

DIRECTIVES POUR LA GESTION DE LA DETTE PUBLIQUE

Préparé par les services de la Banque mondiale
et du Fonds monétaire international

21 mars 2001

	Page
I. Qu'est-ce que la gestion de la dette publique? Pourquoi est-elle importante?	1
II. Objet des directives.....	3
III. Directives pour la gestion de la dette — Forme résumée	5
IV. Examen des directives.....	8
1. Objectifs et coordination de la gestion de la dette	8
2. Transparence et responsabilité.....	12
3. Cadre institutionnel.....	16
4. Stratégie de gestion de la dette.....	18
5. Structure de gestion du risque.....	27
6. Développement et bon fonctionnement d'un marché de titres publics performant	32
 Encadrés	
1. Risques encourus dans la gestion de la dette souveraine	9
2. Gestion de la dette : quelques pièges à éviter	20
3. Gestion bilancielle	23
4. Aperçu des indicateurs de la vulnérabilité extérieure	26
5. Conditions nécessaires au développement d'un marché de titres publics performant	33

DIRECTIVES POUR LA GESTION DE LA DETTE PUBLIQUE

I. QU'EST-CE QUE LA GESTION DE LA DETTE PUBLIQUE? POURQUOI EST-ELLE IMPORTANTE?

1. La gestion de la dette souveraine consiste à établir une stratégie de gestion de la dette de l'État capable de mobiliser le montant de financement voulu, de réaliser ses objectifs de coût et de risque ainsi que tous les autres objectifs que les autorités peuvent avoir fixé à la gestion de la dette souveraine, comme par exemple le développement et le maintien d'un marché de titres publics performant.

2. Dans le contexte plus large de la politique nationale, les États doivent veiller à ce que tant le niveau que le rythme de croissance de la dette publique soient fondamentalement tolérables, et que son service puisse être assuré dans des situations très variables tout en respectant les objectifs de coût et de risque. Les gestionnaires de la dette souveraine partagent le souci des conseillers budgétaires de maintenir l'endettement du secteur public sur une trajectoire viable et de mettre en place une stratégie crédible pour réduire le niveau de l'endettement s'il est excessif. Il importe que les gestionnaires de la dette fassent comprendre aux autorités budgétaires l'incidence que les besoins de financement et le niveau d'endettement de l'État ont sur les coûts d'emprunt¹. Les variables permettant de déterminer si le degré d'endettement est tolérable sont, par exemple, le ratio du service de la dette du secteur public, et le ratio de la dette publique/PIB et le ratio dette publique/recettes fiscales.

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

¹ Un niveau d'endettement excessif, entraînant des charges d'intérêt plus élevées, peut avoir un effet défavorable sur le niveau réel de la production. Voir par exemple : A. Alesina, M. de Broeck, A. Prati et G. Tabellini, 1992 : «Default Risk on Government Debt in OECD Countries», *Economic Policy : A European Forum* (Octobre 1992), p. 428–463.

4. Le portefeuille de la dette publique est souvent le portefeuille financier le plus important du pays. Il contient souvent des montages financiers complexes et risqués, et peut faire peser un risque substantiel sur le compte de patrimoine de l'État et la stabilité financière du pays. Ainsi que l'a noté le Groupe de travail du Forum de stabilité financière sur les flux de capitaux, «les événements récents ont mis en lumière la nécessité pour les États de limiter leur exposition cumulée au risque de liquidité et à d'autres risques qui rendent leurs économies particulièrement vulnérables aux chocs extérieurs²». Une gestion saine du risque dans le secteur public est donc aussi capitale pour la gestion du risque des autres secteurs de l'économie «car les entités du secteur privé se trouvent en général confrontées à d'énormes problèmes lorsque une mauvaise gestion du risque souverain ouvre la possibilité d'une crise de liquidité». Un endettement bien structuré permet aux États de réduire leur exposition aux risques de taux d'intérêt, de change et autres en établissant par exemple lorsque c'est possible des modèles de référence définissant la composition en devises, la duration et la structure des échéances souhaitables du portefeuille pour guider l'évolution de sa composition, et en étalant les décisions d'emprunt tout au long de l'année.

5. Plusieurs crises survenues sur les marchés de la dette ont fait ressortir l'importance de saines pratiques de gestion de la dette et la nécessité d'un marché des capitaux performant et robuste. Bien que la politique de gestion de la dette n'ait peut-être pas été l'unique ni même la principale cause de ces crises, la structure des échéances, des taux d'intérêts et la composition en devises du portefeuille de la dette publique, ainsi que l'existence de montants élevés d'obligations relatives à des passifs conditionnels, ont souvent contribué à leur gravité. Même dans les cas où les orientations de la politique macroéconomique sont bonnes, des pratiques risquées de gestion de la dette rendent l'économie plus vulnérable aux chocs économiques et financiers. Il est parfois possible de pallier aisément ces risques au moyen de mesures relativement simples, par exemple en allongeant les échéances des emprunts et en payant le coût en conséquence plus élevé du service de la dette (on suppose que la courbe des rendements est ascendante), en ajustant le montant, l'échéance et la composition des réserves de change, et en réexaminant les critères et les dispositions administratifs relatifs aux passifs conditionnels.

6. Des politiques économiques — budgétaires, monétaires et de taux de change — inappropriées conduisent souvent à un endettement mal structuré et risqué, mais l'inverse est tout aussi vrai. Cependant, une bonne politique de gestion de la dette ne peuvent pas tout résoudre. Elle n'est ni une panacée ni un substitut à une gestion budgétaire monétaire prudente. Une gestion appropriée de la dette souveraine ne peut en soi éviter une crise si les orientations macroéconomiques sont mauvaises. Par catalyse, de bonnes pratiques de gestion de la dette réduisent la vulnérabilité à la contagion et au risque financier en favorisant l'élargissement et le renforcement des marchés financiers. L'expérience récente donne par exemple de bonnes raisons de penser que le marché intérieur de la dette peut se substituer au

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

financement bancaire (et vice-versa) lorsque cette source se tarit, aidant l'économie à supporter les chocs financiers³.

II. OBJET DES DIRECTIVES

7. Les directives visent à assister les autorités dans la conception de réformes destinées à renforcer la qualité de leur gestion de la dette publique et à réduire la vulnérabilité de leur pays aux chocs financiers internationaux. Les pays de petite taille ou à marché émergent sont souvent plus vulnérables parce que leur économie est moins diversifiée, ont une base d'épargne financière intérieure plus réduite et des systèmes financiers moins développés, et sont plus exposés à la contagion financière en raison de l'ampleur relative des flux financiers. Les directives doivent donc être considérées dans le contexte plus large des facteurs et des forces qui affectent plus généralement les liquidités publiques ainsi que la gestion du compte de patrimoine de la nation. L'État gère souvent un gros portefeuille de réserves en devises, sa situation budgétaire subit souvent l'effet de chocs réels ou monétaire et il est possible qu'il soit exposé aux risques liés à un montant élevé de passifs conditionnels et aux conséquences d'une mauvaise gestion bilancielle dans le secteur privé. Mais que les chocs financiers trouvent leur origine dans le secteur financier intérieur ou proviennent d'une contagion financière mondiale, une politique prudente de gestion de la dette publique, associée à une politique macroéconomique saine, est indispensable pour contenir le coût qu'ils entraînent sur le plan humain et sur celui de la production.

8. Les directives couvrent la dette publique extérieure et intérieure et englobent une large gamme de créances financières sur l'État. Elles visent à identifier les domaines dans lesquels existe un large consensus sur ce qui constitue d'une manière générale de bonnes pratiques de gestion de la dette publique. Les directives cherchent à identifier des principes applicables à un large éventail de pays à différents stades de développement, et dotés d'une variété de structures institutionnelles de gestion de la dette nationale. Il ne faudrait pas voir un ensemble de pratiques contraignantes ou de normes et codes à respecter obligatoirement, ni en déduire qu'il existe un ensemble unique de pratiques, applicables dans tous les cas à tous les pays. Cela peut prendre plusieurs années de renforcer les capacités de gestion de la dette souveraine, et les situations et les besoins varient considérablement d'un pays à l'autre. Ces directives sont principalement destinées à aider les responsables en diffusant les meilleures des pratiques adoptées par les pays dans leur stratégie et la conduite de leurs opérations de gestion de la dette. Elles trouveront des applications différentes d'un pays à l'autre, en fonction de la situation propre à chacun, en particulier de son stade de développement financier.

9. Les besoins de renforcement des capacités en matière de gestion de la dette souveraine sont différents pour chaque pays. Ils dépendent de plusieurs facteurs : les

³ Voir par exemple *Remarks by Chairman Alan Greenspan before the World Bank Group and the International Monetary Fund, Program of Seminars, Washington, 27 septembre 1999.*

contraintes auxquelles il se heurte sur le marché des capitaux, son régime de change, la qualité de ses politiques macroéconomiques et de sa réglementation, ses capacités institutionnelles à concevoir et mettre en oeuvre des réformes, la qualité de sa signature, et ses objectifs de gestion de la dette publique. L'assistance technique doit donc être soigneusement modulée en fonction des objectifs poursuivis, tout en tenant compte des orientations de la politique économique, du cadre institutionnel et des ressources technologiques et humaines dont le pays dispose. Les directives devraient aider les décideurs et leurs conseillers à élaborer des réformes de la gestion de la dette car elles soulèvent des questions d'intérêt public qui concernent tous les pays. Cela vaut tout autant que la dette consiste en instruments négociables ou en créances de dette officielle bilatérale ou multilatérale, encore que les mesures spécifiques qui seront prises différeront selon la situation propre à chaque pays.

10. Tout État doit faire des choix, qu'il s'agisse des objectifs de la gestion de la dette, du niveau de risque tolérable, de la partie des finances publiques dont les gestionnaires de la dette doivent rendre compte, de la manière dont il convient de gérer les passifs conditionnels, et des moyens d'assurer une gestion responsable de la dette publique. Sur beaucoup de ces points, le consensus grandit sur ce que doivent être des pratiques prudentes de gestion de la dette souveraine, capables de réduire également la vulnérabilité à la contagion et aux chocs financiers. Celles-ci reposent sur la notion qu'il convient de fixer des objectifs clairs à la gestion de la dette, de peser les risques en regard des considérations de coût, de coordonner, mais de maintenir distinctes, la gestion de la dette et la gestion monétaire, de limiter l'expansion de la dette, de gérer avec prudence le risque de refinancement et les charges d'intérêts de la dette, et de maintenir une structure institutionnelle saine, notamment en répartissant clairement les responsabilités — et l'obligation de rendre compte qu'elles entraînent — entre les différents organismes publics impliqués dans la gestion de la dette.

11. La gestion de la dette doit s'inscrire dans un cadre macroéconomique clair, au sein duquel les autorités veillent à ce que le niveau et le rythme de croissance de l'endettement public restent tolérables. Les problèmes de gestion de la dette sont souvent dus au fait que les décideurs ne prêtent pas suffisamment attention au fait qu'il est payant de gérer prudemment l'endettement, et coûteux de mal maîtriser la gestion macroéconomique. Dans le premier cas, il est souhaitable que les autorités se rendent mieux compte des avantages d'une stratégie d'endettement prudente, menée dans un cadre et au moyen de mesures coordonnées avec la politique macroéconomique. Dans le second cas, une politique monétaire, budgétaire ou de change inappropriée engendre l'incertitude des marchés quand au rendement futur des investisseurs libellés dans la monnaie du pays, ce qui incite les investisseurs à demander des primes de risque plus élevées. De bons antécédents en matière de gestion macroéconomique peuvent aider à dissiper cette incertitude. Il faut aussi mettre en place l'infrastructure technique — fichier central des titres et système de paiement et de règlement — propre à faciliter le développement du marché financier intérieur.

III. DIRECTIVES POUR LA GESTION DE LA DETTE — FORME RÉSUMÉE

1. Objectifs et coordination de la gestion de la dette

1.1 Objectifs

L'objectif principal de la gestion de la dette publique est de satisfaire les besoins de financement de l'État et ses obligations de paiement au moindre coût possible à long terme, en maintenant le risque à un niveau prudent.

1.2 Attributions

La gestion de la dette devrait englober les principales obligations financières gérées par l'administration centrale.

1.3 Coordination avec les politiques monétaire et budgétaire

Les gestionnaires de la dette, les conseillers en politique budgétaire et les gouverneurs de banque centrale doivent s'accorder sur les objectifs de la gestion de la dette et des politiques monétaire et budgétaire, étant donné les interdépendances qui existent entre leurs divers instruments d'action. Il convient que les gestionnaires de la dette fassent connaître aux autorités budgétaires leur opinion sur les coûts et risques associés aux besoins de financement et au niveau d'endettement de l'État.

Si le niveau de développement financier le permet, il est souhaitable de maintenir les objectifs et responsabilités de la gestion de la dette distincts de ceux des politiques monétaire et budgétaire.

Les gestionnaires de la dette, les autorités budgétaires et monétaires doivent se tenir mutuellement informés des besoins de liquidité courants et futurs de l'État.

2. Transparence et responsabilité

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

La répartition des responsabilités entre le Ministère des finances, la banque centrale ou un organisme distinct de gestion de la dette, aux fins du conseil stratégique en gestion de la dette et pour la mise en place des émissions primaires d'emprunts, de l'organisation des marchés secondaires, des dépositaires et des dispositifs de compensation et de règlement des transactions en titres publics doit être rendue publique.

Il convient de définir clairement et de rendre publics les objectifs de la gestion de la dette, et d'explicitier les agrégats adoptés en matière de coût et de risque.

2.2. Caractère ouvert de la formulation et de la communication de la politique de gestion de la dette

Les aspects matériellement importants des opérations de gestion de la dette doivent être rendus publics.

2.3. Accès du public à l'information sur la politique de gestion de la dette

Le public doit être tenu informé des activités budgétaires passées, actuelles et projetées et de la position financière consolidée de l'État.

L'administration publique doit publier régulièrement des informations sur l'encours et la composition de sa dette et de ses actifs financiers, notamment leur ventilation par monnaie, la structure de leurs échéances et de leurs taux d'intérêt.

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

Les activités de gestion de la dette doivent être vérifiées annuellement par des vérificateurs externes.

3. Cadre institutionnel

3.1. Qualité de l'administration

Le cadre réglementaire doit préciser les détenteurs de l'autorité d'emprunter et d'émettre de nouveaux emprunts, d'investir et d'entreprendre des transactions pour le compte de l'État. Le cadre organisationnel de la gestion de la dette doit être clairement spécifié, et donner une définition précise des rôles et des responsabilités.

3.2. Gestion des opérations internes

Il convient de maîtriser le risque pour l'État de pertes dues à des insuffisances du contrôle des opérations en suivant des pratiques de bonne gestion, notamment en veillant à la bonne articulation des responsabilités entre les services, et à l'application de procédures claires de suivi, de contrôle et de communication des résultats.

La gestion de la dette doit s'appuyer sur un système informatique de gestion précis et complet, muni des dispositifs de sécurité requis.

Les personnels participant à la gestion de la dette doivent être astreints, dans la conduite de leurs affaires financières personnelles, à respecter un code de conduite et des directives visant à éviter les conflits d'intérêts.

Afin d'atténuer le risque que les activités de gestion de la dette puissent être gravement perturbées par des catastrophes naturelles, des troubles civils ou des actes de terrorisme, des

procédures robustes doivent être mises en place pour assurer la reprise des opérations et le suivi des dossiers sans solution de continuité.

4. Stratégie de gestion de la dette

Les risques inhérents à la structure de la dette publique doivent faire l'objet d'un suivi attentif et être évalués avec soin. Il convient d'atténuer ces risques en modulant, autant que possible, la structure de la dette, en tenant compte des coûts qui en découlent.

Les gestionnaires de la dette doivent prendre en considération, afin d'aider à éclairer les décisions d'emprunt et de réduire le risque supporté par les finances publiques, les caractéristiques de risque des flux de trésorerie de l'État.

Les gestionnaires de la dette doivent tenir compte des risques liés à la dette libellée en devises et à la dette à court terme ou à taux variable.

La gestion de trésorerie doit être suffisamment efficace par rapport à son coût pour permettre aux autorités de remplir leurs obligations financières à l'échéance avec une grande régularité.

5. Structure de gestion du risque

Il convient de développer une structure permettant aux gestionnaires de la dette d'identifier et de gérer les arbitrages à effectuer entre les coûts et les risques prévisibles que peut comporter le portefeuille de la dette publique.

Afin d'évaluer le risque, les gestionnaires de la dette doivent conduire régulièrement des tests pour déterminer la résistance du portefeuille de la dette aux chocs économiques et financiers auxquels l'État — et le pays d'une façon générale — sont susceptible d'être exposés.

5.1. *Limites de la gestion active*

Les gestionnaires de la dette qui cherchent à gérer activement le portefeuille d'emprunts afin de tirer parti d'anticipations de variations des taux d'intérêt et de change différente de celles qu'expriment implicitement les prix courants du marché doivent être conscients des risques concomitants et être tenus comptables de leurs actions.

5.2. *Passifs conditionnels*

Les gestionnaires de la dette doivent tenir compte de l'incidence des passifs conditionnels sur la position financière — notamment la liquidité globale — de l'État dans leurs décisions d'emprunt.

6. Développement et bon fonctionnement d'un marché de titres publics performant

Afin de réduire le coût et les risques à long terme, les gestionnaires de la dette doivent s'assurer que leurs politiques et opérations sont compatibles avec le développement d'un marché de titres publics performant.

6.1. *Instruments et diversification du portefeuille*

L'administration doit s'efforcer de réunir une large base d'investisseurs pour ses obligations intérieures et extérieures, en portant l'attention voulue au coût et au risque associés, et traiter les investisseurs équitablement.

6.2. *Marché primaire*

Les opérations de gestion de la dette sur le marché primaire doivent être transparentes et prévisibles.

6.3. *Marché secondaire*

L'administration et la banque centrale doivent promouvoir le développement de marchés secondaires robustes, capables de bien fonctionner dans des situations très variables.

Les systèmes utilisés pour le règlement et la compensation des titres publics échangés sur le marché financier doivent reposer sur des pratiques saines.

IV. EXAMEN DES DIRECTIVES

1. Objectifs et coordination de la gestion de la dette

1.1. *Objectifs*

12. **L'objectif principal de la gestion de la dette publique est de satisfaire les besoins de financement de l'État et ses obligations de paiement au moindre coût possible à moyen et long terme, en maintenant le risque à un niveau prudent.** Une gestion prudente du risque veillant à éviter des structures et des stratégies d'emprunt dangereuses — notamment le financement monétaire du déficit public — est cruciale, étant donné les graves conséquences macroéconomiques qu'entraîne le défaut de paiement souverain, et l'amplitude des pertes de production et des coûts qui l'accompagnent. Ces coûts peuvent inclure des faillites d'entreprises et de banques ainsi que la perte durable de la crédibilité et de la capacité de l'administration à mobiliser l'épargne intérieure et extérieure. L'encadré 1 énumère les risques liés à la gestion de la dette souveraine.

Encadré 1. Risques encourus dans la gestion de la dette souveraine

Risque	Description
Risque de marché	Risques liés à l'évolution des prix du marché, tels que les taux d'intérêt, les taux de change, les prix des produits de base, etc. Qu'elle soit libellée en devises ou en monnaie nationale, toute variation des taux d'intérêt modifiera le coût du service de la dette, soit lors des émissions de refinancement pour la dette à taux fixe, soit lors de la fixation du nouveau taux pour la dette à taux flottant. De ce fait, la dette à court terme, qu'elle soit à taux fixe ou flottant, est en général considérée plus risquée que la dette à long terme à taux fixe (quoiqu'une concentration excessive de dette à taux fixe sur de très longues échéances puisse être aussi risquée, les besoins de financement futurs étant inconnus). La dette libellée en monnaies étrangères ou indexée sur elles accroît aussi l'instabilité du coût du service de la dette en monnaie nationale en raison des variations des taux de change de ces monnaies. Les obligations à option de vente peuvent exacerber les risques de marché.
Risque de refinancement	Le risque de devoir renouveler la dette à un coût exceptionnellement élevé, ou à l'extrême, de ne pas pouvoir la renouveler du tout. Dans la mesure où le risque de refinancement est limité au risque de devoir renouveler la dette à des taux d'intérêt plus élevés, y-compris l'évolution des marges d'intermédiation, on peut le considérer comme un risque de marché. Cependant, du fait que l'incapacité de refinancer la dette et/ou une hausse exceptionnellement élevée des coûts de financement de l'État peuvent susciter ou exacerber une crise de la dette et par là provoquer des pertes économiques réelles, il est souvent traité séparément. La gestion de ce risque est particulièrement importante pour les marchés émergents.
Risque de liquidité	On distingue deux types de «risque de liquidité». L'un concerne le coût ou la pénalité auxquels s'exposent les investisseurs qui tentent de se dégager d'une position lorsque le nombre des opérateurs a fortement diminué ou que le marché considéré n'est pas assez actif. Ce risque est particulièrement important lorsque la gestion de la dette inclut la gestion des actifs liquides ou fait appel à des instruments financiers dérivés. L'autre type de risque de liquidité, du point de vue de l'emprunteur, concerne une situation dans laquelle le volume des actifs liquides est susceptible de fortement diminuer à cause d'obligations de trésorerie imprévues et/ou en cas de difficultés à obtenir à bref délai des ressources liquides par l'emprunt.
Risque de crédit	Il s'agit du risque de non-exécution, de la part de l'emprunteur, des conditions de prêts ou autres contrats sur actifs financiers ou, de la part d'une contrepartie, des conditions d'un contrat financier. Ce risque est particulièrement à considérer lorsque la gestion de la dette inclut la gestion des actifs liquides. Il peut aussi se présenter dans le cas d'acceptations de soumissions à l'occasion d'adjudications de titres publics, ainsi que dans le cadre d'obligations conditionnelles, et lorsque des contrats sur produits dérivés sont souscrits par le gestionnaire de la dette.
Risque de règlement	Ce risque concerne la perte que l'État peut subir par suite d'un non-règlement de la part de la contrepartie, dû à tout autre raison qu'un défaut de paiement.
Risque opérationnel	Cette catégorie regroupe différents types de risque, notamment : les erreurs de transaction aux différentes étapes de l'exécution et de l'enregistrement des opérations, les insuffisances ou les défaillances des contrôles internes, ou des systèmes et services, le risque afférent à la réputation financière, les problèmes juridiques, les atteintes à la sécurité ou les catastrophes naturelles préjudiciables à l'activité économique.

Les États doivent tenter de réduire au minimum les coûts prévisibles du service de la dette et le coût de détention des actifs liquides, sous réserve d'un niveau de risque acceptable, en fonction d'un horizon à moyen ou à long terme⁴. Réduire les coûts sans égard aux risques ne peut être un objectif. Les transactions qui semblent abaisser les coûts du service de la dette entraînent souvent des risques significatifs pour l'État et peuvent restreindre sa capacité à rembourser les créanciers. Souvent les pays développés, où les marchés de titres publics sont en général très actifs et liquides, se préoccupent surtout du risque de marché, qui peut être mesuré par une combinaison de tests d'épreuve et de modèles perfectionnés. En revanche, les pays à marché émergent qui n'ont que peu ou pas accès aux marchés de capitaux étrangers et dont le marché de la dette intérieur est relativement sous-développé doivent accorder la priorité au risque de refinancement. Le cas échéant, une politique de gestion de la dette visant à encourager le développement du marché intérieur de la dette doit aussi constituer un objectif public essentiel. C'est particulièrement vrai pour les pays où les contraintes du marché sont telles que l'emprunt à court terme, l'emprunt à taux flottant et l'emprunt en devises représentent à court terme la seule alternative praticable au financement monétaire.

1.2 Attributions

13. **La gestion de la dette devrait englober les principaux risques financiers gérés par l'administration centrale.** Ces obligations comprennent en règle générale des créances négociables et des créances non négociables correspondant au financement reçu de source officielles multilatérales ou bilatérales. Dans de nombreux pays, le champ couvert par les opérations de gestion de la dette s'est élargi depuis quelques années. Néanmoins, la dette du secteur public qui est incluse ou exclue des attributions de l'administration centrale sur la gestion de la dette varie d'un pays à l'autre, en fonction de la nature des cadres politique et institutionnel⁵.

14. Aujourd'hui les emprunts en monnaies nationale et étrangères sont habituellement coordonnés. En outre, la gestion de la dette englobe souvent la supervision des actifs financiers liquides et les risques éventuels dus aux créances hors-bilan sur l'administration centrale, notamment les passifs conditionnels tels que les garanties d'État. Dans l'élaboration et l'application d'une stratégie de gestion de la dette de l'administration centrale propre à atteindre les objectifs de coût, de risque et autres fixés à la gestion de la dette souveraine, l'administration centrale doit aussi suivre et évaluer dans la mesure du possible les risques susceptibles de découler de la garantie des dettes contractées par les niveaux infranationaux de l'administration et par les entreprises publiques, et se tenir informée de la position financière globale des emprunteurs du secteur privé. Par ailleurs il peut être nécessaire de

⁴ Outre leur préoccupation du coût réel des crises financières, le souci des États d'éviter les structures d'emprunt trop risquées traduit leur crainte des répercussions d'éventuelles pertes sur leur position budgétaire et sur leur accès aux marchés de capitaux, ainsi que la préoccupation qu'elles n'aboutissent à accroître la pression fiscale et le risque politique.

⁵ Ces directives peuvent aussi apporter un aperçu utile à d'autres niveaux de l'administration publique dotés de responsabilités de gestion de la dette.

coordonner les calendriers d'emprunts de l'administration centrale et des emprunteurs infranationaux afin que les émissions de nouveaux titres soient convenablement espacées.

1.3 Coordination avec les politiques monétaire et budgétaire

15. Les gestionnaires de la dette, les conseillers en politique budgétaire et les gouverneurs de banque centrale doivent s'accorder sur les objectifs de la gestion de la dette et des politiques monétaire et budgétaire, étant donné les interdépendances qui existent entre leurs divers instruments d'action. Il convient que les gestionnaires de la dette fassent connaître aux autorités budgétaires leur opinion sur les coûts et risques associés aux besoins de financement et au niveau d'endettement de l'État. Les responsables publics doivent comprendre comment fonctionnent les divers instruments, comment leurs effets sont susceptibles de se renforcer mutuellement, et comment des tensions peuvent surgir entre les politiques⁶. La décision d'accroître la durée de la dette et la part de la dette à taux fixe et libellée en monnaie nationale peut être coûteuse à court terme, mais réduit le risque de refinancement et est susceptible de constituer une étape importante dans le développement d'un marché intérieur des capitaux. On peut souvent aussi y voir, si elle s'accompagne de politiques budgétaires saines, le prix à payer pour améliorer la crédibilité de la politique monétaire, et réduire ainsi par là le coût à long terme de l'émission de l'emprunt. Pour certains pays, l'émission d'un emprunt à taux fixe de longue durée n'est pas envisageable; dans ces conditions d'autres structures d'emprunt, notamment les obligations indexées sur l'inflation ou le taux de change peuvent être la seule solution viable. Dans certains cas, la gestion de la dette peut entrer en conflit avec la politique monétaire en raison de différences entre leurs objectifs — la politique de la dette gérant l'arbitrage coût/risque tandis que la politique monétaire a normalement pour but de maintenir la stabilité des prix. Des divergences de vues sur le niveau approprié des taux d'intérêt intérieurs, ou des conditions monétaires en général, ou de l'encours de la dette publique libellée en devises, pourront naturellement surgir de ces différences. Pour cette raison, il importe que la coordination soit menée dans le contexte d'un cadre macroéconomique clair.

16. Si le niveau de développement financier le permet, il est souhaitable que les objectifs et responsabilités de la gestion de la dette soient maintenus distincts de ceux des politiques monétaire et budgétaire. La clarification des rôles et des objectifs respectifs de la gestion de la dette et de la politique monétaire réduit les risques de conflit. Dans les pays qui disposent de marchés financiers bien développés, les programmes d'emprunt reposent sur les projections économiques et budgétaires contenues dans le budget de l'État, et la politique monétaire est conduite indépendamment de la gestion de la dette. On évite ainsi que les décisions des gestionnaires de la dette paraissent influencées par des informations privilégiées sur les décisions touchant aux taux d'intérêt, et que des intérêts conflictuels paraissent influencer sur le fonctionnement du marché. L'objectif de réduire le coût à terme de la

⁶ On trouvera des précisions supplémentaires sur les questions de coordination dans V. Sundararajan, Peter Dattels et Hans J. Blomestein, éd. 1997, *Coordinating Public Debt and Monetary Management*, (Washington : FMI).

dette publique, sous réserve d'un niveau de risque prudent, ne doit pas être considéré comme l'autorisation de réduire les taux d'intérêt ou d'influer sur les conditions monétaires intérieures. L'objectif de réduire l'arbitrage coût/risque ne doit pas non plus justifier l'octroi de crédit à bas prix par la banque centrale à l'État, ni les décisions de politique monétaire être motivées par des considérations relatives à la gestion de la dette.

17. Les responsables de la gestion de la dette, des politiques monétaire et budgétaire doivent échanger leurs informations sur les besoins de liquidité actuels et futurs de l'État. Comme les opérations monétaires sont souvent conduites au moyen des titres et des marchés de la dette publique, le choix des instruments et des modalités des opérations monétaires peut avoir une incidence sur le fonctionnement des marchés des emprunts publics, et potentiellement sur la situation financière des participants à ces marchés. Une conduite efficace de la politique monétaire exige pour ce même motif une compréhension approfondie des flux financiers à court et à long terme de l'État. Les responsables de la gestion de la dette et ceux des politiques budgétaire et monétaire se rencontrent donc souvent pour évoquer une large gamme de questions de politique économique. Au niveau opérationnel, les responsables de la gestion de la dette et ceux de la conduite des politiques monétaire et budgétaire échangent en général leurs informations sur les besoins de liquidité actuels et futurs de l'État. Souvent ils coordonnent leurs opérations afin d'éviter d'opérer au même moment sur le même segment du marché. Il peut être cependant plus difficile d'atteindre le degré de séparation approprié entre gestion de la dette et politique monétaire dans les pays dont les marchés financiers sont moins développés, les opérations de gestion de la dette pouvant y exercer des effets d'autant plus puissants sur le niveau des taux d'intérêt et le fonctionnement du marché financier local. Il convient de peser avec soin l'enchaînement des réformes nécessaires à réaliser ladite séparation.

2. Transparence et responsabilité⁷

18. Ainsi qu'il est précisé dans le *Code de bonnes pratiques pour la transparence des politiques monétaire et financière : Déclaration de principes* (dit ci-après code de transparence PMF), l'argument en faveur de la transparence des opérations de gestion de la dette repose sur les prémisses suivantes : premièrement, leur effectivité est susceptible d'être renforcée si le public — à savoir les marchés financiers — a connaissance des instruments et des objectifs de la politique et si pour atteindre ces derniers les autorités font preuve d'une détermination crédible; deuxièmement, la transparence peut améliorer la qualité de la gestion publique du fait de l'obligation accrue de rendre compte imposée à la banque centrale, au

⁷ Cette section s'inspire des aspects du *Code de bonnes pratiques en matière de transparence des finances publiques : Déclaration de principes* (dit ci-après code TFP) et du *Code de bonnes pratiques pour la transparence des politiques monétaire et financière : Déclaration de principes* (dit ci-après code de transparence PMF) qui ont trait aux opérations de gestion de la dette. Les sous-sections du présent chapitre reprennent les titres de chapitre du code de transparence PMF.

ministère des finances et aux autres institutions financières publiques participant à la gestion de la dette.

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

19. **La répartition des responsabilités entre le ministère des finances, la banque centrale ou un organisme distinct de gestion de la dette, aux fins du conseil stratégique en gestion de la dette et du lancement d'émissions primaires d'emprunts, de l'organisation des marchés secondaires, des dépositaires et des dispositifs de compensation et de règlement des transactions en titres publics doit faire l'objet d'une diffusion publique**⁸. La transparence des compétences respectives et l'application de règles et procédures claires aux opérations de la banque centrale et du ministère des finances peuvent aider à résoudre les conflits entre les politiques et opérations relevant de la gestion monétaire et de celle de la dette. La transparence et la simplicité des opérations de gestion de la dette peuvent aussi permettre aux émetteurs de réduire les coûts de transaction et d'atteindre leurs objectifs de gestion de portefeuille. Elles peuvent aussi diminuer les incertitudes des investisseurs, abaisser leurs coûts de transaction, encourager davantage d'investisseurs à acquérir des titres, et à terme aider les États à abaisser le coût du service de la dette publique.

20. **Il convient de définir clairement et de diffuser publiquement les objectifs de la gestion de la dette, et d'expliquer les agrégats adoptés en matière de coût et de risque**⁹. Certains gestionnaires de dette souveraine publient également leurs coûts et risques de référence, mais cette pratique n'est pas universelle. L'expérience donne à penser que cette diffusion publique renforce la crédibilité du programme de gestion de la dette et contribue à la réalisation de ses objectifs. Les éventuels objectifs complémentaires, tels que le développement d'un marché financier intérieur, doivent également être publiés. Leurs rapports avec l'objectif principal doivent être clairement définis.

21. Il est essentiel que les objectifs de la gestion de la dette soient clairs afin de réduire l'incertitude quant à la détermination de l'administration d'effectuer les arbitrages nécessaires entre coût et risque. Une mauvaise définition des objectifs conduit souvent à de mauvaises décisions quant à la manière de gérer la dette existante et aux types d'emprunt qu'il convient d'émettre, particulièrement en période d'instabilité sur les marchés, ce qui peut résulter en un portefeuille de dette publique coûteux et risqué, et davantage vulnérable en cas de crise. L'imprécision des objectifs engendre également l'incertitude dans la communauté financière. Cela est susceptible d'augmenter le coût du service de la dette publique, car tenter de suivre et d'interpréter les objectifs et le cadre de politiques poursuivis par l'administration engendrera des coûts pour les investisseurs, qui pourront exiger une prime de risque plus élevée en raison de cette incertitude.

⁸ Voir code de transparence PMF, 5.2.

⁹ Voir code de transparence PMF, 5.1.

2.2 *Caractère ouvert de la formulation et de la communication des politiques de gestion de la dette*

22. **Les aspects matériellement importants des opérations de gestion de la dette doivent être rendus publics.** Le *Code de bonnes pratiques en matière de transparence des finances publiques — Déclaration de principes* souligne l'importance et la nécessité d'un cadre réglementaire et administratif clair pour la gestion de la dette, notamment l'existence de mécanismes de coordination et de gestion des activités budgétaires et extrabudgétaires.

23. Les réglementations et procédures applicables à la distribution primaire des titres publics, notamment le format de l'adjudication et les règles régissant la participation, la soumission d'offres et l'allocation des titres doivent être claires pour tous les participants. Les règles portant sur l'agrément des courtiers primaires, s'il en existe, et autres intermédiaires en titres publics officiellement désignés, notamment les critères de leur sélection et leurs droits et obligations, doivent également être rendus publics¹⁰. Les réglementations et procédures régissant le fonctionnement du marché secondaire de titres publics, notamment toute intervention entreprise par la banque centrale en tant qu'agent chargé des opérations de gestion de la dette de l'État, doivent être rendues publiques¹¹.

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

24. **Le public doit être tenu informé des activités budgétaires passées, actuelles et projetées et de la position financière consolidée de l'État.** Il est important de divulguer la comptabilisation des flux et de l'encours de la dette publique, si possible sur la base des encaissements-décaissements et sur la base de l'exercice¹². Les marchés de capitaux libéralisés réagissent promptement aux nouvelles et aux événements, et sur les plus efficaces d'entre eux, les participants réagissent aux informations même non publiées. Les acteurs du marché tentent toujours de reconstituer par déduction les informations non publiées, et il n'y a sans doute, à terme, aucun avantage pour l'émetteur à garder par exemple confidentiels le volume et le moment approximatifs de l'émission d'un nouvel emprunt. La plupart des gestionnaires de dette publient donc régulièrement le programme des emprunts nationaux projetés. Certains adhèrent à des schémas fixes pour les émissions nouvelles, tout en se réservant la possibilité de ne fixer les montants et les échéances des instruments qu'une ou deux semaines avant l'adjudication.

25. **L'administration publique doit publier régulièrement des informations sur l'encours et la composition de sa dette et de ses actifs financiers, notamment leur ventilation par monnaies, la structure de leurs échéances et de leurs taux d'intérêt¹³.** La

¹⁰ Voir code de transparence PMF, 6.1.3.

¹¹ Voir code de transparence PMF, 1.3.

¹² Voir code TPF, section II et code de transparence PMF, section VII.

¹³ Voir code TPF, 2.2.

position financière du secteur public doit être régulièrement publiée¹⁴. Lorsque des passifs conditionnels existent — par exemple par l'effet d'un régime formel d'assurance des dépôts soutenu par l'État — il convient autant que possible de préciser les coûts et risques associés à ces passifs dans les comptes nationaux¹⁵. Il importe aussi de divulguer clairement le statut fiscal des titres publics au moment de leur émission. Il convient également de publier, le cas échéant, les objectifs et coûts budgétaires du traitement fiscal privilégié des titres publics.

26. On peut considérer que la transparence va de pair avec une saine politique économique. Le *Code de bonnes pratiques pour la transparence des politiques monétaire et financière — Déclaration de principes* admet toutefois que certaines circonstances justifient de limiter l'étendue de cette transparence¹⁶. Un gouvernement peut par exemple ne pas souhaiter divulguer sa stratégie de prix antérieurement à une opération de rachat de dette afin d'éviter de déclencher un mouvement défavorable des prix. D'une manière générale cependant, de telles limitations devraient rester relativement rares dans le cadre des opérations de gestion de la dette.

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

27. **Les activités de gestion de la dette doivent être vérifiées annuellement par des vérificateurs externes.** Le cadre de répartition des responsabilités de gestion de la dette peut être renforcé par la publication des rapport d'audit¹⁷. Les états financiers publics, notamment les coûts et recettes de fonctionnement, doivent être régulièrement vérifiés et publiés conformément à un calendrier annoncé à l'avance¹⁸. Il convient qu'un office national de vérification des comptes, tel que l'organisme chargé de la vérification des opérations de l'administration, fournisse en temps opportun des rapports sur l'intégrité financière des comptes de l'administration centrale. Il faut aussi en outre soumettre régulièrement à un audit les performances des gestionnaires de la dette ainsi que les systèmes et procédures de contrôle.

¹⁴ Voir le *Manuel de statistiques de finances publiques* du FMI (projet de deuxième édition, décembre 2000) pour plus de détails sur le mode de présentation de l'information. L'équipe spéciale interinstitutions chargée des statistiques des finances (TFFS) prépare actuellement un cadre de présentation des statistiques de la dette extérieure. Voir *Dette extérieure : Guide pour les statisticiens et les utilisateurs* (projet de document TFFS, mars 2000).

¹⁵ Des précisions sur la divulgation des passifs conditionnels sont données à la section 5.2.

¹⁶ Voir code de transparence PMF, introduction.

¹⁷ Voir code de transparence PMF, 1.2, 1.3, sections IV et VIII.

¹⁸ Le processus de vérification des comptes peut varier en fonction de la structure institutionnelle du fonctionnement de la gestion de la dette.

3. Cadre institutionnel

3.1 *Qualité de l'administration*

28. **Le cadre réglementaire doit préciser les détenteurs de l'autorité d'emprunter et d'émettre de nouveaux emprunts, d'investir et d'entreprendre des transactions pour le compte de l'État.** L'autorité d'emprunter doit être clairement définie dans la législation¹⁹. Des pratiques administratives robustes sont une composante importante de la gestion de la dette souveraine, étant donné la taille des portefeuilles de dette publique.

29. L'assurance que le portefeuille de la dette publique est géré avec prudence et efficacité est de nature à renforcer la robustesse et la crédibilité du système financier. En outre, les contreparties ont besoin d'être assurées que les gestionnaires de la dette souveraine sont bien investis de l'autorité légale de représenter l'État, et que l'administration garantit toutes les transactions que ses gestionnaires publics sont susceptibles de contracter. Une des clauses importantes du cadre juridique est la définition de l'autorité d'émettre de nouveaux emprunts, qui est en général stipulée sous forme d'une loi autorisant l'emprunt à hauteur soit d'un montant fixé soit d'un plafond d'endettement.

30. **Le cadre organisationnel de la gestion de la dette doit être clairement spécifié, et donner une définition précise des rôles et des responsabilités**²⁰. Les dispositions légales doivent correspondre à la délégation des compétences appropriées aux gestionnaires de la dette. L'expérience indique qu'il existe diverses possibilités institutionnelles d'attribuer les fonctions de gestion de la dette souveraine à un ou plusieurs organismes, notamment à un ou plusieurs des organismes suivants : Ministère des finances, banque centrale, office autonome de gestion de la dette, et dépositaire central²¹. Quelle que soit l'approche retenue, l'essentiel est que le cadre organisationnel dans lequel s'effectue la gestion de la dette soit clairement précisé, qu'il y ait coordination des actions et circulation de l'information, et que les compétences des différents acteurs soient clairement délimitées²².

31. De nombreux gestionnaires de la dette présentent un rapport annuel de gestion qui passe en revue les activités de l'année précédente, et fournit un aperçu général des programmes d'emprunt pour l'année en cours sur la base des projections budgétaires

¹⁹ Voir également code TPF, 1.2.

²⁰ Voir également section 2.1 des directives, et code de transparence PMF, 5.2.

²¹ Quelques pays ont privatisé, dans le cadre de limites clairement définies, certains éléments de la gestion de la dette notamment certaines fonctions post-marché et la gestion de l'encours de la dette libellée en devises.

²² Si la banque centrale est chargée de la responsabilité première de la gestion de la dette, il convient tout spécialement de définir clairement et de maintenir distincts les objectifs de gestion de la dette et ceux de la politique monétaire.

annuelles. Ces rapports renforcent la responsabilité devant le public des gestionnaires de la dette publique. En divulguant les critères d'orientation du programme d'émissions et les hypothèses et arbitrages sur lesquels ils reposent, ils facilitent aussi le fonctionnement des marchés financiers et permettent de mesurer par comparaison les performances des gestionnaires.

3.2 *Gestion des opérations internes*

32. **Il convient de maîtriser le risque pour l'État de pertes dues à des insuffisances du contrôle des opérations en suivant des pratiques de bonne gestion, notamment en veillant à la bonne articulation des responsabilités entre les services, et à l'application de procédures claires de suivi, de contrôle et de communication des résultats.** Le risque opérationnel, découlant d'insuffisances des contrôles et du non-respect des politiques en vigueur, peut entraîner des pertes considérables pour l'État et ternir la réputation des gestionnaires de la dette. Des pratiques robustes de suivi et de contrôle sont indispensables pour réduire le risque opérationnel.

33. La responsabilité opérationnelle de la gestion de la dette est en général partagée entre la salle des marchés et le service post-marché, qui sont deux services distincts dotés de fonctions et de responsabilités propres, avec leurs propres lignes de déclaration. La salle des marchés est généralement chargée d'exécuter les opérations sur les marchés financiers, notamment la gestion des adjudications et autres modes d'emprunt, et de toutes les autres opérations de financement. Il importe de veiller à ce que la personne chargée d'exécuter une opération de marché soit différente de celle chargée d'enregistrer l'opération dans le système comptable. Le service post-marché se charge du règlement des opérations et de la tenue de la comptabilité financière. Dans de nombreux cas, un service intermédiaire ou de gestion du risque distinct est aussi mis en place pour évaluer les résultats par rapport aux références stratégiques. Cette séparation des fonctions contribue à renforcer l'indépendance des responsables de la structure de gestion et de suivi du risque et de l'évaluation des résultats de ceux qui sont chargés de l'exécution des opérations de marché. Lorsque les services de gestion de la dette sont assurés par la banque centrale (par exemple les services d'enregistrement et d'adjudication des titres) pour le compte des gestionnaires de la dette publique, les responsabilités et compétences de chaque partie peuvent être formalisées au moyen d'un accord faisant de la banque centrale l'agent financier des gestionnaires de la dette publique.

34. La gestion de la dette publique requiert un personnel ayant à la fois des compétences financières (gestion de portefeuille et analyse de risque, par exemple) et administratives. Quelle que soit la structure institutionnelle, la capacité d'attirer et de retenir des spécialistes de gestion de la dette qualifiés est cruciale pour atténuer le risque opérationnel. Cela peut représenter une difficulté majeure pour de nombreux pays, en particulier lorsqu'il y a une forte demande pour type de spécialistes dans le secteur privé, ou qu'il y a globalement une pénurie de personnes qualifiées. Les investissements dans la formation peuvent aider à remédier au problème, mais lorsqu'il subsiste de grandes différences de salaires entre le privé et le public, il est parfois difficile aux services de gestion de la dette publique de retenir leurs fonctionnaires.

35. La gestion de la dette doit s'appuyer sur un système informatique de gestion précis et complet, muni des dispositifs de sécurité requis. Les pays qui commencent tout juste à mettre en place des capacités de gestion de la dette doivent veiller en priorité à se doter de système précis d'enregistrement et d'information. C'est essentiel non seulement pour produire des statistiques et assurer le paiement du service de la dette selon l'échéancier, mais aussi pour améliorer la qualité des rapports d'exécution du budget et la transparence des comptes publics. Le système informatique de gestion doit pouvoir saisir tous les flux de trésorerie pertinents, et faire partie intégrante du système comptable de l'administration. Si de tels systèmes sont indispensables à la gestion de la dette et l'analyse du risque, leur introduction pose souvent des difficultés considérables aux gestionnaires de la dette à cause de son coût en ressources et du temps qu'elle oblige les responsables à lui consacrer. Cependant, il importe que le coût et la complexité de ce système soient à la mesure des besoins de l'organisme.

36. **Les personnels participants à la gestion de la dette doivent être astreints, dans la conduite de leurs affaires financières personnelles, à respecter un code de conduite et des directives visant à éviter les conflits d'intérêts.** Cela permet de dissiper la crainte que les intérêts financiers personnels des responsables ne viennent saper l'intégrité des pratiques de gestion de la dette.

37. **Afin d'atténuer le risque que les activités de gestion de la dette puissent être gravement perturbées par des catastrophes naturelles, des troubles civils ou des actes de terrorisme, des procédures robustes doivent être mises en place pour assurer la reprise des opérations et le suivi des dossiers sans solution de continuité.** Étant donné que l'émission des emprunts publics repose de plus en plus sur des systèmes de comptabilisation informatisés performants et sûrs, des procédures robustes de restauration des données, comprenant des systèmes de sauvegarde des données et de commandes de secours sont indispensables pour assurer la continuité du fonctionnement de la gestion de la dette publique, maintenir l'intégrité des titres de propriété, et permettre aux détenteurs d'obligations d'avoir toute confiance en la sécurité de leur investissement.

4. Stratégie de gestion de la dette

38. **Les risques inhérents à la structure de la dette publique doivent faire l'objet d'un suivi attentif et être évalués avec soin. Il convient d'atténuer ces risques en modulant, autant que possible, la structure de la dette, en tenant compte des coûts qui en découlent.** L'encadré 2 résume certains des écueils présentés par la gestion de la dette souveraine. Il existe toute une gamme d'instruments et de politiques pour faciliter la gestion de ces risques.

39. L'identification et la gestion du risque de marché impliquent d'examiner les caractéristiques financières des recettes et des autres flux de trésorerie dont dispose l'État pour assurer le service de ses emprunts, et de choisir un portefeuille d'obligations correspondant autant que possible à ces caractéristiques. Les instruments de couverture peuvent être utilisés lorsqu'ils existent pour rapprocher le profil de coût et de risque du portefeuille de la dette de la structure de portefeuille souhaitée.

40. Certains États à marché émergent trouveraient avantage à accepter des primes de liquidité plus élevées afin de maîtriser le risque de refinancement, celui-ci risquant d'être augmenté par la concentration de la dette sur des emprunts de référence placés aux points clé de la courbe des rendements. D'un autre côté, émettre de nouvelles tranches d'une obligation existante pour en faire une obligation de référence peut améliorer la liquidité du marché, réduisant ainsi la prime du risque de liquidité dans le rendement des titres publics et abaissant le coût du service de la dette publique. Dans le but de maîtriser le risque de refinancement associé, souvent les états qui cherchent à créer des emprunts de référence détiennent des actifs financiers liquides, répartissent le profil des échéances du portefeuille de la dette sur l'ensemble de la courbe des rendements et pratiquent le rachat, la conversion ou l'échange d'obligations intérieures plus anciennes contre de nouvelles émissions.

41. Certains gestionnaires de la dette exercent également des responsabilités dans la gestion du Trésor²³. Dans les pays où les gestionnaires de la dette sont aussi chargés de la gestion des actifs liquides, ils ont adopté une approche à plusieurs volets pour gérer le risque de crédit inhérent à leurs investissements en actifs financiers liquides et aux opérations sur dérivés financiers²⁴. Dans les pays où la notation de crédit est courante, il convient que les gestionnaires de la dette limitent leurs investissements à ceux dont la cote de crédit, décernée par des agences de notation indépendantes, est au moins égale à un niveau minimum préétabli. Tous les États devraient toutefois limiter cas par cas le risque de contrepartie en prenant en compte la totalité des risques financiers encourus par l'administration avec la contrepartie considérée au titre d'opérations de gestion de la dette et des réserves de change. Le risque de crédit peut être aussi géré en diversifiant le portefeuille entre un certain nombre

Encadré 2. Gestion de la dette : quelques pièges à éviter

1. *Fragiliser la position financière de l'État en augmentant le risque, même si cela peut, à court terme, alléger les coûts et réduire le déficit.* Les gestionnaires de la dette doivent éviter d'exposer leurs portefeuilles, à des pertes importantes ou catastrophiques, même si leur probabilité est faible, en tentant de capturer des économies de coût marginales qui paraissent relativement «sans risque».

- Structure des échéances. Les pouvoirs publics ont à respecter un équilibre inter temporel entre les coûts à court terme et les coûts à long terme, qu'il convient de gérer avec prudence. Par exemple, le recours excessif à des effets à court terme ou à taux flottant dans le but de tirer parti de taux d'intérêt courts plus

²³ Dans certains pays, les gestionnaires de la dette sont aussi responsables de la gestion de certains actifs de réserves internationales. Cette question n'est pas abordée dans ce document.

²⁴ Les dérivés financiers le plus couramment utilisés par les gestionnaires de la dette sont les échanges de taux d'intérêt et les échanges de monnaies. Les échanges de taux d'intérêt permettent aux gestionnaires d'ajuster l'exposition du portefeuille de la dette au risque de taux d'intérêt; par exemple, en convertissant synthétiquement une obligation à taux fixe en obligation à taux variable. De même, un échange de monnaies peut servir à modifier synthétiquement le risque de change d'une obligation. En outre, certains pays ont émis des emprunts à option d'achat ou de vente.

bas peut exposer l'État à l'instabilité, voire à l'augmentation des coûts du service de la dette en cas de hausse des taux d'intérêt, ainsi qu'à un risque de défaut de paiement s'il se trouve incapable de refinancer ses dettes à quelque prix que ce soit.

- Montant excessif de risques de change non couverts. Ce problème peut prendre de nombreuses formes, mais les principales sont les suivantes : émissions directes de dette libellée en monnaies étrangères et de dette indexée sur une monnaie étrangère. Cette pratique peut exposer l'État à l'instabilité, voire à l'alourdissement des coûts du service de la dette si la monnaie nationale se déprécie, ainsi qu'au risque de défaut de paiement s'il n'est pas en mesure de refinancer sa dette.
- Obligations assorties d'opinions de vente. Si ces titres sont mal gérés, l'incertitude de l'émetteur augmente, ce qui a pour effet de raccourcir la durée du rachat du portefeuille et d'accroître le risque de marché/de refinancement.
- Passifs conditionnels implicites, par exemple garanties implicites données aux institutions financières. Si le système est mal géré, il peut en découler un aléa moral non négligeable.

2. *Pratiques de gestion de la dette qui faussent l'équilibre entre les décisions privées et les décisions publiques, et qui minimisent le véritable coût des intérêts.*

- Obligations garanties par des actions d'entreprises publiques ou par d'autres actifs. Cela revient non seulement à sous-évaluer le coût fondamental des intérêts, mais risque aussi de fausser les décisions concernant la gestion des actifs.
- Obligations garanties par des sources spécifiques de recettes fiscales futures. Si un flux de recettes futures est affecté à des paiements spécifiques au titre du service de dette, les pouvoirs publics seront sans doute moins disposés à engager des réformes qui compromettraient les recettes, même si ces réformes sont de nature à améliorer le système fiscal.
- Titres de dette à imposition nulle ou réduite. Cette pratique vise à faciliter le placement des obligations publiques. Son impact sur le déficit est indéterminé parce qu'il dépend de l'imposition des actifs concurrents et de la décision d'égaliser ou non les taux de rendement après impôt des titres publics imposables et des titres publics non imposables.

3. *Comptabilisation erronée des engagements conditionnels ou des obligations au titre de la dette garantie.* Cela peut amener à sous-évaluer le niveau effectif des engagements de l'État.

- Mauvaise coordination ou procédures défectueuses d'émission des emprunts contractés par les niveaux inférieurs de l'administration, éventuellement garantis par l'administration centrale, ou par les entreprises publiques, annulations répétées de dettes contractées par les niveaux inférieurs de l'administration ou par des entreprises publiques.

Encadré 2 (fin). Gestion de la dette : quelques pièges à éviter

- Garanties de prêts ayant une forte probabilité d'être exercées (sans que des provisions budgétaires suffisantes soient constituées à cet effet).
4. *Recours à des mécanismes de financement ne relevant pas du marché.* Dans certains cas, cette pratique peut être clairement à l'origine de distorsions.
- Accords spéciaux de financements concessionnels avec la banque centrale, notamment facilités de découvert à taux d'intérêt faible ou nul ou bons du Trésor spéciaux.
 - Emprunts forcés auprès de fournisseurs, soit sous la forme d'arriérés de paiements, soit par l'émission de billets à ordre. Cette pratique tend à augmenter le coût des dépenses publiques.
 - Création d'un marché captif pour les titres publics. Par exemple, dans certains pays, la caisse de retraite publique est tenue d'acquérir des titres d'État. Dans d'autres cas, les banques sont tenues de détenir un montant d'obligations publiques correspondant à un certain pourcentage de leurs dépôts. Si les coefficients d'actifs liquides de ce type peuvent parfois servir d'instrument prudentiel utile pour la gestion de la liquidité, ils tendent à fausser les coûts du service de la dette, ainsi que le développement du marché financier.
5. *Contrôle et/ou enregistrement défectueux des dettes contractées et de leurs paiements, et/ou des détenteurs des titres de la dette.* Le contrôle de l'État sur la base d'imposition et/ou sur l'offre de titres de la dette en est affaibli.
- Non-comptabilisation des intérêts implicites afférents aux obligations de longue durée à taux nul. Cela améliore la situation de trésorerie de l'État mais, si les intérêts implicites ne sont pas comptabilisés, la taille véritable du déficit se trouve sous-comptabilisée.
 - Pouvoir excessif de contracter des emprunts. Cela peut tenir au fait que les autorités ne sont pas tenues de rendre compte des emprunts contractés devant le Parlement, et/ou à l'absence de limitation des emprunts ou de plafonnement de la dette. L'autorité n'en doit pas moins s'assurer que les obligations du service de la dette existante sont bien remplies.
 - Contrôle insuffisant du montant de l'encours de la dette. Dans certains pays la désorganisation des services internes et le manque de suivi des dossiers a conduit à l'émission d'une quantité d'emprunt supérieure aux montants autorisés.
 - Lourdes contraintes juridiques pour certaines formes d'emprunt. Dans certains pays, parce que les contraintes juridiques qui pèsent sur les emprunts à long terme sont plus lourdes que pour les emprunts à échéance courte, l'État a été conduit à privilégier excessivement ces derniers, ce qui accroît le risque de refinancement.

de contreparties financières acceptables ainsi que par des accords de garantie. La protection contre le risque de règlement exige d'établir des procédures de règlement clairement documentées, qui garantissent le respect de la séparation des rôles dans l'exécution des règlements, et souvent de limiter à une certaine taille les paiements exécutables par une banque de règlement donnée.

42. **Les gestionnaires de la dette doivent prendre en considération, les caractéristiques financières et les autres caractéristiques de risque des flux de trésorerie de l'État, afin d'aider à éclairer les décisions d'emprunt et de réduire le risque supporté par les finances publiques.** Au lieu de se contenter d'examiner la structure de la dette isolément, plusieurs pays ont trouvé plus utile d'en replacer la gestion dans le cadre plus large des finances publiques et de la nature des recettes et des flux de trésorerie de l'État. Que l'administration publique publie ou non un état complet de ses opérations financières, tout État établi au moins conceptuellement un tel bilan, et la prise en considération des risques financiers et autres inhérents aux actifs publics peut apporter au gestionnaire de la dette publique des éclaircissements précieux pour la gestion des risques du portefeuille de dettes de l'État. Par exemple, une analyse conceptuelle du bilan financier de l'administration peut donner aux gestionnaires de la dette un aperçu utile de la mesure dans la quelle la ventilation de la dette par monnaie est compatible avec les recettes et flux de trésorerie dont dispose l'administration pour en assurer le service. Dans la plupart des pays, ces flux de trésorerie consistent principalement en recettes fiscales, qui sont habituellement libellées en monnaie nationale. Dans ce cas l'administration pourra réduire le risque pour son bilan en émettant la dette principalement sous forme de titres d'échéance longue, à taux fixe et libellés en monnaie nationale. Dans les pays qui ne disposent pas d'un marché intérieur de la dette bien développé, cette possibilité peut être absente, et souvent l'administration doit choisir entre l'émission de titres de dette indexés ou à court terme en monnaie nationale, et l'emprunt en devises. Il est nécessaire de prendre en compte des aspects tels que le risque d'évincement des emprunteurs du secteur privé et les difficultés associées à l'émission d'emprunts en monnaie nationale dans les économies fortement dollarisées. Mais l'analyse financière des recettes et flux de trésorerie de l'État procure une base solide pour mesurer les coûts et risques associés aux stratégies envisageables pour gérer le portefeuille de la dette publique. La stratégie de gestion bilancielle est résumée à l'encadré 3.

43. Certains pays ont étendu cette approche à d'autres actifs et passifs publics. Par exemple, dans certains pays où les réserves de change sont financées par des emprunts en monnaies étrangères, les gestionnaires de la dette ont réduit le risque pour le bilan de l'État en veillant à ce que la composition en devises de la dette utilisée pour financer les réserves, après prise en compte des dérivés financiers et autres opérations de couverture, reflète la composition des réserves. D'autres pays n'ont toutefois pas adopté cette pratique en raison de considérations relatives aux objectifs de taux de change et au cadre institutionnel, notamment les aspects touchant à l'intervention, au rôle et à l'indépendance de la banque centrale.

44. **Les gestionnaires de la dette doivent tenir compte des risques liés à la dette libellée en devises et à la dette à court terme ou à taux variable.** Les stratégies de gestion de la dette qui recourent à l'excès à l'emprunt en devises et aux emprunts à court terme (notamment les emprunts à taux flottant) sont très risquées. Par exemple, si un emprunt en devises peut paraître initialement moins coûteux qu'un emprunt de même échéance en monnaie nationale — ce dernier pouvant comporter des primes de risque de change et de liquidité plus élevées — il peut se révéler coûteux en cas d'instabilité des marchés financiers ou de dépréciation du taux de change. Les gestionnaires de la dette doivent aussi être conscients des éventuelles répercussions du régime de change sur les rapports entre gestion de la dette et politique monétaire. En régime de taux de change fixe par exemple, la dette

Encadré 3. Gestion bilancielle

Certains États cherchent à s'inspirer de l'habileté que mettent les entreprises prospères à gérer les risques afférents à leurs activités principales et leurs risques financiers. Les intermédiaires financiers, par exemple, cherchent à gérer ces risques en faisant correspondre les caractéristiques financières de leur passifs avec celles de leurs actifs — hors-bilan ou inscrits au bilan — compte tenu des objectifs dictés par leurs activités principales. Cette méthode de gestion du risque financier porte le nom de «gestion bilancielle». Par exemple, une compagnie d'assurance-vie a pour métier de vendre des polices d'assurance, dont la structure de paiements, prévue relativement stable et de longue durée, est déterminée par les tableaux actuariels de la mortalité. Pour réduire son risque financier, une compagnie d'assurance-vie investira donc le produit de la vente des polices en actifs de longue durée, qui lui permettront de faire face aux paiements qu'elle s'attend à devoir effectuer.

À certains égards, l'État ressemble à une entreprise. Il perçoit des recettes des contribuables et d'autres sources et les utilise pour régler ses dépenses de fonctionnement, effectuer des paiements de transfert, acquérir des devises, investir dans l'infrastructure et les entreprises publiques et faire face aux coûts du service de la dette. Les pouvoirs publics peuvent aussi contracter des emprunts et offrir des garanties, tant explicites qu'implicites. Ces diverses opérations de l'État peuvent viser une vaste gamme d'objectifs tenant à la politique macroéconomique, à la réglementation, à la défense nationale et à la politique sociale. Ce faisant, l'État s'expose toutefois à des risques financiers et à des risques de crédit, qu'il peut gérer en évaluant les types de risques afférents à ses actifs et à ses passifs.

Il existe d'importantes différences entre le rôle de l'État et celui des sociétés privées. Bien que certains états aient tenté d'établir des bilans quantifiant l'ensemble de leurs actifs et passifs, et que d'autres puissent tenter d'en faire autant à l'avenir, cela n'a rien d'indispensable. L'objectif de la gestion bilancielle est d'examiner les divers types d'avoirs et d'engagements gérés par l'État et de chercher à déterminer si les caractéristiques financières qui leur sont associées peuvent donner des indications qui permettraient de réduire le coût et les risques des engagements. Cette analyse consiste à examiner les caractéristiques financières des flux de paiements des actifs et à sélectionner dans la mesure du possible des passifs de caractéristiques similaires. S'il n'est pas possible ou trop coûteux d'assortir parfaitement les uns aux autres, l'analyse des flux de paiements fournit aussi une base pour évaluer les risques du portefeuille de passifs et les arbitrages coût/risque.

Le recours au cadre théorique de la gestion bilancielle pour faire face aux problèmes de la gestion de la dette est utile à plus d'un titre. Au minimum, on fonde ainsi l'analyse coût/risque du portefeuille de la dette publique sur l'analyse des recettes publiques qui assureront le service de cette dette, et qui dans la plupart des cas sont déterminées par les recettes fiscales de l'État. Cette méthode permet aux gestionnaires de la dette publique de prendre en considération, outre le portefeuille des recettes fiscales et de la dette directement contractée, les autres types de portefeuille d'avoirs et d'engagements gérés par l'État. L'évaluation des principaux risques afférents à ces portefeuilles peut aider l'État à élaborer une stratégie globale de réduction du risque d'ensemble de son bilan. La gestion bilancielle constitue aussi un cadre utile pour l'examen des dispositions organisationnelles de la gestion du bilan de l'État. Cela pourrait, par exemple, permettre de décider si l'État doit rester engagé dans la production de certains biens et services et de déterminer quelle serait la meilleure structure organisationnelle pour gérer les actifs qu'il souhaite conserver.

L'application de la gestion bilancielle à la gestion de l'exposition de l'État aux risques financiers est examinée plus en détail dans la publication à paraître de la Banque mondiale, intitulée *Sound Practices in Sovereign Debt Management*.

libellée en devises peut paraître moins coûteuse parce que la volatilité du taux de change est limitée. Cependant ce type de dette peut se révéler très risqué si le régime de change devient insoutenable.

45. L'emprunt à court terme ou à taux variable, en monnaie nationale ou étrangère, qui *a priori* peut paraître moins coûteux à long terme lorsque la courbe des rendements présente une pente positive, peut engendrer un risque de refinancement substantiel pour l'administration. Il peut aussi réduire la possibilité pour la banque centrale de relever les taux d'intérêt pour maîtriser l'inflation ou soutenir le taux de change, du fait des inquiétudes que l'incidence à court terme d'une telle hausse susciterait pour la position financière de l'État. Cependant, la mesure serait justifiée du point de vue de la gestion macroéconomique et, parce qu'elle réduirait les primes de risques, elle contribuerait à abaisser les taux d'intérêt à long terme. Les macro-vulnérabilités pourraient s'en trouver exacerbées en cas de revirement soudain de l'opinion du marché quant à la capacité de remboursement de l'administration, ou de la hausse marquée des taux d'intérêt due à la contagion d'autres pays. De nombreux pays à marché émergent ont un volume de dette à court terme et à taux variable trop élevé. D'un autre côté un volume excessif de financement de longue durée à taux fixe comporte également des risques si, dans certaines circonstances, il peut inciter l'administration à réduire la valeur réelle de cette dette en déclenchant une inflation-surprise. Toute préoccupation à ce sujet retentira sur les coûts d'emprunt actuels et futurs. Par ailleurs une désinflation inattendue accroîtra après coup la charge du service de la dette en valeur réelle. Cela pourrait constituer un fardeau pour les pays qui, en raison d'une dette déjà lourde, doivent payer une prime de risque plus élevée.

46. Si un pays n'a pas de marché de la dette intérieure très développé, il se peut que l'État ne puisse à un coût raisonnable d'emprunts à long terme et à taux fixe en monnaie nationale et doive dès lors choisir entre des emprunts risqués en monnaie nationale à court terme ou à taux variables et des emprunts à plus long terme, mais tout aussi risqués, en devises. De toute manière, étant donné les pertes économiques considérables qui peuvent être encourues si l'État ne peut pas refinancer sa dette, il faut se préoccuper particulièrement du risque de financement, qu'il y a moyen de réduire en allongeant la durée des nouvelles émissions. Pour ce faire, on peut émettre des emprunts à taux variables, en devises ou indexés sur devises ou encore indexés sur l'inflation²⁵. À moyen terme, un plan de développement du marché de la dette en monnaie nationale peut permettre de surmonter cet obstacle et d'avoir une structure d'endettement moins risquée, ce qui se répercutera au niveau de la gestion de la dette. Dans ce contexte, l'allongement graduel de l'échéance des nouveaux emprunts en monnaie nationale à taux fixe peut accroître les coûts à court terme mais réduit le risque de financement et constitue une étape importante dans le développement du marché de la dette intérieure. Il convient toutefois d'éviter dans la mesure du possible les structures d'endettement qui donnent lieu à des flux de trésorerie extrêmement «pâtesux».

47. **La gestion de trésorerie doit être suffisamment efficace par rapport à son coût pour permettre aux autorités de remplir leurs obligations financières à l'échéance avec une grande régularité.** La nécessité d'une gestion de trésorerie efficace découle de ce que

²⁵ Si l'on réduit le risque de refinancement en optant pour des instruments à plus longue échéance, il reste que, à cause de la courte *duration* des titres à taux variables ou indexés, l'émetteur reste exposé à la variabilité potentielle du coût du service de la dette.

l'opportunité d'émettre de nouveaux titres ne coïncide pas forcément avec le calendrier des dépenses prévues. En particulier, pour les États qui ne disposent pas d'un accès sûr aux marchés de capitaux, les actifs financiers liquides et les lignes de crédit préventives apportent une certaine flexibilité dans les opérations d'emprunt et de gestion de trésorerie en cas de perturbations temporaires des marchés financiers. Ces instruments permettent aux administrations d'honorer leurs obligations et leur donnent la souplesse nécessaire pour absorber les chocs lorsqu'il leur est temporairement impossible ou très coûteux d'emprunter sur les marchés de capitaux. Les actifs liquides sont cependant une source de fonds plus sûre que des lignes de crédit préventives inconditionnelles, car les institutions financières appelées à fournir des fonds à ce titre peuvent tenter de prévenir l'expansion de leur exposition à l'administration concernée en lui retirant l'accès à d'autres lignes de crédit. Par ailleurs, certaines administrations qui ont un accès assuré aux marchés de capitaux préfèrent réduire leurs avoirs d'actifs financiers liquides et recourent plutôt à l'emprunt à court terme et aux facilités de découvert pour gérer les fluctuations quotidiennes de leurs flux de trésorerie. Une bonne gestion de trésorerie doit s'appuyer sur une infrastructure efficace de paiements et de règlements. Encore que cela dépende du volume et du stade de développement du marché, les systèmes de paiements efficaces utilisent souvent des titres dématérialisés avec un fichier centralisé.

48. Une bonne gestion de trésorerie participe à la fois de la gestion de la dette et des opérations monétaires. Notamment dans certains pays en développement où on ne lui accorde pas une priorité élevée, les carences de la gestion de trésorerie font obstacle à la gestion efficace de la dette et à la conduite de la politique monétaire²⁶. Bien qu'il soit souhaitable de maintenir une distinction claire entre les objectifs et les responsabilités en matière de gestion de la dette et de politique monétaire, la quête de liquidité pose aux responsables de la gestion de trésorerie des problèmes qu'il est sans doute plus facile de résoudre si les fonctions de gestion de la dette et de la trésorerie sont intégrées dans la même institution ou si les services responsables de l'une et de l'autre travaillent en étroite collaboration²⁷. En cas de séparation de ces fonctions, confiées par exemple l'une à la banque centrale, l'autre au Trésor ou au Ministère des finances, il importe au plus haut point d'assurer une coordination étroite et des flux d'information dans les deux sens entre les services afin d'éviter un manque de cohérence entre la gestion de la dette et la politique monétaire. La démarcation claire des responsabilités institutionnelles, accompagnée d'une convention de service entre la banque centrale, le Trésor et les gestionnaires de la dette peut favoriser de bonnes pratiques de gestion.

49. Des politiques de réserves de change officielles appropriées peuvent aussi jouer un rôle précieux en accroissant la marge de manœuvre dont dispose l'administration pour remplir ses obligations financières face à des chocs économiques et financiers. L'encadré 4 résume quelques indicateurs macroéconomiques qui peuvent servir de point de départ pour

²⁶ Les arriérés de paiement sont un exemple courant d'une mauvaise gestion de trésorerie — voir encadré 2.

²⁷ Voir directive 1.3.

Encadré 4. Aperçu des indicateurs de la vulnérabilité extérieure

Indicateurs de réserves suffisantes	Description
Ratio réserves/dette extérieure à court terme	Il s'agit du meilleur indicateur de réserves suffisantes pour les pays qui disposent d'un accès appréciable mais incertain aux marchés de capitaux. Il doit être établi sur une évaluation des réserves conforme à la cinquième édition du <i>Manuel de la balance des paiements</i> et aux directives opérationnelles concernant le formulaire de déclaration des réserves de la <i>Norme spéciale de diffusion des données</i> , ainsi que sur une évaluation complète de la dette à court terme des secteurs public et privé, sur la base de l'échéance résiduelle.
Ratios réserves/importations	Indicateur utile des besoins de réserves dans les pays dont l'accès aux marchés des capitaux est limité; il mesure efficacement le niveau des réserves en proportion de la taille et du degré d'ouverture de l'économie.
Ratio réserves/masse monétaire au sens large	Ce ratio indique l'impact possible d'une perte de confiance envers la monnaie nationale, provoquant une fuite des capitaux résidents. Il est particulièrement utile si le secteur bancaire est fragile et/ou si la crédibilité du régime de change reste à établir. La fuite des capitaux peut néanmoins avoir d'autres causes.
Indicateurs de la dette	Il convient généralement d'utiliser les indicateurs de la dette dans le cadre de scénarios à moyen terme, qui permettent d'analyser l'évolution de la viabilité de la dette, en considérant diverses hypothèses possibles.
Ratio dette extérieure/exportations	Cet indicateur utile de l'évolution de longue période de la dette est bien corrélé avec la capacité du remboursement du pays.
Ratio dette extérieure/PIB	Cet indicateur utile rapproche la dette de la base des ressources (reflétant les possibilités d'orienter la production vers l'exportation pour renforcer la capacité de remboursement).
Taux d'intérêt moyen sur la dette extérieure	Indicateur utile des conditions d'emprunt. Conjugué aux ratios dette/PIB et dette/exportations, ainsi qu'aux perspectives de croissance, il constitue un indicateur essentiel pour évaluer la viabilité de la dette.
Échéance moyenne	Cet indicateur est utile, dans le cas de catégories homogènes comme la dette du secteur public contractée à des conditions non concessionnelles, pour observer un raccourcissement des échéances ou suivre les efforts visant à limiter la vulnérabilité future.
Part de la dette libellée en monnaie étrangère dans la dette extérieure totale	Indicateur utile de l'impact des variations du taux de change sur la dette (effet de patrimoine), surtout s'il est considéré en même temps que des données sur les instruments dérivés qui transforment la composition monétaire effective de la dette.

l'évaluation de la vulnérabilité extérieure d'un pays²⁸. Plus généralement, il convient de fixer le niveau des réserves de change en fonction de l'accès de l'administration aux marchés de capitaux, du régime de change, des fondamentaux économiques du pays et de sa vulnérabilité aux chocs économiques et financiers, du coût de détention des réserves et de l'encours de la dette à court terme libellée en devises. Les États qui ne disposent pas d'un accès sûr aux marchés de capitaux internationaux peuvent envisager de détenir des réserves convenablement assorties à la composition de leur dette extérieure à court terme, que celle-ci soit détenue par des résidents ou des non-résidents. En outre, il existe des indicateurs spécifiques de la position de la dette publique que les gestionnaires de la dette doivent prendre en considération. Les ratios de la dette au PIB et aux recettes fiscales, par exemple, paraissent tout indiqués pour la gestion de la dette publique, de même que d'autres indicateurs tels que le ratio du service de la dette, le taux d'intérêt moyen, divers indicateurs de durée et les indicateurs de la composition de la dette.

5. Structure de gestion du risque

50. **Il convient de développer une structure permettant aux gestionnaires de la dette d'identifier et de gérer les arbitrages à effectuer entre les coûts et les risques attendus inhérents au portefeuille de la dette publique.** Le coût de la dette publique se compose de deux éléments : 1) le coût financier, qui est généralement considéré comme étant le coût du service de la dette à moyen et à long terme (la charge qu'il fait peser sur les finances de l'État) et 2) le coût potentiel des pertes économiques réelles pouvant résulter d'une crise financière si l'État a du mal à refinancer la dette, ou est incapable de la rembourser²⁹. Pour calculer le coût prévisible de la dette pour une stratégie de gestion du portefeuille donnée, on peut établir une projection du coût du service de la dette à moyen et long terme sur la base d'hypothèses concernant l'évolution des taux d'intérêt et de change et les futurs besoins d'emprunt. Pour ne pas privilégier *a priori* telle ou telle stratégie, certains pays retiennent des hypothèses neutres en ce qui concerne les taux d'intérêt et de change, c'est-à-dire qu'ils se basent sur les indicateurs du marché ou les taux à terme, ou supposent simplement que les taux demeureront inchangés. On peut évaluer le coût prévisible à la fois financier — impact sur le budget de l'État ou sur un autre indicateur de sa situation financière — et réel — les pertes économiques qui peuvent être encourues si le service de la dette, tel qu'il ressort des

²⁸ On trouvera des renseignements supplémentaires sur les motifs en faveur de la détention de réserves de changes et les facteurs influant sur le niveau minimum suffisant de réserves sous différents régimes de changes dans *Debts-and Reserve-Related Indicators of External Vulnerability* (SM/00/65, 23/3/2000).

²⁹ Pour la plupart des pays, le coût et les risques de la dette publique sont représentés par les flux futurs de paiements au titre du service de la dette nominal. Cependant, les pays qui gèrent activement leur portefeuille de dette afin de tirer parti des variations attendues des taux d'intérêt et de change qui diffèrent de celles qui sont implicites dans les prix courants calculent souvent leur bénéfice net d'après le changement de valeur marchande du portefeuille, et prennent comme mesure du risque la variance de ces changements.

projections, n'est pas tolérable, à cause de l'impact qu'il aurait sur la pression fiscale ou sur les programmes gouvernementaux, ou s'il y a risque de défaut de paiement.

51. Le risque de marché se mesure alors d'après l'augmentation du coût du service de la dette pouvant découler des variations des taux d'intérêt et de change, par rapport au coût prévisible. Il faut aussi prendre en considération les pertes économiques réelles qui peuvent résulter de cette augmentation ou du fait que l'État n'est pas en mesure de refinancer sa dette. Les gestionnaires de la dette souveraine gèrent habituellement plusieurs autres types de risques, décrits brièvement dans l'encadré 1. Une des tâches importantes du gestionnaire est d'identifier ces risques, d'évaluer dans la mesure du possible leur amplitude, et de développer une stratégie de préférence pour gérer l'arbitrage entre coût et risque prévisibles. Après approbation de l'administration, le gestionnaire de la dette est aussi normalement responsable de la mise en oeuvre des politiques de gestion du portefeuille et du risque. Afin de mener à bien ces tâches, les gestionnaires de la dette doivent avoir connaissance d'une gamme de projections financières et macroéconomiques. Lorsqu'elle existe, ils doivent aussi avoir accès à une comptabilité des actifs et passifs officiels, sur la base des encaissements-décaissements ou des faits générateurs. Ils doivent également être pleinement informés du calendrier des paiements de coupons et de principal à venir ainsi que des autres caractéristiques des obligations de l'État au titre de la dette et des prévisions budgétaires des futurs besoins d'emprunt.

52. **Afin d'évaluer le risque, les gestionnaires de la dette doivent conduire régulièrement des tests d'épreuve du portefeuille de la dette sur la base des chocs économiques et financiers auxquels l'État — et le pays d'une façon générale — risquent d'être exposés.** Cette évaluation est souvent conduite au moyen de modèles financiers qui vont du simple scénario à des modèles plus complexes fondés sur des techniques statistiques et de simulation très perfectionnées³⁰. En élaborant ces évaluations, les gestionnaires doivent intégrer dans leurs calculs le risque que l'administration se trouve incapable de refinancer sa dette et soit contrainte au défaut de paiement, qui entraîne des coûts dont les répercussions dépassent largement le seul budget de l'État. Il convient de plus de considérer les interactions entre la situation financière de l'État et celle des secteurs financier et non-financier dans les périodes difficiles, afin de s'assurer que les activités de gestion de la dette publique ne viennent pas exacerber les risques dans le secteur privé³¹. D'une manière générale, les modèles utilisés doivent permettre aux gestionnaires de la dette publique d'entreprendre les types suivants d'analyse des risques :

³⁰ Les modèles de simulations complexes sont à manier avec prudence. Leur utilité peut être sérieusement remise en question par les lacunes des données et les résultats obtenus risquent d'être dictés par le modèle et sensibles aux paramètres utilisés. Par exemple, certains paramètres peuvent se comporter différemment dans des situations extrêmes ou être influencés par l'action des pouvoirs publics.

³¹ Naturellement, les administrations doivent aussi prendre des mesures correctives, comme d'éliminer les éventuelles politiques officielles sources de distorsions susceptibles d'encourager une prise excessive de risques dans le secteur privé.

- Projeter les coûts futurs du service de la dette sur un horizon à moyen et à long terme sur la base des hypothèses relatives aux facteurs influant sur la capacité à assurer le service de la dette, tels que : besoins de financement nouveaux; structure des échéances de l'encours de la dette; taux d'intérêt et ventilation par monnaies du financement nouveau; hypothèses concernant les taux d'intérêt et de change futurs; et comportement des variables non-financières pertinentes — par exemple, prix des produits de base pour certains pays;
- Établir un «profil de la dette» composé des indicateurs des principaux risques pour le portefeuille de dette existant et celui projeté sur l'horizon projeté³²;
- Calculer en valeur réelle le risque le coût du futur service de la dette, tant financier que réel, en synthétisant les résultats de tests d'épreuve formulés sur la base des chocs économiques et financiers auxquels l'État et d'une façon générale le pays sont susceptibles d'être exposés. Les risques sont en général mesurés, dans le cadre des scénarios de risque, comme la hausse potentielle des coûts du service de la dette par rapport au coût attendu; et
- Résumer les coûts et risques des autres stratégies possibles de gestion du portefeuille de la dette publique afin de fournir une base de réflexion à la prise de décision concernant les choix de financement futurs.

53. La stratégie qui convient dépend du degré de risque que les autorités sont prêtes à tolérer. Ce seuil de tolérance peut changer avec le temps, en fonction de la taille du portefeuille de la dette publique et de la vulnérabilité du pays aux chocs économiques et financiers. En général plus le pays est endetté et vulnérable à des chocs économiques, plus il a à perdre en cas de crise financière ou de défaut de paiement de la dette publique, et plus il faut s'attacher à réduire les risques et non les coûts. Il importe alors de choisir des conditions d'emprunt (échéance, monnaie et taux d'intérêt) qui limitent les risques et il faut aussi que les autorités plafonnent plus strictement les émissions. Cette démarche est sans doute la seule que puissent suivre les pays ayant des possibilités d'accès limitées aux instruments de dette négociables, et qui sont donc essentiellement tributaires des financements concessionnels de source bilatérale ou multilatérale.

54. Sur les marchés financiers bien développés, les gestionnaires de la dette choisissent en général l'une des deux stratégies suivantes : soit déterminer périodiquement la structure d'endettement souhaitable afin de guider les émissions d'emprunts nouveaux pour la période suivante; soit établir des repères stratégiques pour guider la gestion au jour le jour du portefeuille de la dette publique. Ces repères sont habituellement exprimés sous forme

³² Un profil comprendra en général des indicateurs tels que le ratio dette à court terme/dette à long terme, le ratio dette en devises/dette en monnaie nationale, la composition en monnaies de la dette libellée en devises, l'échéance moyenne de la dette et le profil des dettes venant à échéance.

d'objectifs numériques pour les indicateurs des principaux risques du portefeuille, tels que le ratio dette à court terme/dette à long terme, le cocktail de devises souhaité et la durée du taux d'intérêt de la dette. La principale différence entre ces deux démarches est la fréquence avec laquelle les gestionnaires opèrent régulièrement sur les marchés financiers afin de se rapprocher de leur repère. Cependant l'utilisation de repère peut n'avoir qu'une application limitée dans les pays qui n'ont qu'un marché limité pour leur dette, car le manque de liquidités ne leur permet pas de lancer régulièrement des émissions présentant les caractéristiques voulues. Cependant, de nombreux pays à marché émergent ont trouvé utile d'établir des directives relativement moins contraignantes concernant la structure des échéances, des taux d'intérêt et la composition en monnaies jugées souhaitables pour l'émission de financements nouveaux. Ces directives incorporent souvent la stratégie des pouvoirs publics pour développer le marché intérieur de la dette.

55. Pour les États qui ajustent fréquemment l'encours de leur dette, les repères stratégiques peuvent constituer des outils de gestion puissants, car ils représentent la structure de portefeuille qui correspond aux préférences de l'administration en matière de coût et de risque attendus. À ce titre ils peuvent contribuer à guider les choix des gestionnaires de la dette souveraine pour gérer le portefeuille et le risque, en leur imposant par exemple de faire en sorte que le portefeuille réel corresponde aux critères retenus³³. Ces gestionnaires s'efforcent de faire concorder la structure de leur portefeuille de référence avec une structure de gestion du risque dans laquelle les risques sont bien déterminés et bien gérés, et de maintenir le risque global de leur portefeuille de dette dans des limites acceptables. Lorsque les marchés sont bien développés, les gestionnaires de la dette doivent faire en sorte que la structure de dette souhaitée ou les repères soient clairement définis et compatibles avec les objectifs de la gestion de la dette, soient rendus publics et explicités.

5.1 Limites de la gestion active

56. **Les gestionnaires de la dette qui cherchent à gérer activement le portefeuille d'emprunts afin de tirer parti d'anticipation de variations des taux d'intérêt et de change différentes de celles qu'expriment implicitement les prix courants du marché, doivent être conscients des risques concomitants et être tenus comptables de leurs actions.** Ces risques comprennent l'éventualité de pertes financières, de conflits d'intérêts, et d'émission de signaux défavorables pour les politiques monétaire et budgétaire. Afin de pouvoir abaisser les coûts d'emprunt sans accroître le risque sur la base des opinions du marché, les gestionnaires de la dette doivent posséder des informations ou une faculté de jugement meilleures que celles des autres participants au marché (et doivent également être capables d'exécuter leurs transactions de manière efficace).

³³ Ils ne peuvent toutefois pas négliger les coûts de transaction qu'implique le rééquilibrage continu du portefeuille, ni le coût d'une restructuration majeure du portefeuille en un laps de temps réduit. La pratique courante consiste donc à exprimer sous forme de fourchettes les repères pour la composition en monnaies, la durée des taux d'intérêt, et le niveau de refinancement.

57. Les gestionnaires de la dette peuvent être mieux renseignés sur les flux financiers du marché intérieur et sur la situation financière des participants du fait de la position privilégiée de l'État en sa qualité d'organisme de contrôle ou d'autorité réglementaire du système financier. Toutefois, de nombreux États considèrent qu'il est peu indiqué et illicite de tenter de tirer profit de ces informations, surtout sur le marché intérieur. En particulier, les gestionnaires de la dette et les décideurs ne doivent pas entreprendre des transactions tactiques sur la base d'informations privilégiées concernant l'orientation future de la politique budgétaire ou monétaire. En effet l'administration est en général le principal émetteur d'emprunts sur le marché intérieur, et si elle pratiquait la vente et l'achat de ses propres titres ou de dérivés financiers dans le but de dégager des revenus supplémentaires, le marché risquerait d'y voir une manipulation. En outre, si les gestionnaires de la dette prennent des positions sur les taux d'intérêt ou de change, leurs actions pourront aussi être interprétées comme indiquant la direction que l'administration souhaite imprimer à l'évolution des taux d'intérêt ou du taux de change, rendant ainsi la tâche de la banque centrale plus difficile.

58. Sur les marchés de capitaux étrangers, les gestionnaires de la dette n'ont en général guère voire pas du tout d'informations sur la nature des flux financier, en dehors de ce dont dispose le marché. Malgré tout, certains pays gèrent activement leur dette en monnaies étrangères dans l'espoir de dégager des bénéfices à proportion des risques ou de permettre aux gestionnaires de leur portefeuille d'acquérir une meilleure connaissance du marché, de manière à réaliser des économies coûts sur les gros emprunts. De nombreux États considèrent que ce genre de transactions tactiques n'est pas admissible. Dans les cas où elles sont permises, elles doivent obéir à des règles bien définies concernant les positions et pertes maximum autorisées, les procédures de contrôle et la déclaration des résultats. Dans les pays où les gestionnaires de la dette se livrent à ces transactions tactiques, ces transactions ne constituent normalement qu'une petite fraction des activités du portefeuille de la dette publique.

5.2 *Passifs conditionnels*

59. **Les gestionnaires de la dette doivent tenir compte de l'incidence des passifs conditionnels sur la position financière — notamment la liquidité globale — de l'État dans leurs décisions d'emprunt.** Les passifs conditionnels représentent des créances financières virtuelles, non encore matérialisées, sur l'État, mais qui sont susceptibles de se traduire par des obligations financières fermes dans certaines circonstances. Ils peuvent être explicites — cas de la garantie des emprunts en devises de certains emprunteurs, des régimes d'assurance publics contre la destruction des récoltes ou les catastrophes naturelles, ainsi que des instruments tels que les options de vente sur titres publics — ou implicites, dans lesquels l'État n'est pas contractuellement tenu de fournir une assistance, mais décide néanmoins de la pourvoir au motif que le coût de la non-intervention est considéré inacceptable. Il s'agira par exemple, du renflouage d'entreprises du secteur financier ou public, ou d'échelons administratifs intérieurs. Contrairement à la plupart des obligations financières publiques cependant, les passifs conditionnels présentent un certain degré d'incertitude — ils ne sont exigibles que sous réserve de certains événements, et le volume du décaissement budgétaire dépend de la structure de l'aide engagée. Il apparaît à l'expérience que ces passifs

conditionnels peuvent représenter un montant considérable, surtout quand ils se rapportent à la recapitalisation du système bancaire par l'État. Si leur structure ne comporte pas les contrôles ou les incitations appropriés, les passifs conditionnels entraînent souvent un aléa moral pour l'État, puisque provisionner ces passifs à l'avance peut accroître la probabilité qu'ils se réalisent. De ce fait, il est nécessaire que l'État trouve un équilibre entre les bienfaits de la divulgation et les conséquences que l'aléa moral peut avoir sur les passifs conditionnels.

60. Il convient que l'administration suive l'exposition aux risques qu'elle encourt au titre de ces passifs conditionnels explicites, et s'assure qu'elle est bien informée des risques associés auxdits passifs. Les pouvoirs publics doivent aussi être avertis des conditions qui pourraient faire naître des passifs conditionnels implicites, telles que les dérapages administratifs qui peuvent mener à des mauvaises pratiques de gestion bilancielle dans le secteur bancaire. Certains États trouvent utile de centraliser cette fonction de suivi. Dans tous les cas, les gestionnaires de la dette doivent être informés des passifs conditionnels contractés par l'État.

61. Les autorités budgétaires doivent aussi envisager de constituer des provisions budgétaires pour les pertes prévisibles dues aux passifs conditionnels explicites. Lorsqu'il n'est pas possible de calculer des estimations de coût fiables, les informations disponibles sur le coût et le risque des passifs conditionnels ou d'une pénurie de liquidité peuvent être résumés en note dans les tableaux du budget ou des comptes financiers de l'État, puisque les passifs conditionnels peuvent représenter un risque considérable pour le bilan des finances publiques.

62. L'administration peut faire beaucoup pour réduire les risques liés aux passifs conditionnels en renforçant le contrôle et la réglementation prudentielle, en introduisant des régimes appropriés de garantie des dépôts, en entreprenant des réformes pour améliorer la qualité de la gestion des entreprises du secteur public, et en améliorant la qualité de la gestion macroéconomique et des autres politiques réglementaires.

6. Développement et bon fonctionnement d'un marché de titres publics performant

63. **Afin de réduire le coût et les risques à long terme, les gestionnaires de la dette doivent s'assurer que leurs politiques et opérations sont compatibles avec le développement d'un marché de titres publics performant.** Un marché de titres performant offre à l'État un mécanisme de financement des dépenses qui atténue la nécessité de recourir à la banque centrale pour financer les déficits budgétaires. En outre, en encourageant le développement d'un marché actif et liquide pour les titres publics, les gestionnaires de la dette, de concert avec les autorités de contrôle et de réglementation des institutions financières et les participants au marché (voir encadré 5), pourront obtenir à moyen ou à long terme des coûts de service de la dette plus bas du fait de la disparition des primes de liquidité

Encadré 5. Conditions nécessaires au développement d'un marché de titres publics performant

Dans la plupart des pays, la mise en place d'un marché de titres publics a été un facteur déterminant de la création d'un marché liquide et efficace de la dette intérieure. Bien que le calendrier et l'enchaînement des mesures prises pour créer ces marchés varient d'un pays à l'autre, les principaux éléments de nombre de ces programmes sont résumés ci-après. Un cadre macroéconomique d'une solidité prouvée est une condition préalable importante pour créer la confiance chez les investisseurs. Cela passe par la mise en oeuvre de politiques budgétaire et monétaire appropriées, conjuguée avec une position de la balance des paiements et un régime de change viables. En outre, pour développer un marché des titres intérieurs, il faut assurer, dès les premières étapes, la réglementation et l'infrastructure du marché des valeurs, ainsi que l'offre et la demande de titres.

Les premières étapes de la mise en place d'une *réglementation du marché des titres* à l'appui de l'émission et de l'échange de titres publics sont les suivantes :

- Mettre en place le cadre juridique régissant l'émission de titres;
- Établir un cadre réglementaire qui soit propice au développement du marché et qui permette l'exercice d'un contrôle rigoureux;
- Adopter des pratiques appropriées de comptabilisation, de vérification et de divulgation pour la communication de données par le secteur financier.

L'infrastructure du marché, destinée à favoriser la liquidité du marché et à réduire le risque systémique, peut être mise en place progressivement, comme suit :

- Mettre en place une organisation des transactions adaptée à la taille du marché, comprenant des procédures de garde, de compensation et de règlement efficaces et sûres.
- Encourager le développement d'un système de teneurs de marché qui permette aux acheteurs et aux vendeurs d'effectuer leurs transactions avec efficacité à des prix conformes à la valeur marchande ;
- Lever tout obstacle réglementaire d'ordre fiscal ou autre, qui risquerait de gêner les transactions sur titres publics; et
- Renforcer, dans une étape ultérieure, les possibilités d'utiliser d'autres instruments du marché monétaire et de gestion du risque, comme les mises en pension, les contrats à terme de taux d'intérêt et les échanges de taux.

Le renforcement de *la demande* de titres publics suppose une vaste gamme de mesures destinées à constituer la base des investisseurs potentiels, notamment :

- Éliminer les distorsions réglementaires qui empêchent le développement des investisseurs institutionnels (par exemple, réformer les pensions);
- Mettre fin aux financements obtenus à des taux inférieurs à ceux du marché auprès d'investisseurs captifs;
- Appliquer des dispositions et un régime réglementaire appropriés visant la participation des investisseurs étrangers sur le marché intérieur.

En ce qui concerne le développement de *l'offre* de titres publics, la mise en place d'un marché primaire efficace repose essentiellement sur les éléments suivants :

- Fixer des objectifs clairs pour l'émission de titres et la gestion de la dette;
- Élaborer des projections élémentaires des besoins de liquidité de l'État;
- Mettre en place des mécanismes sûrs et efficaces pour la distribution des titres (par exemple, adjudications, syndications, recours éventuel aux services d'opérateurs primaires) axés sur les besoins des investisseurs et réduisant de ce fait les coûts de transaction;
- Allonger progressivement les échéances des titres publics;
- Consolider le nombre des émissions et créer des titres normalisés assortis d'échéances classiques, en vue de doter à terme le marché de valeurs de référence;
- S'orienter vers une gestion de la dette fonctionnant de façon prévisible et transparente, par exemple avec des calendriers d'émissions annoncés au préalable et une meilleure divulgation des besoins de financement et du résultat des adjudications.

Le développement des marchés de titres publics est examiné de façon plus approfondie dans *Developing Domestic Debt Markets: A Practitioner's Manual*, Banque mondiale, en coopération avec le Fonds monétaire international (à paraître).

intégrées au rendement des titres de la dette publique³⁴. De plus, le rendement des titres publics, lorsque leur risque de crédit est faible, sert de prix de référence pour les autres actifs financiers, catalysant ainsi d'une façon générale le développement de marchés monétaires et obligataires actifs et liquides. Ils contribuent ainsi à amortir les effets des chocs intérieurs et internationaux sur l'économie en offrant aux emprunteurs un financement intérieur aisément accessible, chose particulièrement précieuse en période d'instabilité financière globale, où les emprunts de cotation inférieure peuvent éprouver des difficultés particulièrement grandes à mobiliser des fonds étrangers. Il convient que les États fassent preuve d'une grande prudence en empruntant sur les marchés extérieurs, et en gérant, dans la mesure du possible, l'accès des non-résidents aux marchés intérieurs.

64. L'expérience donne à penser qu'il n'existe pas d'approche optimale unique pour développer un marché de titres publics performant. Les pays de l'OCDE par exemple ont recouru à toutes sortes de stratégies pour établir leurs marchés de titres publics, avec des enchaînements de réformes et des rythmes de déréglementation différents. Mais l'expérience accumulée dans de nombreux pays dans le développement de ces marchés démontre qu'il importe de disposer d'un cadre de politiques macroéconomiques robuste, de bien concevoir les étapes de l'adoption et du développement des instruments de politique monétaire fondés sur le marché, et d'enchaîner en bon ordre les mesures de déréglementation du compte de capital.

6.1 Instruments et diversification du portefeuille

65. **L'administration doit s'efforcer de réunir une large base d'investisseurs pour ses obligations intérieures et extérieures, en portant l'attention voulue au coût, et traiter tous les investisseurs équitablement.** Les émetteurs d'emprunts peuvent appuyer cet objectif en diversifiant l'encours de la dette sur l'ensemble de la courbe des rendements ou d'une gamme d'instruments du marché. Une telle stratégie peut être particulièrement avantageuse pour les pays à marché émergent qui souhaitent réduire le risque de refinancement. Cependant les émetteurs doivent avoir conscience du coût qu'elle implique et des distorsions qu'elle pourrait causer sur le marché, car les investisseurs peuvent préférer certains segments particuliers de la courbe des rendements, ou des types d'instruments spécifiques. Et sur les marchés moins développés, il est possible que la courbe des rendements nominaux ne comprenne que des titres de durée relativement courte. Il peut s'avérer malcommode ou impossible d'étendre rapidement la courbe au-delà de ce point. Ceci a conduit quelques pays à marché émergent à émettre de forts volumes d'emprunts de longue durée indexés sur l'inflation et d'emprunts à taux flottant, car dans les pays où

³⁴ Certaines administrations ont constaté que la baisse des besoins de financement de l'État a entraîné une diminution de la liquidité de leurs marchés de titres publics. Cela a suscité un débat sur l'opportunité d'une réduction rapide de l'encours de la dette. Certains États envisagent, en partie à titre de solution de remplacement à des rachats de dette extensifs, de continuer à émettre une certaine quantité de dette afin de maintenir un volant d'actifs financiers.

l'endettement de l'État est élevé et la crédibilité des autorités monétaires faible, les investisseurs peuvent trouver intérêt à ce type d'instrument.

66. Tandis que les investisseurs cherchent à diversifier leurs risques par l'achat d'une gamme de titres et de placements, il convient que les gestionnaires de la dette tentent de diversifier les risques de leur portefeuille d'obligations en émettant des titres à différents points de la courbe des rendements (à différentes dates d'échéance), à différents moments de l'année (plutôt que d'offrir un grand volume de titre en une seule émission), en proposant des titres dotés de caractéristiques de flux de paiement différentes (par exemple coupon à taux d'intérêt fixe ou flottant, valeur nominale ou indexée) et des titres visant des investisseurs spécifiques — par exemple de gros ou de détail, ou dans certains cas résidents ou non résidents³⁵. Ce faisant, les gestionnaires de la dette doivent s'efforcer de traiter les investisseurs équitablement et dans la mesure du possible de développer la liquidité globale de leurs titres de créance. Cela tend à accroître leur attrait pour les investisseurs, et à réduire la prime de liquidité qu'ils exigent. Cela réduit aussi le risque que les prix des titres publics soit affecté significativement par les actions d'un petit nombre d'opérateurs. Une démarche bien équilibrée visant à élargir la base d'investisseurs et à étaler le risque de refinancement, tout en tirant parti des avantages d'une liquidité accrue des emprunts de référence, devrait contribuer à terme à abaisser les coûts d'emprunt.

67. L'offre sur le marché intérieur d'une gamme d'instruments de gestion de la dette dotés de caractéristiques normalisées rend les marchés financiers plus complets, ce qui permet à tous les participants de mieux couvrir leurs engagements et risques financiers, ce qui tend d'une manière générale à réduire les primes de risque et la vulnérabilité dans l'économie.

68. Si besoin est, l'émission d'instruments à option intégrée — tels que les bons d'épargne remboursables à vue au détenteur — peut également contribuer à diversifier l'offre d'instruments. Toutefois, même lorsqu'il existe de bonnes raisons d'émettre de tels instruments, les gestionnaires de la dette doivent observer une grande prudence et s'assurer que les risques inhérents aux options intégrées et autres instruments dérivés sont bien intégrés à la structure de gestion du risque et que les instruments et les risques sont bien compris de l'émetteur comme des autres participants au marché.

6.2 *Marché primaire*

69. **Les opérations de gestion de la dette sur le marché primaire doivent être transparentes et prévisibles.** Quel que soit le mécanisme de mobilisation de fonds utilisé, l'expérience indique que les coûts d'emprunt sont en général au plus bas et l'efficacité du marché au plus haut lorsque l'administration opère dans la transparence — par exemple en publiant très à l'avance les plans d'émission d'emprunts et en procédant de manière toujours identique à l'émission des titres nouveaux — et lorsque l'émetteur garantit l'égalité de

³⁵ Certains pays envisagent de joindre des clauses de renégociation à leurs titres de dette, telles qu'une règle de vote à la majorité des voix.

traitement de tous les investisseurs. Les modalités et conditions des nouvelles émissions doivent être publiées et clairement comprises par les investisseurs. Les règles régissant les émissions nouvelles doivent placer tous les investisseurs à égalité. Et il serait bon que les gestionnaires de la dette maintiennent ouvert le dialogue avec les participants au marché et suivent les évolutions du marché de manière à être en mesure de réagir rapidement lorsque les circonstances l'exigent.

70. Dans la mesure du possible, l'émission de titres d'emprunt doit reposer sur les mécanismes du marché, notamment les adjudications et les syndications concurrentielles. **Sur le marché primaire de titres publics, la pratique optimale suggère que l'administration doit s'efforcer dans la mesure du possible de faire appel aux mécanismes du marché pour lever des fonds. Dans le cas des emprunts en monnaie nationale, cela suppose en général des adjudications concurrentielles de titres publics, quoique les emprunteurs qui n'ont pas besoin de lever des fonds régulièrement, ou qui souhaitent introduire un nouvel instrument sur le marché, utilisent avec succès les syndications³⁶. Sauf exception il convient que l'administration s'abstienne d'annuler une adjudication en raison des conditions du marché, ou de réduire le montant distribué au-dessous du montant initialement annoncé dans le but d'atteindre des objectifs à court terme de coût du service de la dette. L'expérience montre que de telles pratiques compromettent la crédibilité et entament l'intégrité du processus d'adjudication, provoquent la hausse des primes de risque, entravent le développement du marché et entraînent à terme l'augmentation du coût du service de la dette.**

6.3 *Marché secondaire*

³⁶ Certaines administrations voient dans la mise en place d'un réseau de courtiers primaires un mécanisme utile pour distribuer les titres et encourager des marchés actifs et liquides. Certains pays recourent aux courtiers primaires à cet effet, tandis que d'autres cherchent à encourager l'ouverture du marché financier. Lorsqu'il existe des courtiers primaires, leurs droits et obligations, ainsi que les critères d'éligibilité applicables à l'accès à la fonction de courtier primaire doivent être définis et publiés.

71. L'administration et la banque centrale doivent promouvoir des marchés secondaires robustes, capables de bien fonctionner dans des situations très variables.

Dans de nombreux pays, le gouvernement et la banque centrale coopèrent étroitement à cet effet avec les participants du marché. Cela signifie entre autres qu'ils soutiennent les efforts des acteurs du marché pour développer un code de conduite à l'intention des participants aux échanges, et oeuvrent de concert avec eux pour maintenir en permanence les pratiques et systèmes d'échange à jour de l'évolution des pratiques optimales. Cela peut également inclure la promotion d'un marché de prises en pension actif, afin d'améliorer la liquidité des titres sous-jacents et de réduire le risque de crédit au moyen du nantissement³⁷.

³⁷ Comité sur le système financier mondial, «How Should we Design Deep and Liquid Markets? The Case of Government securities», Banque des règlements internationaux (octobre), Bâle, 1999.

72. L'État peut encourager le développement et le maintien d'un marché secondaire performant de titres publics en supprimant les obstacles fiscaux et réglementaires qui découragent les investisseurs de négocier les titres. Il s'agit entre autres d'éliminer les réglementations éventuelles qui procurent à l'État un financement à faible taux d'intérêt auprès d'intermédiaires financiers captifs et de modifier les régimes fiscaux qui faussent l'investissement en actifs financiers et non financiers et leur négoce. En outre, la stratégie adoptée par les pouvoirs publics pour réglementer les marchés financiers et leurs participants comprend souvent toute une gamme d'obligations de divulgation et de contrôles destinés à réduire le risque de fraude et à limiter la possibilité pour les participants au marché de recourir à des pratiques de gestion bilancielle imprudentes susceptibles d'accroître le risque de dépôt de bilan et d'effondrement systémique du système financier.

73. La poursuite d'une politique monétaire saine par la banque centrale est cruciale pour promouvoir le développement et le maintien d'un marché de titres publics performant. En conduisant une politique monétaire conforme à ses objectifs monétaires déclarés, la banque centrale contribue à accroître l'incitation pour les acteurs du marché à participer à des transactions sur l'ensemble de la courbe des rendements. De plus en plus, les banques centrales mettent en oeuvre leur politique monétaire au moyen d'instruments indirects qui opèrent par l'échange de titres publics. L'expérience montre qu'une conception et une utilisation appropriées de ces instruments contribue fortement en général au maintien de marchés actifs et liquides pour ces titres. Par exemple les opérations au jour le jour d'open market destinées à mettre en oeuvre la politique monétaire peuvent maintenir la liquidité du marché à un niveau convenable, contribuant ainsi au bon fonctionnement des marchés financiers.

74. **Les systèmes utilisés pour le règlement et la compensation des titres publics échangés sur le marché financier doivent reposer sur des pratiques saines**³⁸. Des systèmes de paiement, de règlement et de compensation robustes et performants aident à réduire les coûts de transaction sur les marchés de titres publics et à contenir le risque systémique dans le système financier, contribuant par là à abaisser les coûts de financement de l'État. Les organismes responsables des systèmes de paiement, de règlement et de compensation des transactions financières travaillent normalement en coopération étroite avec les participants au marché afin de garantir que ces systèmes soient capables de bien fonctionner dans des conditions de marché très variées et ne soient pas une cause de risque systémique pour le système financier.

³⁸ On pourra consulter utilement à ce sujet les travaux suivants : *The Group of Thirty (G-30) recommendations on clearance and settlement of securities transactions (1989)*, qui couvre neuf principes généraux, notamment les aspects concernant les dépositaires centraux, les régimes de compensation, la livraison contre paiement, les conventions de règlement et le prêt de titres; *Disclosure Framework for Securities Settlement Systems (1997)*, publié par le Comité sur les systèmes de paiement et de règlement (CSPR) et l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV), 1997; et le Rapport consultatif sur les principes fondamentaux pour les systèmes de paiement d'importance systémique (2001) préparé par le CSPR; et le Rapport consultatif sur les recommandations du Groupe d'étude conjoint CSPR-OCVI (2001).