus faible (le taux d'escompte) au plus élevé, en vue de la vente des titres offerts. Contrairement à ce qui se produit durant une vente à prix multiples, les offres retenues sont toutes au rendement le plus élevé (ou au taux d'escompte).

1461. Le Trésor a conclu que la vente par adjudication à prix uniforme présentait des avantages par rapport à la vente à prix multiples. Premièrement, un plus grand nombre de participants voient leurs offres retenues. Deuxièmement, les participants peuvent enchérir de manière plus agressive. Les participants dont l'offre a été retenue peuvent réduire le risque de la « malédiction du vainqueur » (celui qui paie un prix supérieur à la valeur marchande courante est moins susceptible de réaliser un bénéfice à la vente). Tout indique que la présentation d'offres plus agressives a permis au Trésor de réduire quelque peu le coût d'emprunt.

1462. N'importe quelle entité peut participer à une adjudication de titres du Trésor, soit directement, en soumettant une offre au Département du Trésor ou à une Banque fédérale de réserve, l'agent financier du Trésor; soit indirectement, en soumettant une offre à un spécialiste en valeurs du Trésor. Le Trésor permet à tous ces spécialistes qui sont inscrits auprès de la Securities and Exchange Commission (SEC) et à toutes les institutions financières sous réglementation fédérale de soumettre des offres pour leur compte propre ou pour leurs clients. Les spécialistes en valeurs du Trésor, les institutions financières et tous les autres participants aux adjudications de titres du Trésor peuvent présenter une offre sans dépôt s'ils ont mis en place un mécanisme de paiement avec leur Banque fédérale de réserve.

1463. C'est avec les spécialistes en valeurs du Trésor que la Banque fédérale de réserve de New York exécute ses opérations d'open market. Au nombre de ces spécialistes, on trouve de grandes maisons de courtage diversifiées, des banques présentes sur les grandes places financières, ainsi que des maisons de courtage spécialisées sous contrôle étranger ou américain. Durant la dernière décennie, le nombre de ces spécialistes est passé de 46 à 22. Il leur appartient entre autres de participer avec sérieux aux adjudications du Trésor; de créer des marchés raisonnables dans le cadre de leurs relations avec le service de négociation de la Banque fédérale de réserve de New York; de fournir des renseignements sur le marché au FED. Auparavant, les spécialistes en valeurs du Trésor devaient également négocier un certain nombre d'opérations avec les clients de manière que le marché secondaire des titres du Trésor demeure liquide. Ces clients englobent les autres courtiers, les autres institutions financières (telles que les banques, les compagnies d'assurance, les caisses de retraite et les fonds de placement), les institutions non financières et les particuliers. Bien que l'exécution

des opérations avec les clients ne soit plus exigée, les spécialistes demeurent les principaux teneurs du marché des titres du Trésor américain.

1464. Le Trésor a facilité les achats de ses titres par les petits investisseurs en vendant jusqu'à 5 millions de dollars de titres dans le cadre d'une adjudication non concurrentielle qui faisait appel à un système d'inscription en compte courant. Ce système permet à l'investisseur d'être inscrit dans les comptes du Trésor à titre de détenteur sans recourir aux services d'une institution financière ou d'un spécialiste.