



Directives révisées pour la gestion de la dette publique

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

Mars 2014

Approuvées par José Viñals et Jeffrey D. Lewis

TABLE DES MATIÈRES

Préface	2
Finalité des directives	4
Qu'est-ce que la gestion de la dette publique et pourquoi est-elle importante?	5
Directives pour la gestion de la dette publique	8
1. Objectifs et coordination de la gestion de la dette	8
2. Transparence et responsabilité	9
3. Cadre institutionnel	10
4. Stratégie de gestion de la dette	10
5. Structure de gestion du risque	11
6. Développement et maintenance d'un marché efficient pour les titres de créance intérieurs	12
Examen des directives	12
1. Objectifs et coordination de la gestion de la dette	12
2. Transparence et responsabilité	18
3. Cadre institutionnel	22
4. Stratégie de gestion de la dette	27
5. Structure de gestion des risques	35
6. Mise en place et entretien d'un marché efficient de titres publics intérieurs	42
Encadrés	
1. Risques rencontrés dans la gestion de la dette publique	13
2. Clauses d'action collective	26
3. Écueils de la gestion de la dette	27
4. Gestion bilancielle	32
5. Aperçu des indicateurs de vulnérabilité de la dette extérieure	35
6. Conditions nécessaires au développement d'un marché de titres publics performant	43

PRÉFACE

Les Directives révisées pour la gestion de la dette publique (*Directives*) ont été élaborées dans le cadre d'un programme de travail plus large entrepris par le FMI et la Banque mondiale en vue de renforcer l'architecture financière internationale, promouvoir les politiques et les pratiques qui contribuent à la stabilité et à la transparence financières et à réduire les vulnérabilités extérieures des pays.

Les services du FMI et de la Banque mondiale ont étroitement collaboré à l'élaboration de ces Directives avec les entités de gestion de la dette d'un large groupe de pays membres de ces deux institutions et d'institutions internationales dans le cadre d'un processus exhaustif d'information. Les indications apportées par les gestionnaires de la dette, dont se sont inspirées ces Directives, ont permis de formuler des principes qui sont largement applicables de même que de jeter les bases institutionnelles et opérationnelles qui sont pertinentes pour les pays membres dont les structures institutionnelles sont très variées et ont atteint des étapes de développement différentes.

Lors de leur réunion à Moscou les 5 et 16 février 2013, les Ministres des finances et les Gouverneurs de banques centrales du G20 ont demandé la révision des Directives. En particulier, ils ont demandé que le FMI et la Banque mondiale fassent le point sur les directives existantes afin d'assurer qu'elles restent pertinentes et d'actualité. Depuis leur adoption en 2001, et leurs amendements en 2003, les changements réglementaires subis par le secteur financier et l'évolution de la politique macroéconomique, en réaction notamment à la récente crise financière, ont profondément modifié l'ensemble du paysage financier. Le volume croissant des émissions publiques de dette, les flux sans précédent de capitaux transfrontaliers à la recherche de meilleurs rendements et la volatilité croissante de l'appétit pour le risque des investisseurs en sont tous une illustration. C'est pourquoi, la taille mais aussi la composition du portefeuille de la dette de nombreux pays ont changé. Ces changements ont mis en exergue un certain nombre de questions sur la gestion de la dette publique qui méritent d'être étudiées dans le cadre de la révision des Directives.

Les principales révisions reflètent : (i) une plus grande clarté des rôles et des responsabilités des gestionnaires de la dette, notamment la responsabilité de fournir des informations pertinentes aux autorités budgétaires sur le montant de dette qui peut être absorbé par le marché de manière réaliste ; (ii) une meilleure communication avec les investisseurs, ce qui a été considéré comme essentiel notamment pendant les périodes de crise, les informations pertinentes sur la composition de la dette et les indicateurs de risque qui lui sont liés étant périodiquement fournis pour réduire l'incertitude ; (iii) le recours à des clauses d'action collective (CAC) dans le cadre de contrats obligataires en vue de la résolution efficient des restructurations de la dette souveraine ; (iv) un examen plus détaillé des stratégies de réduction des risques, en particulier du risque de liquidité et de refinancement, et des plans d'urgence, notamment l'accumulation d'une marge de manœuvre de trésorerie ; (v) une importance accrue accordée à l'utilisation des tests de résistance, à l'importance de gérer les risques de contrepartie lors de l'utilisation de produits dérivés et à la

nécessité de mieux gérer et suivre les risques émanant des passifs conditionnels et (vi) la nécessité d'accroître la liquidité du marché obligataire intérieur, alors que la diversification limitée des investisseurs doit être rapidement identifiée et corrigée, de même que la nécessité d'envisager davantage de souplesse dans les programmes d'émissions, notamment en temps de crise.

C'est pourquoi les Directives de 2001, de même que l'Amendement de 2003, ont été révisées pour refléter les développements récents depuis leur introduction. L'actualisation de 2014 des Directives a été préparée par Luc Everaert, Michael Papaioannou et Eriko Togo du FMI et par Phillip Anderson, Sudarshan Gooptu, Abha Prasad et Rodrigo Cabral de la Banque mondiale. De précieuses contributions et suggestions lors de la révision des Directives ont été fournies par un groupe de travail incluant des gestionnaires de la dette publique, présidé par Lars Hörngren, Chef Économiste du Bureau national de la dette suédoise et par l'Organisation pour la coopération et le développement économiques (OCDE). Le groupe de travail incluait des représentants d'Argentine, du Bangladesh, de Belgique, du Brésil, des Comores, du Danemark, de Gambie, d'Allemagne, d'Inde, d'Italie, de Jamaïque, de Corée du Sud, de République populaire de Chine, de Russie, de la Sierra Leone, d'Espagne, du Soudan, de Suède, de Turquie, des États-Unis, d'Uruguay et du Vietnam. Thordur Jonasson, Guilherme Pedras et Emily Simmons du FMI et Anderson Caputo Silva et Indhu de la Banque mondiale ont également formulé des commentaires très utiles et ont apporté leur soutien. Deux grandes réunions consultatives sur la révision se sont tenues à Washington le 19 juin et le 15 octobre 2013.

Les services du FMI et de la Banque mondiale sont très reconnaissants des efforts qui ont été déployés par tous ceux qui ont contribué à la réussite de ce projet.

FINALITÉ DES DIRECTIVES

1. **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 intérieurs et extérieurs, qu'ils soient de nature structurelle ou financière.** Les pays de petite taille ainsi que les pays émergents sont souvent plus vulnérables car leur économie est moins diversifiée, ils ont une base d'épargne financière intérieure plus réduite et des systèmes financiers moins développés, et ils peuvent être plus exposés à la contagion financière via les flux de capitaux. Les événements survenus depuis la crise financière mondiale de la fin des années 2000 montrent que les pays plus grands et plus développés sont également vulnérables. Les directives doivent donc être considérées dans le contexte plus large des facteurs et des forces qui affectent plus généralement la situation financière des États ainsi que la gestion de leur bilan. L'État gère souvent un gros portefeuille de réserves de change, sa situation budgétaire subit souvent l'effet de chocs réels ou monétaires 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. 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, ainsi qu'une politique macroéconomique saine, sont indispensables pour contenir le coût que ces chocs entraînent sur le plan du bien-être et sur celui de la production.
2. **Les directives couvrent la dette publique extérieure et intérieure et peuvent englober une large gamme de créances financières sur l'État¹.** Elles visent à identifier les domaines dans lesquels un large consensus existe 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. Elles ne doivent pas être considérées comme un ensemble de pratiques contraignantes ou de normes et codes à respecter obligatoirement. Elles n'indiquent pas non plus 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 publique, et les situations et les besoins varient considérablement d'un pays à l'autre². Ces directives sont principalement destinées à aider les responsables en diffusant les bonnes pratiques adoptées par les pays membres dans la conception et la mise en œuvre de leur stratégie de gestion de la dette. Elles trouveront des applications différentes d'un pays à l'autre, en fonction de leur situation propre, en particulier de leur stade de développement du secteur financier.
3. **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.** Les besoins de renforcement des capacités en matière de gestion de la

¹ Pour une définition de la dette, voir par exemple, *What Lies Beneath: The Statistical Definition of Public Debt*, <http://www.imf.org/external/pubs/cat/longres.aspx?sk=26101>

² L'outil d'évaluation de la performance en matière de gestion de la dette (DeMPA) a été mis au point pour aider les pays à définir les domaines prioritaires d'amélioration, notamment dans le monde en développement. <http://web.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/TOPICS/EXTDEBTDEPT/0,,contentMDK:21707750~menuPK:64166739~pagePK:64166689~piPK:64166646~theSitePK:469043,00.html>.

dette publique sont différents pour chaque pays. Ils dépendent de plusieurs facteurs : les contraintes auxquelles le pays se heurte sur les marchés de capitaux, son régime de change, la qualité de ses politiques macroéconomiques et de sa réglementation, ses capacités institutionnelles à concevoir et mettre en œuvre des réformes, la qualité de sa signature, etc. Le renforcement des capacités et l'assistance technique doivent donc être soigneusement modulés en fonction des objectifs poursuivis, tout en tenant compte des particularités du pays. Les directives doivent également reconnaître les orientations de la politique économique, du cadre institutionnel et des ressources technologiques et humaines dont le pays dispose. Cela est le cas que la dette consiste en instruments négociables ou en créances de dette officielle bilatérale ou multilatérale, bien que les mesures spécifiques à prendre puissent varier.

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

4. **La gestion de la dette publique consiste à établir et exécuter une stratégie de gestion de la dette de l'État capable de mobiliser le montant de financement voulu au coût le plus faible possible à moyen et long terme, conformément à un degré prudent de risque.** Cette stratégie doit en outre permettre d'atteindre tout autre objectif de gestion de la dette publique souveraine, comme par exemple le développement et le maintien d'un marché de titres publics efficient.

5. **Dans le contexte plus large de la politique publique, les États doivent veiller à ce que le niveau et le rythme de croissance de la dette publique soient soutenables, et que le service de la dette puisse être assuré dans des situations très variables, y compris en cas de tensions économiques et financières, tout en respectant les objectifs de coût et de risque.** Le respect des plafonds d'endettement et la réalisation d'analyses de viabilité de la dette (AVD) relèvent certes de la responsabilité des autorités financières, mais les gestionnaires de la dette publique doivent partager avec les autorités financières et monétaires l'objectif visant à maintenir l'endettement public sur une trajectoire soutenable. Ils doivent faire comprendre aux autorités financières l'impact des besoins de financement et des niveaux d'endettement de l'État sur les coûts d'emprunt. Plusieurs indicateurs peuvent servir à analyser la question de la viabilité de la dette, dont le ratio du service de la dette publique et les ratios de dette publique rapportée au PIB, aux exportations ou aux recettes fiscales. Ces indicateurs doivent être évalués à partir d'un large éventail de scénarios.

6. **Tout pays doit faire des choix, qu'il s'agisse des objectifs de la gestion de la dette, du niveau de risque tolérable, des secteurs du bilan de l'État dont les gestionnaires de la dette doivent rendre compte, de la gestion des passifs conditionnels, et de la mise en place d'une bonne gouvernance 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 publique, 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 les objectifs et les responsabilités de gestion de la

dette et de gestion monétaire (le cas échéant en les combinant avec un processus de consultation et de partage d'information entre gestionnaire de la dette et banque centrale), de gérer avec prudence le risque de refinancement et les charges d'intérêt de la dette, et de maintenir une structure institutionnelle fiable, notamment en répartissant clairement les responsabilités — et les obligations de rendre compte qu'elles entraînent — entre les différents organismes publics impliqués dans la gestion de la dette.

7. Un portefeuille d'endettement mal structuré au regard des échéances, de la monnaie ou des taux d'intérêt et un volume important de passifs conditionnels ont constitué, tout au long de l'histoire et dans de nombreux pays, d'importants vecteurs de crises économiques³.

Par exemple, indépendamment du régime de change ou de la monnaie de libellé des emprunts, les crises ont souvent été déclenchées par des stratégies privilégiant à l'excès les économies attendues des emprunts à court terme ou à taux variable. L'émission d'un volume important d'instruments de ce type a gravement exposé le budget de l'État aux fluctuations de la croissance et de la conjoncture financière, ainsi que la solvabilité du pays lorsque cette dette a dû être refinancée. Un recours excessif à l'emprunt en devises étrangères peut poser des risques particuliers et provoquer des tensions sur le taux de change ou les conditions monétaires si les investisseurs étrangers sont moins disposés à refinancer la dette de l'État. En réduisant le risque que le portefeuille de l'État lui-même ne devienne une source d'instabilité pour le secteur privé, une gestion prudente de la dette publique et la mise en place de politiques saines de gestion des engagements conditionnels peuvent permettre aux pays d'être moins exposés à la contagion et au risque financier. En outre, avec un portefeuille d'endettement robuste face aux chocs, le pays est mieux à même de gérer efficacement les crises financières.

8. De bonnes pratiques de gestion des risques sont essentielles car le portefeuille de la dette publique est souvent le portefeuille financier le plus important du pays et il peut impliquer des montages financiers complexes et risqués qui peuvent faire peser un risque substantiel sur le bilan de l'État et la stabilité financière globale.

Une bonne gestion des risques de la part du secteur public est également essentielle pour la gestion des risques du secteur privé. De solides structures d'endettement aident l'État à réduire divers types de risques, dont ceux liés au taux d'intérêt, au taux de change ou au refinancement. Beaucoup de pays cherchent à doter ces structures d'objectifs ou de fourchettes pour les principaux indicateurs de risque ou, lorsque cela est faisable, de portefeuilles cibles au regard de la composition en devises, de la durée et de la structure des échéances, afin d'orienter les activités d'emprunt et les autres transactions d'endettement. Lorsqu'ils sont rendus publics, ces cibles et ces objectifs contribuent à donner plus de prévisibilité et de transparence aux opérations de gestion de la dette et, partant, réduisent l'incertitude pour les investisseurs.

9. Les crises ont montré combien il était important de mettre en place des pratiques saines de gestion de la dette et de disposer d'un marché des capitaux national efficient et liquide. 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, et la composition en taux d'intérêt et en devises du portefeuille de la dette publique, ainsi que l'existence de montants élevés de passifs

³ Aux fins du présent document, les passifs conditionnels désignent les passifs conditionnels explicites, sauf indication contraire.

conditionnels explicites et implicites – ceux liés au secteur financier n'étant pas des moindres –, ont souvent contribué à leur gravité. Même en présence de saines politiques macroéconomiques, des pratiques risquées de gestion de la dette rendent l'économie plus vulnérable aux chocs économiques et financiers. Il est parfois possible de gérer directement ces risques au moyen de mesures relativement simples, par exemple en allongeant les échéances des emprunts et en payant le coût plus élevé du service de la dette le cas échéant, ou en ajustant le montant, l'échéance et la composition des réserves de change. Il importe en outre de revoir les critères et les dispositifs de gouvernance au regard des passifs conditionnels pour veiller à ce qu'ils soient conformes aux principes solides et transparents de gestion financière et budgétaire.

DIRECTIVES POUR LA GESTION DE LA DETTE PUBLIQUE

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 moyen et long terme, en maintenant le risque à un niveau prudent

1.2 Attributions

La gestion de la dette doit inclure les principales obligations financières sur lesquelles l'administration centrale exerce un contrôle.

1.3 Coordination avec les politiques monétaire, budgétaire et du secteur financier

La gestion de la dette doit s'articuler autour de politiques macroéconomiques et du secteur financier saines afin d'assurer que le niveau et le taux de croissance de la dette publique soient soutenable.

Les gestionnaires de la dette, les autorités budgétaires et monétaires et les régulateurs du secteur financier doivent s'accorder sur les objectifs de la gestion de la dette, les politiques budgétaire, monétaire et du secteur financier compte tenu des interconnexions et interdépendances entre les instruments qui sont respectivement à leur disposition.

En principe, les objectifs et les responsabilités de gestion de la dette et de la politique monétaire doivent être séparés.

Les gestionnaires de la dette et les autorités budgétaires et monétaires doivent partager des informations sur les besoins actuels et futurs de trésorerie de l'État.

Bien que les autorités budgétaires soient responsables d'assurer que les niveaux d'endettement restent prudents et de réaliser les analyses de viabilité de la dette, les gestionnaires de dette doivent suivre tout problème de viabilité de la dette en analysant les risques du portefeuille et en observant les réactions de marché dans le cadre des opérations de gestion de la dette; ils doivent en informer le gouvernement le plus rapidement possible.

2. **Transparence et responsabilité**

2.1 Clarté des rôles, des responsabilités et des objectifs pour les institutions de l'État qui sont responsables 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.

Les objectifs de la gestion de la dette doivent être clairement définis et rendus publics et il convient d'expliquer comment sont adoptées les mesures de coûts et de risques.

2.2 Publication des informations sur les stratégies et les opérations de gestion de la dette

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

Il convient d'assurer que le public a facilement accès à la documentation qui décrit la base juridique de la politique et des opérations de gestion de la dette.

Il convient d'informer les instances législatives et le public, par le biais d'un rapport annuel, du contexte dans lequel se déroule la gestion de la dette et des résultats de la stratégie de gestion de la dette.

Le gestionnaire de la dette/l'État doivent régulièrement publier des informations sur l'encours et la composition de ses passifs de dette et de ses actifs financiers et, le cas échéant, des passifs conditionnels, y compris la devise dans laquelle ils sont libellés, leur échéance et la structure des taux d'intérêt.

Si les opérations de gestion de la dette font intervenir des produits dérivés, il convient d'expliquer pourquoi ils sont utilisés; de même, il convient de publier périodiquement des statistiques sur le portefeuille de produits dérivés, établies conformément aux pratiques comptables reconnues. L'État tirera sûrement parti d'une fonction au sein du bureau de la gestion de la dette qui traite régulièrement avec les principales parties prenantes de la dette et produit des rapports pertinents pour les investisseurs incluant les statistiques de la dette et autres informations pertinentes.

2.3 Responsabilité et garantie d'intégrité par les organes responsables de la gestion de la dette

Les activités de gestion de la dette doivent être auditées tous les ans par des auditeurs externes. Les systèmes de technologies de l'information et les procédures de contrôle des risques doivent aussi être soumis à des audits externes. En outre, il convient de réaliser régulièrement des audits internes des activités de gestion de la dette et des systèmes et procédures de contrôle.

3. Cadre institutionnel

3.1 Gouvernance

Le cadre juridique doit préciser qui a l'autorité d'emprunter et d'émettre une dette nouvelle, de détenir des actifs aux fins de la gestion de la trésorerie et, le cas échéant, d'effectuer d'autres transactions au nom de l'État.

Le cadre organisationnel de la gestion de la dette doit être clairement défini et les mandats et les rôles bien précisés.

3.2 Gestion des opérations internes et documentation juridique

Les risques opérationnels doivent être gérés conformément à des pratiques commerciales saines, qui précisent clairement les responsabilités des services avec un suivi clair, des politiques de contrôle et des dispositifs de communication des informations.

Les services responsables de la gestion de la dette doivent respecter un code de déontologie et des principes relatifs aux conflits d'intérêts s'agissant de la gestion de leurs affaires financières personnelles.

Les activités de gestion de la dette doivent être appuyées par un système d'information de la gestion exact et exhaustif comportant des sauvegardes adéquates.

Des procédures appropriées de continuité de l'activité doivent être en place pour atténuer le risque que les activités de gestion de la dette puissent être gravement bouleversées par le vol, l'incendie, les catastrophes naturelles, les troubles sociaux et des actes de terrorisme.

Les gestionnaires de la dette doivent s'assurer qu'ils reçoivent les avis juridiques appropriés et que les transactions qu'ils entreprennent incluent de solides caractéristiques juridiques.

Les clauses d'action collective (CAC) des contrats obligataires pourraient contribuer à une résolution plus ordonnée et efficace en cas de restructuration de la dette souveraine (voir aussi Encadré 2).

4. Stratégie de gestion de la dette

Les risques inhérents à la structure de la dette de l'État doivent être soigneusement suivis et évalués. Ces risques doivent être atténués dans toute la mesure du possible, en tenant compte des coûts.

Pour guider les décisions d'emprunt et réduire les risques de l'État, les gestionnaires de dette doivent examiner les risques financiers et les autres caractéristiques de risques des flux de trésorerie de l'État.

Les gestionnaires de dette doivent soigneusement évaluer et gérer les risques associés à la dette en devises, à court terme ou dont le taux est flottant.

Des politiques de gestion efficaces par rapport aux coûts de la trésorerie doivent être en place pour permettre aux autorités de satisfaire leurs obligations financières et budgétaires lorsqu'elles deviennent exigibles.

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.

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 susceptibles 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 différentes de celles qu'expriment implicitement les prix courants du marché doivent être conscients des risques concomitants et être tenus responsables de leurs actions.

5.2 *Risques découlant de l'utilisation de produits dérivés, du risque de crédit et du risque de règlement*

Lorsque les produits dérivés sont utilisés pour couvrir le risque du portefeuille de dette, les gestionnaires de la dette doivent être conscients des coûts financiers et des scénarios de remboursement qui peuvent se présenter, de même que des conséquences potentielles des contrats sur produits dérivés (par exemple, dans le cas de l'abaissement de la notation de crédit d'une contrepartie du marché).

Le risque de crédit doit être évalué et géré de manière homogène par les gestionnaires de dette et de trésorerie.

Le risque de règlement doit être contrôlé moyennant des procédures et des responsabilités de règlement clairement documentées et l'imposition de limites, le cas échéant, sur les montants des paiements qui passent par toute banque de règlement.

5.3 *Passifs conditionnels*

Les gestionnaires de dette doivent assurer que l'impact des risques associés aux passifs conditionnels sur la situation financière de l'État, y compris sa liquidité globale, est pris en compte dans l'élaboration des stratégies de gestion de la dette.

6. Développement et maintenance d'un marché efficient pour les titres de créance intérieurs

Afin de minimiser les coûts et les risques du moyen au long terme, les gestionnaires de la dette doivent prendre des mesures adéquates pour développer un marché efficient des titres publics.

6.1 Diversification et instruments du portefeuille

L'État doit s'efforcer de créer une large base d'investisseurs pour ses instruments de créance intérieurs et extérieurs, en tenant compte des coûts et des risques ; il doit traiter les investisseurs de manière équitable.

6.2 Marché primaire

Les opérations de gestion de la dette sur le marché primaire doivent être transparentes et prévisibles. Dans la mesure du possible, l'émission de la dette doit faire appel à des mécanismes basés sur le marché, y compris des enchères compétitives et des syndications.

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.

EXAMEN DES DIRECTIVES

1. Objectifs et coordination de la gestion de la dette

1.1 Objectifs

10. **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 risquées (notamment le financement monétaire du déficit public) est cruciale, étant donné les graves conséquences macroéconomiques qu'entraîne le défaut de paiement public, et l'amplitude des pertes d'activité 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 publique.

11. **Les administrations publiques doivent s'efforcer de minimiser les coûts attendus du service de la dette de même que les coûts de la détention des actifs liquides, sous réserve**

que le niveau de risque est acceptable, à moyen et long terme. Minimiser les coûts, tout en ignorant les risques, ne doit pas constituer un objectif. Les transactions qui semblent abaisser les coûts du service de la dette représentent fréquemment des risques importants pour l'État et sont susceptibles de limiter sa capacité à rembourser les prêteurs. Par conséquent, la gestion des coûts et des risques exige un arbitrage. Il conviendra de juger la situation en tenant compte de la tolérance de l'administration publique pour les risques, sans négliger les autres objectifs de la politique économique et ses marges de manœuvre. Les pays développés, dont les marchés des titres publics sont généralement profonds et liquides, mettent principalement l'accent sur les risques du marché et, conjointement à des tests de résistance, peuvent faire appel à des modèles sophistiqués de portefeuille en vue de quantifier et de mesurer ce risque⁴. En revanche, les marchés émergents et les pays à faible revenu, qui n'ont qu'un accès limité (voire inexistant) aux marchés de capitaux étrangers et dont le marché intérieur de la dette est aussi souvent relativement peu développé, doivent accorder une plus haute priorité au risque de refinancement. Par ailleurs, l'un des objectifs majeurs de l'État doit aussi être de mener des politiques destinées à promouvoir le développement du marché de la dette intérieure⁵. Cet objectif est particulièrement pertinent pour les pays où les contraintes du marché sont telles que la dette à court terme, la dette avec un taux flottant et la dette en devises peuvent être, du moins à court terme, les seules solutions viables au financement monétaire.

1.2 Attributions

12. **La gestion de la dette doit englober les principales obligations financières sur lesquelles l'administration centrale exerce un contrôle.** Ces obligations incluent généralement la dette échangeable et non échangeable, telle que le financement concessionnel obtenu auprès de sources bilatérales et multilatérales et, dans certains cas, la dette détenue par les particuliers. La dette plus globale du secteur public sera incluse ou exclue du mandat de l'administration centrale sur la gestion de la dette selon les pays et la nature des cadres politiques et institutionnels⁶.

Encadré 1. Risques rencontrés dans la gestion de la dette publique

Les principaux risques pour le portefeuille de la dette publique ont trait aux risques du marché, qui incluent le risque de taux d'intérêt et le risque de change, le risque de refinancement, le risque de liquidité, le risque de crédit et le risque opérationnel. Les expositions aux risques d'un portefeuille de dette publique sont déterminées par la composition du portefeuille de la dette, y compris la part de la dette à court terme par rapport à la dette à plus long terme dans le portefeuille, la dette à taux variable par rapport à la dette à taux fixe et la dette libellée en devises.

⁴ Les méthodologies pour mesurer et quantifier les risques sont abordées dans les documents du FMI et de la Banque mondiale (2009) : *Developing a Medium-Term Debt Management Strategy (MTDS)—Guidance Note for Country Authorities*, <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2009/030309a.pdf>, <http://go.worldbank.org/T7SB6VFEL0>

⁵ Voir par exemple, FMI et Banque mondiale (2001), *Developing Government Bond Markets: A Handbook*.

⁶ Ces *Directives* peuvent aussi offrir des indications utiles pour d'autres niveaux des administrations publiques à qui incombe la responsabilité de gestion de la dette.

Risque	Description
Risque de marché	Il s'agit du risque d'augmentation du coût de la dette sous l'effet des changements des variables du marché, telles que les taux d'intérêt et les taux de change. Les types les plus courants de risque de marché sont le risque de taux d'intérêt et le risque de change.
Risque de taux d'intérêt 1/	Il s'agit du risque des augmentations du coût de la dette sous l'effet des variations des taux d'intérêt. Pour la dette intérieure et la dette en devises, les variations des taux d'intérêt ont un effet sur les coûts du service de la dette pour les nouvelles émissions lorsqu'on refinance la dette à taux fixe ou pour la dette existante et la nouvelle dette à taux flottant lorsque le taux est révisé. C'est pourquoi, la dette à court terme ou à taux flottant est généralement considérée comme étant plus risquée que la dette à long terme à taux fixe. Traditionnellement on mesure les risques du taux d'intérêt selon la durée, le délai jusqu'à qu'à la nouvelle révision du taux et selon la part de la dette assortie d'un taux variable dans le total de la dette.
Risque de taux de change	Il s'agit du risque de l'augmentation du coût de la dette en raison des variations des taux de change. La dette libellée ou indexée en devises aggrave la volatilité des coûts du service de la dette mesurée en monnaie nationale à cause des variations du taux de change. Pour mesurer le risque de taux de change, on inclut la part de la dette en monnaie nationale dans le total de la dette et le ratio de la dette extérieure à court terme aux réserves de change.
Risque de refinancement	Il s'agit du risque que la dette pourrait devoir être refinancée à un coût inhabituellement élevé ou, dans des cas extrêmes, qu'elle ne peut pas être refinancée. Dans la mesure où le risque de refinancement est limité au risque que la dette devra être refinancée à des taux d'intérêt plus élevés, et soumise à des variations des spreads de crédit, ce risque peut être considéré comme un type de risque de taux d'intérêt. Toutefois, il est souvent traité séparément car la capacité à refinancer une dette arrivant à échéance et/ou des augmentations exceptionnellement élevées des coûts de financement de l'État peuvent se traduire par une crise de la dette ou l'aggraver. Qui plus est, les obligations avec des options de vente intégrées peuvent exacerber les risques de refinancement. Les indicateurs pertinents incluent la durée moyenne jusqu'à l'échéance, le pourcentage de l'encours de la dette dans 12, 24 et 36 mois et le profil de remboursement.
Risque de liquidité	Il s'agit (dans le contexte de la gestion de la dette) d'une situation dans laquelle le volume des actifs liquides diminue rapidement à cause d'obligations de trésorerie non prévues et/ou d'éventuelles difficultés à mobiliser de la trésorerie par l'emprunt en peu de temps.
Risque de crédit	Il s'agit du risque de non-remboursement par les emprunteurs pour des prêts ou d'autres actifs financiers ou par une contrepartie dans le cadre de contrats financiers. Ce risque est particulièrement pertinent lorsque la gestion de la dette inclut la gestion des actifs liquides. Il peut aussi se présenter lors de l'acceptation d'offres dans des enchères de titres émis par l'État ou dans le cadre de garanties de crédit, de même que de contrats sur produits dérivés conclus par les gestionnaires de la dette.
Risque de règlement	Il s'agit du risque qu'une contrepartie ne délivre pas un titre comme convenu dans le contrat, après que le pays (ou la contrepartie) a déjà effectué le paiement conformément à l'accord.
Enfin, les gestionnaires de dette doivent faire face à des risques opérationnels dans le cadre de leurs activités, risques qui doivent être gérés par le biais des fonctions de gouvernance et de contrôle.	
Risque opérationnel	Il s'agit de tout un éventail de différents types de risques, y compris les erreurs de transactions aux différentes étapes de l'exécution et de l'enregistrement des transactions ; les insuffisances ou les échecs des contrôles internes ou des systèmes et des services ; le risque de réputation, le risque juridique, les violations de la sécurité ou les catastrophes naturelles qui empêchent les gestionnaires de dette de

poursuivre les activités requises pour satisfaire les objectifs de gestion de la dette.

1/Risque de révision est un autre terme utilisé pour le risque de taux d'intérêt.

13. **L'administration centrale doit suivre et examiner les expositions éventuelles entraînées par la garantie des dettes des administrations régionales et des entreprises d'État et, lorsque cela est possible, être informée de la situation financière générale des emprunteurs des secteurs public et privé.** De même, il sera sans doute nécessaire de coordonner les calendriers d'emprunt des emprunteurs de l'administration centrale et des administrations régionales pour s'assurer que les adjudications sont correctement espacées dans le temps. La gestion de la dette peut aussi faire intervenir la supervision des actifs financiers liquides.

1.3 Coordination avec les politiques monétaire, budgétaire et du secteur financier

14. **La gestion de la dette doit s'inscrire dans des politiques macroéconomiques et relatives au secteur financier saines afin d'assurer que le niveau et le taux de croissance de la dette publique sont soutenables.** Les difficultés de gestion de la dette publique sont souvent dues au fait que les décideurs s'intéressent peu aux coûts d'une gestion macroéconomique inadéquate. Les politiques budgétaire, monétaire, de change ou financière inappropriées engendrent l'incertitude sur les marchés financiers s'agissant des futurs rendements des investissements libellés en monnaie locale, ce qui incite les investisseurs à exiger des primes de risque plus élevées. Les emprunteurs, tout comme les prêteurs, peuvent s'abstenir de prendre des engagements à plus long terme, ce qui peut gravement entraver l'effort des gestionnaires de la dette en vue de protéger l'État du risque excessif de refinancement et de change. La mise en œuvre réussie de solides politiques macros par le passé peuvent contribuer à éviter ou alléger cette incertitude. En outre, les autorités doivent s'intéresser aux avantages d'une politique prudente de gestion de la dette associée à de saines politiques macroéconomiques. Celles-ci doivent être conjuguées à la création d'une infrastructure technique adéquate — telle qu'un dépositaire central et un système de paiement et de règlement — pour faciliter le développement des marchés financiers intérieurs.

15. **Les gestionnaires de la dette, les autorités budgétaires et monétaires et les régulateurs du secteur financier doivent être d'accord sur les objectifs de la gestion de la dette de même que sur les politiques budgétaire, monétaire et financière compte tenu des interconnexions et des interdépendances entre leurs instruments respectifs de politique économique.** Les décideurs doivent comprendre comment fonctionnent les différents instruments de politique économique, dans quelle mesure ils peuvent se renforcer les uns les autres et comment les tensions peuvent naître. Une gestion de la dette et des politiques budgétaire et monétaire prudentes peuvent se renforcer mutuellement pour aider à abaisser les primes de risque dans la structure des taux d'intérêt à long terme. Il serait souhaitable que les autorités monétaires informent les autorités budgétaires des effets éventuels des niveaux d'endettement de l'État sur la réalisation des objectifs de la politique monétaire. Des limites d'emprunt et de saines pratiques de gestion des risques peuvent aider à protéger le bilan de l'État des chocs du service de

la dette. Il est important que les politiques économiques dans tous les domaines soient menées dans le contexte d'un solide cadre macroéconomique.

16. **En principe, il est souhaitable que les objectifs et responsabilités de la politique de gestion de la dette soient maintenus distincts de ceux des politiques monétaire et budgétaire.** La séparation 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 peut être conduite indépendamment de la politique de 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 directeurs, et que des intérêts conflictuels paraissent influencer sur le fonctionnement du marché. L'objectif de réduire le coût à terme de la 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 politique de gestion de la dette.

17. **Les responsables de la gestion de la dette et les autorités monétaires et budgétaires doivent échanger leurs informations sur les besoins de flux de trésorerie 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 efficiente 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 devraient donc prévoir des procédures leur permettant de se rencontrer souvent pour coordonner 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 flux de trésorerie 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. De même, lorsque la gestion de la trésorerie n'est pas assurée par les gestionnaires de la dette, une bonne coordination est requise avec l'institution responsable de la gestion de la trésorerie.

18. **Il convient d'encourager la communication entre les autorités de la gestion de la dette, les autorités monétaires, budgétaires et de réglementation du secteur financier, chaque autorité conservant son indépendance.** Certaines formes de consultation, le cas échéant, pourraient être utiles car elles sont susceptibles de fournir aux décideurs, notamment aux régulateurs financiers, des informations utiles. En particulier, le partage des informations entre les gestionnaires de la dette et les autorités monétaires est crucial lorsque la politique monétaire fait intervenir des mesures non traditionnelles, dans certaines sont mises en œuvre directement sur les marchés obligataires publics⁷. Il est possible que, dans le cadre de la réglementation et de la supervision des marchés et des institutions financiers, certaines mesures entravent non

⁷ Une communication efficace entre l'autorité monétaire *centrale* et les gestionnaires respectifs de la dette des pays membres est cruciale dans les unions monétaires.

intentionnellement le fonctionnement des marchés secondaire et primaire. Les consultations entre les gestionnaires de la dette, les autorités monétaires, budgétaires et de régulation financière encouragent des solutions qui facilitent le fonctionnement adéquat des marchés publics de la dette, tout en permettant la réalisation des objectifs de la politique financière.

19. **Bien que la responsabilité qui consiste à assurer des niveaux prudents d'endettement et à mener des AVD incombe aux autorités budgétaires, les gestionnaires de la dette doivent suivre tout éventuel problème de viabilité de la dette sur la base de l'analyse des risques de portefeuilles et des réactions du marché observées dans le cadre des opérations de gestion de la dette et en informer le gouvernement le plus rapidement possible**⁸. L'analyse des coûts et des risques du portefeuille de dette par les gestionnaires de la dette peut contenir des informations utiles pour les autorités budgétaires qui réalisent leur propre analyse de viabilité de la dette (et vice versa), notamment s'agissant des vulnérabilités dues aux expositions au risque de taux de change, au risque de taux d'intérêt et au risque de refinancement^{9,10}. En outre, les gestionnaires de la dette jouent un rôle important pour déterminer la composition de la dette par le biais de leurs activités d'emprunt sur les marchés financiers au nom de l'État, ce qui les place en contact direct avec les participants au marché. Leur observation du comportement des investisseurs, à la fois sur le marché primaire et secondaire, de même que leurs discussions avec les participants au marché peuvent offrir des indications utiles pour savoir si les investisseurs sont prêts à détenir cette dette. Cet aperçu des vues des investisseurs peut se révéler utile pour les autorités budgétaires qui évaluent la viabilité de la dette et peut aider les décideurs à identifier toute préoccupation qui peut apparaître s'agissant de la viabilité de la dette. C'est pourquoi les gestionnaires de la dette doivent extraire de leur portefeuille de dette des indicateurs pertinents et systématiquement recueillir et analyser les vues des participants au marché financier sur la viabilité de la dette de l'État. Les circuits de communication doivent aussi être en place afin qu'ils puissent partager ces informations avec les autorités budgétaires dans de bons délais.

⁸ Les gestionnaires de la dette doivent communiquer à l'autorité budgétaire une évaluation et une prévision du montant de la dette qui peut être absorbé de manière réaliste par le marché sans relèvement substantiel des taux d'intérêt ni augmentation des risques. Ce montant dépend également des caractéristiques spécifiques de risque qui sous-tendent la dette : il est vrai que les investisseurs peuvent avoir des limites réglementaires et opérationnelles pour détenir cette dette puisque le risque est mesuré par le niveau de classement et d'autres critères de risque. Si ces aspects ne sont pas pris en compte, il peut en résulter un déséquilibre entre l'offre et la demande qui se traduira par une augmentation du coût de la dette, ce qui aura un impact négatif sur sa viabilité.

⁹ Divers cadres analytiques ont été mis au point pour guider les pays s'agissant de la viabilité de leur dette publique. Par exemple, ceux qui sont utilisés par le FMI dans ses activités de surveillance et de programme et par la Banque mondiale dans ses opérations de prêt se trouvent sur le site Web suivant : <http://www.imf.org/external/pp/longres.aspx?id=4827>; <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2013/050913.pdf>; <http://www.imf.org/external/pubs/ft/dsa/lic.aspx>; et <http://go.worldbank.org/VW1LCJFDJ0>.

¹⁰ On trouvera aux Sections 4 et 5 des *Directives* d'autres informations sur l'analyse du coût et du risque du portefeuille de la dette ; elles portent sur la stratégie de la gestion de la dette et le cadre de gestion des risques.

2. **Transparence et responsabilité**¹¹

20. **La transparence et la responsabilité sont des facteurs clés des opérations de gestion de la dette.** Ainsi qu'il est précisé dans le *Code de bonnes pratiques pour la transparence des politiques monétaire et financière : Déclaration de principes* (ci-après le 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 efficacité est susceptible d'être renforcée si le public 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 au ministère des finances, aux bureaux de gestion de la dette, aux banques centrales et aux autres institutions publiques qui interviennent dans les opérations de gestion de la dette.

2.1 Clarté des rôles, des responsabilités et des objectifs des institutions publiques responsables de la gestion de la dette

21. **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**¹². La transparence des compétences respectives et l'application de règles et procédures claires, notamment des accords en place, 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 et de la mise au point des instruments de 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.

22. **Il convient de définir clairement et de diffuser publiquement les objectifs de la gestion de la dette, et d'explicitier les agrégats adoptés en matière de coût et de risque**¹³. 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 ou le maintien d'un marché qui fonctionne correctement, doivent également être publiés. Leurs rapports avec l'objectif principal doivent être clairement définis.

23. **Il est essentiel que les objectifs de la gestion de la dette soient clairs afin de réduire l'incertitude quant aux projets et au comportement de l'administration.** Une mauvaise définition des objectifs et du cadre de politique économique conduit souvent à de mauvaises

¹¹ La présente section s'inspire du *Code de bonnes pratiques en matière de transparence des finances publiques* (2007, ci-après Code de TFP) et du *Code de bonnes pratiques pour la transparence des politiques monétaire et financière : déclaration de principes* qui portent sur les opérations de gestion de la dette.

¹² Voir code de transparence PMF, 5.2.

¹³ Voir code de transparence PMF, 5.1.

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 rendre l'État plus 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 en retour une prime de risque plus élevée en raison de cette incertitude.

2.2 Disponibilité publique de l'information sur la communication des stratégies et des opérations de gestion de la dette

24. **Les aspects majeurs 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

25. **Les réglementations et procédures applicables à l'émission 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**¹⁴. 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 sélection et leurs droits et obligations, doivent également être rendus publics¹⁵. 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 publiques¹⁶.

26. **Il convient d'assurer un accès facile à la documentation qui décrit la base légale de la politique et des opérations de gestion de la dette.** La documentation disponible auprès du public doit inclure les termes et les conditions standards de l'encours des obligations de même que des autres instruments de dette qui sont employés y compris, le cas échéant, les clauses d'action collective. Il est aussi important que le traitement fiscal des titres publics soit clairement révélé lors de leur première émission. Les objectifs et les coûts finaux, le cas échéant, des traitements fiscaux préférentiels des titres d'État doivent également être publiés¹⁷.

¹⁴ Voir FMI et Banque mondiale (2001) : *Developing Government Bond Markets: A Handbook*, <http://www.imf.org/external/pubs/cat/longres.cfm?sk=15114.0>.

¹⁵ Voir Code de transparence PMF, 6.1.3.

¹⁶ Voir Code de transparence PMF, 1.3.

¹⁷ Voir FMI et banque mondiale (2001) *Developing Government Bond Markets: A Handbook*, <http://www.imf.org/external/pubs/cat/longres.cfm?sk=15114.0>

27. **Les institutions législatives et le public doivent être informés par le biais d'un rapport annuel sur le contexte dans lequel évolue la gestion de la dette et sur les résultats de la stratégie de gestion de la dette.** Une description de la stratégie de gestion de la dette à moyen terme, assortie des indicateurs ou des objectifs de coût et de risque, est particulièrement utile pour les investisseurs et les autres parties prenantes. Pour garantir la transparence, la responsabilité et une communication efficace avec les investisseurs et les autres parties prenantes, le gouvernement doit présenter les résultats périodiques des stratégies et des objectifs définis. Cela améliore la gouvernance et permet au public de mieux comprendre et d'évaluer la performance des responsables de la gestion de la dette.

28. **Le gestionnaire de la dette/l'État doivent publier régulièrement (tous les mois ou tous les trimestres) des informations sur l'encours et la composition de la dette et des actifs financiers et, le cas échéant sur les garanties de prêts et autres passifs conditionnels, notamment la monnaie de libellé, l'échéance et la structure des taux d'intérêt¹⁸.** Certains responsables de la gestion de la dette publique publient aussi régulièrement (tous les mois ou tous les trimestres) un rapport qui inclut des statistiques sur la dette intérieure et extérieure et les garanties de prêts, telle que les émissions/décaissements et paiements au titre du service de la dette et autres indicateurs de risque de base, tels que l'échéance résiduelle moyenne, le coût moyen, la dette exigible dans un an ou moins et l'encours de la dette par type d'investisseurs/de créanciers.

29. **Il serait souhaitable que les responsables de la gestion de la dette encouragent un dialogue étroit et continu avec les investisseurs en vue de les tenir au courant des caractéristiques du portefeuille de la dette du pays et d'obtenir des informations sur leurs préférences.** Les responsables de la gestion de la dette devraient s'efforcer de fournir aux investisseurs des informations sur les opérations d'emprunt, les méthodes de calcul des chiffres de la dette publique, les mesures du risque de taux d'intérêt et du risque de refinancement, la structure des échéances, les produits dérivés et les garanties explicites, selon les besoins.

30. **S'il existe des passifs conditionnels (par exemple, par le biais de dispositifs explicites d'assurance des dépôts parrainés par l'État ou de garanties explicites de crédit émises par l'administration centrale), il convient de publier les informations sur leurs coûts et leurs risques dans les comptes de l'État¹⁹.** Les comptes doivent également indiquer si ces passifs sont publiés à leur valeur faciale ou après une évaluation séparée ; dans ce dernier cas, les normes de valorisation et les méthodes de calcul des passifs conditionnels doivent être rendues publiques. Cette information doit être publiée par les responsables de la gestion de la dette si elles sont l'autorité responsable de la gestion des passifs conditionnels.

31. **Si les opérations de gestion de la dette incluent des produits dérivés, la raison de leur utilisation doit être publiée et les statistiques agrégées et/ou des indicateurs synthétiques sur le portefeuille de produits dérivés doivent être publiées périodiquement,**

¹⁸ Voir le *Manuel de transparence budgétaire*, paragraphe 207; *Cadre d'évaluation de la qualité des données* du FMI et *Guide de statistiques de la dette du secteur public : guide pour les statisticiens et les utilisateurs* (2003). <https://www.imf.org/external/np/sta/ed/ed.htm>.

¹⁹ On trouvera à la Section 5.2 un examen des passifs conditionnels.

conformément aux pratiques comptables reconnues. Pour certains gestionnaires de la dette, les opérations sur produits dérivés jouent un rôle intégral dans la gestion de la dette. La comptabilisation de ces opérations sur produits dérivés est cruciale pour renforcer la confiance dans la solidité de la situation financière de l'État, puisque leurs caractéristiques de risque et la structure de coût peuvent être très différentes de celles des instruments de dette standard. Les principales mesures de risque, de coût et de valorisation du portefeuille de produits dérivés doivent être formulées selon des pratiques comptables reconnues et régulièrement publiées.

32. **Il est probable que l'État tirera parti d'une fonction au sein du bureau de gestion de la dette qui traite régulièrement avec les principales parties prenantes de la dette et produit des rapports à l'intention des investisseurs comportant des statistiques de la dette et autres informations pertinentes.** Plusieurs gestionnaires de la dette ont un bureau responsable des relations avec les investisseurs qui établit un premier contact avec eux, avec les agences de notation, la presse et les autres parties prenantes²⁰. Une telle cellule est responsable de la qualité du site Internet et des documents publiés régulièrement par le responsable de la gestion de la dette.

33. **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 transparence²¹. 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.

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

34. **Les activités de gestion de la dette doivent être auditées annuellement par des auditeurs externes.** Les systèmes de technologies de l'information et les procédures de contrôle des risques doivent être soumis à des audits externes. Le cadre de répartition des responsabilités de gestion de la dette peut être renforcé par la publication de rapports d'audit sur les politiques, les opérations, les systèmes informatiques et les procédures de contrôle des risques de la gestion de la dette²². Les états financiers publics doivent faire régulièrement l'objet d'audits externes et être publiés conformément à un calendrier annoncé à l'avance²³. 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

²⁰ Voir le Rapport des IFI sur les relations avec les investisseurs : *An Approach to Effective Communication and Enhanced Transparency* (avril 2008).

²¹ Voir code de transparence PMF, introduction.

²² Voir code de transparence PMF, 1.2, 1.3, sections IV et VIII.

²³ Le processus d'audit des comptes peut varier en fonction de la structure institutionnelle des opérations de gestion de la dette.

de l'administration centrale. Il faut aussi en outre soumettre régulièrement à des audits internes les activités de gestion de la dette, ainsi que les systèmes et les procédures de contrôle.

3. Cadre institutionnel

3.1 Gouvernance

35. **Le cadre réglementaire doit préciser les détenteurs de l'autorité d'emprunter et d'émettre de nouveaux emprunts, de détenir des actifs aux fins de la gestion de la trésorerie et, le cas échéant, d'entreprendre des transactions pour le compte de l'État.** L'autorité d'emprunter doit être clairement définie dans la législation²⁴. Des pratiques administratives robustes sont une composante importante de la gestion de la dette publique, étant donné la taille des portefeuilles de dette publique.

36. **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 sont bien investis de l'autorité légale de représenter l'État, et que l'administration garantit toutes les transactions que ses gestionnaires de la dette publique 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. Le cadre réglementaire doit aussi inclure le processus d'utilisation des produits dérivés et les opérations de gestion des passifs.

37. **Le cadre organisationnel de la gestion de la dette doit être clairement spécifié, et donner une définition précise des rôles et des responsabilités²⁵.** 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 publique à un ou plusieurs des organismes suivants : Ministère des finances, banque centrale, office autonome de gestion de la dette²⁶. Quelle que soit l'approche retenue, la consolidation des fonctions de gestion de la dette sous la même autorité pourrait améliorer l'efficacité des opérations de gestion de la dette. L'essentiel est que le cadre organisationnel dans lequel s'effectue la gestion de la dette soit clairement précisé et que les compétences des différents acteurs soient clairement délimitées afin que les gestionnaires de la dette disposent de l'indépendance opérationnelle nécessaire pour réaliser leurs objectifs et leurs stratégies²⁷.

²⁴ Cette autorité est généralement confiée au Ministère des finances. Voir aussi FMI (2007) *Manuel sur la transparence des finances publiques*, paragraphe 103.

²⁵ Voir également section 2.1 des directives, et code de transparence PMF, 5.2.

²⁶ 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. Pour un examen détaillé des dispositifs institutionnels de la gestion de la dette publique voir par exemple : Currie, Elizabeth; Jean-Jacques Dethier et Eriko Togo, 2003 : *Institutional Arrangement for Public Debt Management* [http://treasury.worldbank.org/bdm/pdf/6 Institutional Arrangements PDM CurrieDedthierTogo.pdf](http://treasury.worldbank.org/bdm/pdf/6%20Institutional%20Arrangements%20PDM%20CurrieDedthierTogo.pdf).

²⁷ 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 la politique de gestion de la dette et ceux de la politique monétaire. Voir aussi la section IV.1.1.

38. **Les gestionnaires de la dette doivent régulièrement publier les objectifs, les directives et les stratégies de l'État, de même que les besoins de financement à moyen terme et, le cas échéant, les objectifs en termes de composition de la dette, de l'échéance moyenne et autres indicateurs**²⁸. Pour compléter la transparence et la responsabilité, les gestionnaires de la dette publient généralement des rapports annuels de la dette qui font état des activités de l'année précédente²⁹. Ces rapports non seulement renforcent la responsabilité des gestionnaires de la dette publique, mais ils facilitent aussi le fonctionnement des marchés financiers en rendant publics les critères utilisés pour guider le programme d'endettement, les hypothèses et les arbitrages qui sous-tendent ces critères de même que la mesure dans laquelle ils sont respectés par les responsables.

3.2 Gestion des opérations internes et documentation juridique

39. **Les risques opérationnels doivent être de façon professionnelle, ce qui inclue une définition précise des responsabilités des services de même que des politiques claires de suivi, de contrôle et de publication.** Le règlement des transactions, la tenue des registres financiers et l'accès au système d'enregistrement de la dette doivent faire l'objet de contrôles solides et de procédures bien documentées. Les insuffisances des contrôles et le non-respect des politiques en vigueur peuvent entraîner des pertes considérables pour l'État et ternir sa réputation. Des pratiques robustes de suivi et de contrôle sont indispensables pour réduire le risque opérationnel.

40. **Il convient de structurer clairement les responsabilités de chaque partie qui intervient dans les activités de gestion de la dette.** La responsabilité opérationnelle des activités de gestion de la dette est en général partagée entre la salle des marchés, le suivi de marché et le service post-marché, qui sont des 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. Le suivi de marché ou bureau de gestion des risques, lorsqu'il existe en tant que structure distincte, se charge en général de l'analyse et du suivi des risques et de l'information sur les risques liés au portefeuille. Il évalue en outre la performance des gestionnaires de dette par rapport à des objectifs/repères 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

²⁸ Voir aussi l'encadré 1.

²⁹ Voir aussi Transparence et responsabilisation, Section IV. 2.2.

publique, les responsabilités et compétences de chaque partie peuvent être formalisées au moyen d'un accord entre la banque centrale et la structure chargée de la gestion de la dette.

41. **Il importe de mettre en place des politiques de rétention du personnel et de gestion de la relève offrant des incitations et des plans de carrière.** 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.

42. **Les agents intervenant dans la gestion de la dette doivent se soumettre à un code de conduite et à des règles de conflits d'intérêt au regard de la gestion de leurs finances personnelles.** 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.

43. **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. En outre, il importe que le coût et la complexité de ce système soient à la mesure des besoins du pays.

44. **Afin d'atténuer le risque que les activités de gestion de la dette puissent être gravement perturbées par des vols, des incendies, 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 robustes 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.

45. **Les gestionnaires de la dette doivent s'assurer de recevoir les conseils juridiques appropriés et ils doivent faire en sorte que les transactions dont ils assurent la gestion aient**

de solides fondements juridiques. La juridiction pertinente doit être clairement identifiée. Il importe que les gestionnaires de dette reçoivent les conseils juridiques appropriés et qu'ils veillent à ce que les opérations qu'ils entreprennent s'appuient sur une solide documentation légale. En procédant de la sorte, ils pourront aider les autorités à mieux définir leurs droits et leurs obligations dans les juridictions pertinentes. Plusieurs questions méritent une attention particulière, dont les suivantes : la conception des clauses importantes des instruments de dette, comme par exemple la définition claire de ce qui constitue un cas de défaut, notamment lorsqu'il va au-delà des défauts de paiement sur les obligations pertinentes (par exemple, défaillances croisées et accélérations croisées); la portée de la clause de nantissement négatif; les conséquences de l'inclusion de clauses *pari passu*; et l'ampleur de la dérogation à l'immunité souveraine. Les obligations d'information sur les marchés pertinents doivent être analysées de près, car elles peuvent varier d'un marché à l'autre.

46. **Si un État est contraint de restructurer sa dette publique en période de difficultés, les clauses d'action collective (CAC) dans les contrats obligataires pourraient aider à parvenir à une résolution plus ordonnée et efficiente (voir également encadré 2).** La conception et l'inclusion de ce type de clauses dans la documentation des obligations de droit étranger ont reçu dernièrement une attention grandissante. Ces clauses permettent à une majorité qualifiée d'obligataires d'astreindre tous les détenteurs de cette même obligation à se soumettre aux mêmes conditions financières d'une restructuration, et elles limitent la capacité d'une minorité de détenteurs de perturber le processus de restructuration en exigeant l'exécution de leurs créances après un défaut de paiement. Dans un processus de restructuration de dette souveraine, le risque existe qu'une minorité de créanciers «irréductibles» ralentissent ou perturbent un contrat qu'une majorité qualifiée est disposée à appuyer. En atténuant ces risques, les CAC pourraient contribuer à un traitement plus rapide et plus ordonné des règlements de dette. Au vu de ces avantages potentiels, les gestionnaires de dette doivent, lorsqu'ils émettent des obligations souveraines internationales (par exemple, obligations émises ou garanties par l'État ou par une banque centrale et régies par le droit d'un pays autre que celui de l'émetteur, ou soumises à la juridiction d'une cour étrangère), étudier s'il convient d'inclure de type de clauses dans les nouveaux emprunts, en consultation avec leurs conseillers financiers ou juridiques³⁰.

³⁰ Le FMI est déterminé à promouvoir l'utilisation de CAC dans les obligations souveraines de droit étranger, et il suit l'utilisation de ces clauses dans ses activités de surveillance.

Encadré 2. Clauses d'action collective

Les clauses d'action collective (CAC) définissent les procédures de vote majoritaire qui permettent de modifier les conditions financières applicables à l'encours d'une dette et peuvent limiter les incitations ou les possibilités que pourraient avoir des créanciers, à titre individuel, d'engager des poursuites contre le débiteur dans le cas d'une restructuration de dette souveraine. Elles peuvent contribuer à rendre une restructuration plus ordonnée et plus rapide, ce qui, à son tour, pourrait réduire les considérables coûts macroéconomiques qu'un débiteur souverain pourrait être contraint d'assumer s'il ne parvenait pas à restructurer une dette insoutenable de manière ordonnée et prévisible.

Ces clauses appartiennent à deux grandes catégories. La première est celle des *clauses de restructuration majoritaire*, qui permettent à une majorité qualifiée de détenteurs de titres de modifier les principales conditions financières de l'émission obligataire (par exemple, principal, intérêt et échéance) et de les rendre obligatoires pour tous les autres détenteurs, avant ou après un défaut de paiement. Par le passé, les CAC de droit anglais exigeaient la convocation d'une réunion des créanciers. La majorité qualifiée était remplie si 75 % des détenteurs présents à la réunion (en personne ou par procuration) votaient en faveur. Toutefois, dans les émissions plus récentes comprenant des CAC (y compris celles relevant du droit de New York), il n'est pas nécessaire de convoquer une réunion pour qu'il y ait un vote. La majorité qualifiée est obtenue lorsqu'un certain pourcentage des détenteurs du montant total de l'encours de la dette parvient à un accord (par exemple, 75 % de l'encours du principal).

L'autre catégorie de CAC est celle des *clauses conservatoires majoritaires*, qui visent à limiter la capacité qu'aurait une minorité de porteurs de titre de perturber le processus de restructuration en cherchant à exécuter leurs créances après un défaut de paiement mais avant un accord de restructuration. Les obligations régies par le droit anglais et celles qui relèvent du droit de New York présentent deux clauses de ce type : i) un vote affirmatif d'un pourcentage minimum de détenteurs (qui représentent, en règle générale, 25 % de l'encours du principal) est nécessaire pour accélérer la réalisation d'une créance après un défaut de paiement, et ii) une majorité simple ou qualifiée peut annuler cette accélération une fois corrigé le défaut sur l'échéancier initial. Les structures fiduciaires de droit anglais présentent un type encore plus effectif de clauses conservatoires (pouvant également s'appliquer aux obligations émises dans d'autres juridictions) : le droit à entamer des poursuites au nom de tous les détenteurs étant accordé à un fiduciaire (un représentant du comité des détenteurs). Celui-ci n'est tenu d'agir que s'il est invité à le faire par la majorité requise de détenteurs (en règle générale 20–25 %). En outre, les dispositions de l'acte fiduciaire prévoient que le produit de toute poursuite doit être réparti par le fiduciaire entre tous les détenteurs.

Bien que l'utilisation de clauses d'action collectives soit une pratique de longue date sur certains marchés, notamment dans les contrats obligataires de droit anglais, on observe depuis 2003 une tendance manifeste d'inclusion de ces clauses dans les émissions obligataires régies par le droit de New York (qui représentent une grande partie des émissions de titres souverains émergents). Par exemple, des pays émergents comme le Brésil, le Mexique, les Philippines et l'Afrique du Sud ont inclus des CAC dans leurs émissions obligataires internationales de droit new yorkais. Les CAC sont également présentes dans les émissions obligataires de droit japonais ou luxembourgeois. En Allemagne, les fondements juridiques de l'inclusion des CAC ont été éclaircis en 2009 pour élargir leur utilisation dans les émissions obligataires nationales et internationales. En outre, les pays de la zone euro ont inclus des CAC dans toutes les nouvelles émissions d'une échéance supérieure à un an depuis le 1^{er} janvier 2013. Enfin, beaucoup de pays avancés se sont également engagés à inclure des CAC dans leurs émissions obligataires internationales afin d'encourager leur adoption comme une pratique courante du marché.

Pour de plus amples informations sur les clauses d'action collective :
Fonds monétaire international, 2013, *Sovereign Debt Restructuring—Recent Developments and Implications for the Fund's Legal and Policy Framework*, IMF Policy Paper, (Washington: International Monetary Fund).
<http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2013/042613.pdf>

Das, Udaibir S., Michael G. Papaioannou et Christoph Trebesch, 2012, *Sovereign Debt Restructurings 1950–2010: Literature Survey, Data, and Stylized Facts*, IMF Working Paper 12/203 (Washington: International Monetary Fund). <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2012/wp12203.pdf>

4. Stratégie de gestion de la dette

47. **Une stratégie de gestion de la dette est un plan qui donne une dimension opérationnelle aux objectifs de gestion de la dette**³¹. Elle précise la composition souhaitée du portefeuille de dette publique eu égard aux préférences en matière de coût et de risque. Cette stratégie doit se centrer sur la gestion du risque à la base du portefeuille de dette, et concrètement sur les variations éventuelles du coût du service de la dette et l'impact sur le budget et le niveau d'endettement public. La mise en œuvre de la stratégie suppose de nouvelles émissions de dette et des opérations de gestion des engagements.

48. **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 3 résume certains des écueils présentés par la gestion de la dette publique. Il existe toute une gamme d'instruments et de politiques pour faciliter la gestion de ces risques. Les choix entre les différentes stratégies de gestion de la dette peuvent être évalués à partir des coûts financiers et de la volatilité escomptés selon divers scénarios économiques et financiers³².

Encadré 3. Écueils de la gestion de la dette

Les écueils de la gestion de la dette décrits ci-après concernent des pratiques qui, par exemple, traduisent une volonté d'accepter un niveau de risque de portefeuille de dette plus élevé ou de privilégier exclusivement les avantages à court terme. Il importe donc d'avoir présentes à l'esprit les conséquences des pratiques décrites ci-dessous :

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 comme présentant un «faible risque».
 - *Structure des échéances.* Les pouvoirs publics ont à respecter un équilibre intertemporel entre les coûts à court et long terme, qu'il convient de gérer avec prudence. Par exemple, le recours excessif à des dettes à court terme ou à taux variable dans le but de tirer parti de taux d'intérêt courts plus 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. L'instabilité qui en résulte peut également nuire à la réalisation des objectifs monétaires de la banque centrale.
 - *Montant excessif de risques de change non couverts.* Ce problème peut prendre plusieurs formes, mais les principales sont les suivantes : émissions directes de dette libellée en devises étrangères et de dette indexée sur une monnaie étrangère sans couverture. 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

³¹ *Developing a Medium-Term Debt Management Strategy (MTDS)—Guidance Note for Country Authorities*, <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2009/030309a.pdf>; <http://go.worldbank.org/T7SB6VFEL0>

³² Voir *Developing a Medium-Term Debt Management Strategy (MTDS)—Guidance Note for Country Authorities*, 3 mars 2009, pour une description des étapes de l'élaboration d'une stratégie de gestion de la dette et des méthodes analytiques (<http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2009/030309a.pdf>); et *Managing Public Debt: Formulating Strategies and Strengthening Institutional Capacity*, 3 mars 2009, (http://treasury.worldbank.org/bdm/pdf/10_Managing_PD_Strengthen_Instit_Capacity.pdf).

déprécie, ainsi qu'au risque de défaut de paiement s'il n'est pas en mesure de refinancer sa dette.

- *Dettes assorties d'options de vente.* Si ces titres sont mal gérés, l'incertitude de l'émetteur augmente, ce qui a pour effet de raccourcir la durée du portefeuille et d'accroître le risque de marché/de refinancement
- *Dettes assorties de clauses de résiliation anticipée.* Les clauses prévoyant une résiliation anticipée dans certaines éventualités, dont le changement de notation du débiteur, peuvent poser des risques pour la gestion de la dette et doivent être examinées de près.
- *Dettes assorties de clauses de nantissement négatives ou d'accélération.* Dans la mesure du possible, chaque pays doit établir s'il y a un avantage à contracter toutes ses dettes sur la base de la clause pari passu.
- *Produits dérivés autres que les swaps purs et simples.* Les options sur swaps sont parfois utilisées pour modifier les coûts financiers courant au détriment d'une plus grande volatilité future.
- *Passifs conditionnels.* Si les passifs conditionnels, comme par exemple les garanties implicites données aux institutions financières, sont mal gérés, il peut en découler un aléa moral non négligeable

2. Comprendre les décisions publiques et privées ainsi que le véritable coût en termes d'intérêts.

- *Dettes publiques 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.
- *Dettes 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. Elle tendra en outre à fausser l'allocation de l'épargne.

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.

- *Coordination insuffisante.* Les engagements réels peuvent être sous-estimés en raison d'une coordination insuffisante ou de procédures inadéquates au regard des emprunts/garanties des échelons inférieurs de l'administration et des entreprises publiques. Ils peuvent avoir une incidence sur la situation financière de l'administration centrale, comme «payeur de dernier ressort».
- *Information insuffisante sur le profil de la dette.* Il peut y avoir une information insuffisante sur le profil de la dette des échelons inférieurs de l'administration ou des entreprises publiques, qui peut être explicitement ou implicitement garantie par l'administration centrale.
- *Contrôle insuffisant de la dette non financière.* Les arriérés commerciaux accumulés par les échelons inférieurs de l'administration et les entreprises publiques représentent également pour l'administration centrale un passif conditionnel qui doit être pris en considération.
- *Remises de dette répétées pour les échelons inférieurs de l'administration et les entreprises publiques.*
- *Garanties de prêts ayant une forte probabilité d'être exercées (sans que des provisions budgétaires suffisantes soient constituées à cet effet).*
- *Passifs issus de projets de partenariat public-privé (PPP).* Un manque de coordination, de mauvaises procédures ou des contraintes de capacité institutionnelle peuvent donner lieu à des informations

inexactes sur les passifs issus des projets de PPP.

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 avec la banque centrale de financements concessionnels à l'État.* Cela comprend notamment des facilités de découvert à taux d'intérêt faible ou nul ou bons du Trésor spéciaux.
 - *Emprunts forcés auprès de fournisseurs.* Cette pratique, qui peut se produire soit sous la forme d'arriérés de paiements, soit par l'émission de billets à ordre, tend à augmenter le coût des dépenses publiques, au même titre que les accords d'emprunt liés.
 - *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 defectueux 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 courus 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-évaluée.
 - *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 liée au 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.

49. **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 pour l'État.** Au lieu de se contenter d'examiner la structure de la dette isolément, plusieurs pays ont trouvé plus utile de 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, il est possible de produire ce type de bilan conceptuel, et la prise en considération des risques financiers et autres risques inhérents aux actifs publics peut apporter au gestionnaire de la dette publique des éclaircissements précieux pour la gestion des risques du portefeuille de dette 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

laquelle 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 libellés en monnaie nationale, de préférence à échéance longue. 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 convient donc d'accorder la priorité au développement des marchés nationaux de dette, lesquels peuvent sensiblement atténuer ce risque. 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 4.

50. **Certains pays ont étendu cette approche à d'autres actifs et passifs publics**³³. Par exemple, dans certains pays où les réserves de change sont financées par des emprunts en monnaie étrangère, 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 au rôle et à l'indépendance de la banque centrale.

51. **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.** À moins qu'il soit clairement établi que l'État dispose d'un volume important de recettes directes ou d'actifs libellés en devises, 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 variable) sont très risquées. Par exemple, si un emprunt en devise 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 libellée en devise 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. De nombreux pays utilisent des produits dérivés pour couvrir leurs positions en devises. Dans ce cas de figure les gestionnaires de dette doivent inclure les coûts de cette couverture dans le calcul du coût effectif des emprunts en devises.

52. **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

³³ Voir par exemple, *Code de transparence des finances publiques*, paragraphe 212.

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 vulnérabilités macroéconomiques 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 émergents ont un volume de dette à court terme et à taux variable trop élevé. D'autre part, 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. Les choix d'échéances doivent donc s'adapter aux circonstances, lesquelles peuvent varier considérablement dans le temps et dans l'espace.

Encadré 4. Gestion bilancielle

Une gestion de la dette qui tienne compte de la structure globale du compte de patrimoine de l'État peut faciliter une gestion efficiente du portefeuille de dette publique, une réduction des coûts de couverture, et une plus grande capacité d'absorption des chocs exogènes. Ce cadre de gestion bilancielle suppose toutefois des objectifs macroéconomiques et des objectifs de gestion bilancielle bien définis et une évaluation fiable des recettes publiques futures et des engagements bilanciaux (et hors bilan), outre une bonne coordination entre les entités publiques impliquées. Ce sont là des défis qui ne sont pas anodins. Il est essentiel que le cadre bilanciel public intègre la portée et les objectifs de la gestion de la dette publique.

Il existe d'importantes différences dans l'application de la gestion bilancielle selon qu'il s'agit de l'État ou de sociétés privées. Bien que certains États aient tenté d'établir des bilans quantifiant l'ensemble de leurs actifs et passifs (y compris les recettes et les dépenses futures), cela se révèle particulièrement difficile car le bilan de l'État est bien plus complexe et diversifié que celui d'une société privée. L'objectif de la gestion bilancielle est d'examiner les divers types d'actifs 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 des passifs de caractéristiques similaires. L'analyse des flux de paiements fournit aussi une base pour évaluer les risques du portefeuille de passifs et les arbitrages coût/risque pertinents pour une prise de décision quant au portefeuille approprié.

Le recours au cadre théorique de la gestion bilancielle pour faire la gestion de dette et de trésorerie est utile à plus d'un titre. Au minimum, il assure que l'analyse coût/risque du portefeuille de la dette publique s'appuie sur les recettes publiques nettes qui serviront au service de la dette. Cette méthode permet aux gestionnaires de la dette publique de prendre en considération tout les types de portefeuilles d'actifs et de passifs qui relèvent de la gestion de 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'État¹.

1/ Voir également Das, Udaibir S., Yin Lu, Michael G. Papaioannou et Iva Petrova, 2012, *Sovereign Risk and Asset and Liability Management—Conceptual Issues*, IMF Working Paper 12/241 (Washington: International Monetary Fund). <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2012/wp12241.pdf>

53. **Si un pays n'a pas de marché très développé pour la dette libellée en monnaie nationale, il se peut que l'État ne puisse pas émettre d'emprunts à un coût raisonnable à long terme en monnaie nationale et doive dès lors choisir entre des emprunts en monnaie nationale à court terme et des emprunts à plus long terme 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. L'État peut réduire le risque de refinancement et les coûts d'emprunt en émettant ses titres sur des segments qui attirent un plus large éventail d'investisseurs, de manière à élargir ainsi le champ des détenteurs. Le risque de refinancement peut également être réduit 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'inflation³⁴. À moyen terme, un plan de développement du marché de la dette en monnaie nationale peut permettre de surmonter ces contraintes et d'avoir une structure d'endettement moins risquée. Ceci 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

³⁴ Il est certes possible de réduire le risque de refinancement en rallongeant les échéances des instruments, mais la faible durée de la dette indexée à taux variable expose tout de même l'émetteur à une variabilité des coûts du service 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 irréguliers.

54. **Certains États trouveraient avantage à accepter des coûts de financement plus élevés afin de maîtriser le risque de refinancement, celui-ci risquant de s'accroître lorsque la dette est concentrée sur des emprunts de référence placés aux points clé de la courbe de taux pour réduire ainsi la prime liquidité afin de répondre aux souci des investisseurs.** 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, les échanges ou la conversion d'obligations intérieures plus anciennes en nouvelles émissions

55. **Des politiques de gestion de trésorerie efficaces au niveau des coûts doivent être en place pour permettre aux autorités de remplir leurs obligations financières et budgétaires aux échéances d'exigibilité³⁵.** La nécessité d'une gestion de trésorerie efficace découle de ce que l'opportunité d'émettre de nouveaux titres ne coïncide pas forcément avec le calendrier des dépenses. Un volant de liquidité sous forme d'encaisse, d'actifs financiers liquides et de lignes de crédit préventives apporte une certaine flexibilité dans les opérations d'emprunt et de gestion de trésorerie en cas de perturbations temporaires des marchés financiers. Ce type de volant permet aux administrations d'honorer leurs obligations et leur donne 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 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. Certaines administration 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 recettes et flux de trésorerie. Par ailleurs, certains pays utilisent un volant de liquidité pour assurer la continuité et la stabilité de l'émission de titres publics, de sorte que le volant s'accroît lorsque les émissions dépassent les besoins de financement et diminue dans la situation inverse³⁶. Une bonne gestion de trésorerie doit s'appuyer sur une infrastructure de paiements et de règlements efficace. 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. Il importe en outre de suivre, gérer et, le cas échéant, limiter les risques de crédit et de contrepartie pouvant découler des actifs qui composent le volant de liquidité.

³⁵ Pour de plus amples détails sur les pratiques saines de gestion de trésorerie et les avantages d'un compte unique du Trésor, voir par exemple, <http://www.imf.org/external/pubs/cat/longres.aspx?sk=40111.0>.

³⁶ Le dispositif réglementaire sur lequel s'appuie le volant de liquidités doit préciser sa finalité.

56. **Une bonne gestion de trésorerie facilite la gestion de la dette et les 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 monétaire³⁷. 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 recherche d'un accès fiable à des liquidités peut poser 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 collaboration³⁸. Lorsque la gestion de trésorerie et la gestion de la dette sont gérées par des structures différentes, par exemple par la banque centrale ou le Trésor et par une caisse de gestion de la dette (relevant ou non du ministère des finances), respectivement, 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 trésorerie et de la dette et les opérations monétaires. La démarcation claire des responsabilités institutionnelles, accompagnée d'une convention de service entre la banque centrale, le Trésor et la structure de gestion de la dette peut favoriser de bonnes pratiques de gestion

57. **Des politiques appropriées de gestion des vulnérabilités de dette extérieure peuvent aussi être un précieux atout pour répondre aux obligations financières de l'État en présence de chocs économiques et financiers.** L'encadré 5 résume quelques indicateurs qui peuvent servir de point de départ pour l'évaluation de la vulnérabilité liée à la dette extérieure d'un pays. 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. Bien que l'observation des plafonds d'endettement et la conduite de l'analyse de viabilité de la dette ne soient pas du ressort des gestionnaires de la dette, il y a certains indicateurs spécifiques de la position de la dette publique que les administrations et 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

³⁷ Les arriérés de paiement sont un exemple courant d'une mauvaise gestion de trésorerie.

³⁸ Voir section IV. 1.3.

Encadré 5. Aperçu des indicateurs de vulnérabilité de la dette extérieure 1/

Indicateurs liés à 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 dans la durée, en considérant diverses hypothèses possibles.
Ratio dette extérieure à court terme/réserves	Indicateur de vulnérabilité aux chocs économiques et financiers, imputable au volume de l'encours de la dette extérieure à court terme.
Ratio dette extérieure/exportations	Indicateur de tendance de la dette qui est étroitement lié à la capacité du remboursement du pays.
Ratio dette extérieure/PIB	Indicateur qui rapporte aux ressources du pays (et traduit les possibilités d'orienter la production vers les exportations ou la substitution aux importations pour renforcer la capacité de remboursement).
Taux d'intérêt moyen sur la dette extérieure	Indicateur lié aux 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 résiduelle moyenne	Indicateur servant à faire le suivi des échéances de la dette publique afin de surveiller le risque de refinancement.
Dette extérieure en devises/dette extérieure totale	Indicateur servant à suivre 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 tendent à atténuer les engagements en devise du portefeuille.

1/ La définition de la dette extérieure repose sur la notion de résidence; voir sixième édition du *Manuel de la balance des paiements et de la position extérieure globale* (MBP6).

2/ Les indicateurs de viabilité de la dette extérieure sont présentés à <http://www.imf.org/external/pubs/ft/dsa/lic.aspx> et au chapitre 14, paragraphes 14.10–14.20, *2013 External Debt Statistics Guide*; voir également <http://go.worldbank.org/6V603CE490>.

58. **Lorsqu'ils sont disponibles, il est possible d'utiliser les instruments de couverture afin d'aligner davantage le profil de coûts et de risques du portefeuille de dette sur la composition de portefeuille préférée.** Les rachats et les échanges peuvent aussi servir à aligner la portefeuille sur la composition souhaitée.

5. Structure de gestion des risques

59. **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 du portefeuille de la dette publique.** Le coût de la dette publique comprend 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 (et peut être mesuré à partir de son impact sur la situation budgétaire 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 s'il se déclare en défaut de paiement¹. 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 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

60. **Le risque de marché se mesure par l'augmentation du coût du service de la dette pouvant découler des variations des taux d'intérêt et de change, par rapport aux coûts anticipés².** Il faut également 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 publique 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 choix 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 œuvre des politiques de gestion du portefeuille et des risques. 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.

61. **Afin d'évaluer le risque, les gestionnaires de la dette doivent conduire régulièrement des tests de résistance 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

¹ 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 nominale. 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 à partir des variations de la valeur de marché du portefeuille, et prennent comme mesure du risque la variance de ces variations.

² Si l'on applique une gestion bilancielle, le risque peut être mesuré à partir de l'asymétrie dans la composition des actifs et des passifs (par exemple, la composition en devises de la dette par rapport aux réserves en devises).

perfectionnées³. Le dispositif de tests de résistance doit prendre en considération les relations entre les variables qui agissent sur la dynamique de la dette publique, et couvrir des scénarios extrêmes afin de mieux évaluer les coûts et les risques liés au portefeuille de dette. En élaborant ces évaluations, les gestionnaires peuvent 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 privé⁴. D'une manière générale, les modèles utilisés doivent permettre aux gestionnaires de la dette publique d'entreprendre les types suivants d'analyse des risques :

- 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 projeté⁵.
- Calculer en valeur réelle le risque lié au coût du futur du service de la dette, tant financier que réel, en synthétisant les résultats de tests de résistance 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.
- 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

³ 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. Dans les cas de simulations complexes, il est recommandé de compléter l'information par des analyses de scénarios.

⁴ 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.

⁵ 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.

62. **La stratégie pertinente 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 imposent des limites plus rigoureuses aux décisions budgétaires qui augmentent le besoin d'une émission de dette. 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

63. **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 objectifs et des fourchettes stratégiques pour les principaux indicateurs de risque du portefeuille, afin de guider la gestion au jour le jour du portefeuille de la dette publique.** Ces objectifs sont habituellement exprimés sous forme 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 objectif ou fourchette. Cependant l'utilisation d'objectifs 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

64. **Les portefeuilles cible 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 anticipés.** À ce titre ils peuvent contribuer à guider les choix des gestionnaires de la dette publique pour gérer le portefeuille et le risque, en leur imposant par exemple de faire en sorte que leur portefeuille se rapproche du portefeuille cible⁶. Les gouvernements doivent veiller à ce que la conception de leur objectif stratégique s'appuie sur 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

⁶ Ils ne peuvent toutefois pas négliger les coûts de transaction qu'implique le rééquilibrage continu du portefeuille de dette pour tenir compte du portefeuille cible, 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 des variables pertinentes, telles que la composition en devises, la durée des taux d'intérêt, et le niveau de refinancement.

acceptables. Lorsque les marchés sont bien développés, les gestionnaires de la dette doivent faire en sorte que la structure de dette souhaitée ou les objectifs soient clairement définis et compatibles avec les objectifs de la gestion de la dette, soient rendus publics et explicités.

5.1 Ampleur de la gestion active

65. **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 responsables de leurs actions.** Ces risques comprennent l'éventualité de pertes financières, de conflits d'intérêt, et d'émission de signaux défavorables pour les politiques monétaire et budgétaire.

66. **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.** 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 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 produits 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 sur le plan intérieur, 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.

67. **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 Risques issus de l'utilisation de produits dérivés, risque de crédit et risque de règlement

68. **Lorsque des produits dérivés sont utilisés pour gérer les positions de risque des portefeuilles, les gestionnaires de dette doivent être conscients des coûts financiers et des**

scénarios de rachat qui peuvent se présenter, ainsi que des conséquences que pourraient avoir les contrats de dérivés (par exemple, dans les cas d'une rétrogradation des contreparties de marché). Les dérivés impliquent une prise de risque de crédit car ils s'appuient sur l'engagement pris par une contrepartie de remplir ses obligations financières. Les contrats de garanties sont des instruments efficaces pour limiter les pertes en cas de défaut d'une contrepartie. Si l'État peut dénouer des dérivés par le biais d'une contrepartie centrale (CCP), le contrat entre l'État et la contrepartie initiale est remplacé par deux contrats séparés dans lesquels la CCP est la contrepartie de chacune des parties initiales. Autrement dit, le risque de contrepartie est transféré à la CCP. Si les accords de garantie sont bilatéraux, les administrations mettent en garantie lorsque la valeur de marché du portefeuille de dérivés est positive pour les contreparties. Les accords de garantie bilatéraux peuvent donc avoir une incidence sur les projections de besoins de financement et de liquidité de l'État.

69. **Le risque de crédit doit être évalué et géré de manière systématique par les gestionnaires de dette et de trésorerie.** Si les gestionnaires de dette sont chargés d'opérer des transactions de produits dérivés financiers et d'investir dans les actifs liquides, et si la gestion de trésorerie implique l'ouverture d'instruments de prêt à court terme à des établissements financiers couverts par des accords cadre, le risque de crédit doit être géré de manière systématique. Théoriquement, les États devraient toutefois limiter le risque de contrepartie en prenant en compte la totalité des risques financiers effectifs et conditionnels encourus par l'administration avec la contrepartie considérée au titre d'opérations de gestion de la dette et des réserves de change. Dans la pratique, les États peuvent y parvenir dans une structure de délégation de responsabilités. Les notes fournies par les agences de notation indépendantes peuvent servir à évaluer les contreparties. Il est également possible de gérer le risque de crédit en détenant un portefeuille diversifié couvrant un certain nombre de contreparties financières acceptables et par le biais d'accords de garantie. Le risque de règlement doit être maîtrisé à partir de procédures et de responsabilités de règlement clairement documentées et en plaçant des limites, le cas échéant, sur l'ampleur des paiements vers une des banques de règlement (encadré 1).

5.3 Passifs conditionnels et autres obligations hors dette

70. **Les gestionnaires de la dette doivent veiller à ce que l'impact des risques liés aux passifs conditionnels sur la position financière, y compris sa situation de liquidité globale, soit pris en considération dans l'élaboration des stratégies de gestion de la dette.** 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 de certains emprunteurs nationaux, des garanties fournies dans le cadre de partenariats public-privé (PPP), 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 faut également tenir compte d'autres obligations hors dette, comme par exemple les passifs liés aux pensions.

71. **À la différence de 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 ont trait à la recapitalisation du système bancaire par l'État ou aux obligations de l'État découlant de programmes de privatisation d'actifs mal conçus. Si leur structure ne comporte pas les contrôles ou les incitations appropriés, les passifs conditionnels entraînent souvent un aléa moral pour l'État.

72. **Les autorités doivent suivre les engagements liés aux passifs conditionnels explicites, et s'assurer d'être bien informées des risques afférents.** 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. 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.

73. **Les autorités budgétaires doivent aussi envisager de constituer des provisions budgétaires pour les pertes prévisibles dues aux passifs conditionnels explicites⁷.** 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. Certains gouvernements incluent une partie des passifs conditionnels dans les projections de besoins d'emprunt qui entrent dans la stratégie de gestion de la dette à moyen terme⁸.

74. **Les pays doivent en outre prendre des mesures pour réduire les risques liés aux passifs conditionnels (y compris ceux qui concernent les PPP).** Ces mesures comprennent la mise en place d'un cadre légal clair pour les engagements qui donnent lieu à des passifs conditionnels explicites de l'État. Parmi les mesures qui permettent de réduire les engagements on citera le renforcement du contrôle et de la réglementation prudentiels, l'adoption de régimes appropriés de garantie des dépôts, la mise en œuvre de réformes de gouvernance des entreprises du secteur public, et l'amélioration de la qualité des politiques de gestion macroéconomique et des politiques réglementaires

⁷ Dans la mesure où des crédits budgétaires spécifiques pour couvrir les passifs conditionnels pourraient avoir une incidence sur les coûts d'emprunt, les avantages que procurent des provisions prudentes face au risque que ne se matérialisent les passifs conditionnels doivent être considérés dans cette perspective.

⁸ Pour le calcul des indicateurs de risques d'endettement en présence de garanties et d'autres passifs conditionnels, voir *Public Sector Debt Statistics: Guide for Compilers and Users* (2011).
<http://www.imf.org/external/np/sec/pr/2011/pr11201.htm>; <http://www.tffs.org/PSDStoc.htm>.

6. Mise en place et entretien d'un marché efficient de titres publics intérieurs

75. **Afin de réduire le coût et les risques à moyen et long terme, les gestionnaires de la dette doivent prendre des mesures adéquates pour mettre en place un marché efficient de titres d'État.** Un marché de titres performant offre à l'État un mécanisme de financement des dépenses qui évite 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 6), pourront obtenir à moyen ou à long terme des coûts de service de la dette plus bas du fait de la réduction des primes de liquidité intégrées au rendement des titres de la dette publique. De fait, le rendement des titres publics, lorsque leur risque de crédit est plus faible que celui d'autres participants de marché, 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. Dans certains pays, la réduction de la dette publique ou l'absence de déficits budgétaires soutenus ont soit abouti à la diminution de la liquidité d'un marché de titres d'État déjà existant ou empêché le développement de ce type de marché. Dans certains cas, les pays se trouvant face à ce type de situation ont décidé d'émettre des obligations, non pas pour financer des dépenses mais pour soutenir le développement et la liquidité d'un marché national de titres à revenu fixe. Dans ce type de situation, il convient de tenir compte du coût probable (lorsque les taux d'intérêt sur les fonds empruntés dépassent le rendement des actifs acquis) et des risques encourus lorsque l'excédent est investi.

Encadré 6. Conditions nécessaires au développement d'un marché de titres publics performant

Dans beaucoup de pays, la mise en place d'un marché de titres publics a été un facteur déterminant de la création d'un marché liquide et efficient de la dette intérieure.

Les pays ont adopté différentes approches en termes de calendrier et de séquençage des mesures prises pour créer ces marchés. 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 œuvre 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, l'offre et la demande de titres, la réglementation du marché et l'infrastructure du marché des valeurs.

Il importe de noter que le développement de l'infrastructure du marché ne sera pas une priorité dans tous les pays, car il y a des coûts fixes que l'État et les participants au marché doivent assumer pour mettre en place l'infrastructure nécessaire, ce qui exige des opérations de marché d'une échelle suffisante pour pouvoir en tirer des avantages, ce qui en soi dépend dans une large mesure de la taille de l'économie. Les pays plus petits, dont les systèmes financiers manquent de profondeur ne pourront sans doute pas atteindre le même niveau de développement que les pays plus grands, mais ils peuvent toutefois avoir une infrastructure de marché solide.

Dans l'offre de titres d'État, il y a plusieurs éléments qui contribuent à établir un marché primaire efficient :

- Établir des objectifs clairs de gestion de la dette et d'émission de titres d'État; évoluer vers des opérations dette prévisibles et transparentes (par exemple, avec des calendriers d'émission préalablement annoncés, l'annonce des résultats des adjudications et la communication des statistiques de dette);
 - Consulter à intervalles réguliers les participants au marché;
 - Développer les capacités de projection des mouvements de trésorerie de l'État afin d'estimer les besoins d'emprunt;
 - Créer des circuits de distribution surs et concurrentiels pour les titres (par exemple, adjudications, syndication, distribution de détail et utilisation de courtiers, lorsque cela est nécessaire) qui soient correctement ciblés pour tenir compte des besoins des investisseurs; et
 - Prolonger progressivement les échéances des titres d'État en émettant régulièrement des instruments sur différents segments de la courbe de taux (court, moyen et long terme) conformément aux conditions de la demande et au stade de développement; et consolider le nombre d'émissions pour parvenir à un plus petit nombre de lignes plus importantes à des échéances clé afin de pouvoir fournir à terme des repères pour le marché.

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

- Supprimer les distorsions réglementaires et budgétaire, qui font obstacle au développement des investisseurs institutionnels (par exemple, réformes des pensions, établissements de fonds communs de placement);
- 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 pour encourager la participation des investisseurs étrangers sur le marché intérieur.

Le développement de la réglementation des marchés des valeurs pour promouvoir l'émission et la négociation de titres d'État consiste notamment à:

- Établir un cadre légal pour l'émission de titres;
- Établir une stratégie de gestion de la dette et un plan annuel d'emprunt;
- Faire en sorte que de saines pratiques de supervision soient exécutées sur les marchés des titres d'État; et
- Adopter des principes de valorisation et des exigences de communication appropriés pour la comptabilité, l'audit et les déclarations dans le secteur financier.

L'infrastructure qui contribuera à constituer la liquidité des marchés et à réduire le risque systémique peut se développer au fur et à mesure en :

- Adoptant des modalités de négociation adaptées à la taille du marché, comprenant des procédures de conservation, de compensation et de règlement efficaces et sûres.
- Encourageant le développement d'un système de teneurs de marché, une fois que se développera une référence et que le marché développera un certain degré de liquidité pour permettre aux acheteurs et aux vendeurs d'effectuer leurs transactions avec efficacité à des prix conformes à la valeur marchande.
- Retirant les taxes sur les transactions ou tout autre obstacle réglementaire qui risquerait de gêner les transactions sur titres publics.
- Encourageant le développement du marché monétaire interbancaire et d'un marché des pensions et, à un stade ultérieur, les possibilités d'utiliser d'autres instruments du marché monétaire et de gestion du risque, comme les contrats à terme de taux d'intérêt et les échanges de taux.
- Améliorant les opérations de la banque centrale pour la gestion de la liquidité du marché.

Le développement des marchés de titres d'État est examiné de façon plus approfondie dans *Developing Government Bond Markets: A Handbook*, Banque mondiale et Fonds monétaire international (2001).

76. **L'expérience donne à penser qu'il n'existe pas d'approche optimale unique pour développer un marché de titres publics performant**¹. Les pays avancés, par exemple, ont recouru à toutes sortes de stratégies pour établir leurs marchés de titres publics, avec des enchaînements et des rythmes de réformes différents. Mais l'expérience accumulée dans de nombreux pays dans le développement de ces marchés démontre qu'il importe d'avoir des politiques macroéconomiques robuste, des instruments de politique monétaire fondés sur le marché bien conçus, une libéralisation en bon ordre du compte de capital.

6.1 Instruments et diversification du portefeuille

77. **Les pays doivent s'efforcer de réunir une large base d'investisseurs pour leurs instruments intérieurs et extérieurs, 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'implique cette diversification et des distorsions qu'elle pourrait causer sur le marché, car les investisseurs peuvent préférer certains segments particuliers de la courbe de taux, ou des types d'instruments spécifiques. Et sur les marchés moins développés, il est possible que la courbe de taux nominaux ne comprenne que des titres de durée relativement courte. Ces pays ont eu du mal à prolonger rapidement la courbe de taux au-delà de ces segments. Certains pays ont tenté de résoudre le problème en émettant des titres à long terme indexés sur l'inflation et des titres à taux flottant. Cependant, les gestionnaires de dette doivent parvenir à concilier les avantages qu'il y a à atténuer le risque de refinancement et les risques liés à la dette indexée sur l'inflation ou à taux variable, y compris le risque de taux d'intérêt et le risque lié à la fixation des taux et à l'incertitude des taux intérieurs de référence.

¹ Voir par exemple <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2013/070913.pdf>.

78. **Tandis que les investisseurs cherchent à diversifier leurs risques par l'achat d'une gamme de titres et de placements, les gestionnaires de dette doivent s'efforcer de diversifier les risques de leur portefeuille de passifs.** Ils peuvent le faire 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 résidents. Dans ce contexte, les gestionnaires peuvent étudier les avantages qu'aurait l'émission de titres avec différentes caractéristiques de mouvement de trésorerie ou le ciblage de certains créneaux particuliers d'investisseurs, par rapport au risque d'une fragmentation grandissante du marché, avec un grand nombre de types de titres différents qui ne sont pas fongibles ou aisément négociables, d'où un moindre potentiel de liquidité du marché. 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, contribue à terme à abaisser les coûts d'emprunt.

79. **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.** Ceci 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.

80. **Si besoin est, l'émission d'instruments à option intégrée (tels que les bons d'épargne pour les investisseurs de détail remboursables à vue au détenteur) peut également contribuer à diversifier l'offre d'instruments².** 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. Lorsque certains instruments visent en particulier les ménages et autres investisseurs non professionnels, les gestionnaires de dette doivent veiller à ce qu'il y ait un programme de sensibilisation pour expliquer au public en termes simples la nature de ces instruments et leurs risques inhérents. Cette démarche peut être renforcée en fournissant ce type d'information dans le descriptif des termes et conditions et dans les autres supports utilisés pour promouvoir ces instruments.

6.2 Marché primaire

² Il convient de noter que la valeur des options de vente doit être intégrée au prix de ces instruments ou, autrement, les investisseurs devraient payer une pénalité basée sur le marché en cas d'amortissement anticipé.

81. **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 traitement de tous les investisseurs. Les gestionnaires doivent toutefois conserver la latitude qui leur permet d'ajuster les plans d'emprunt face à la volatilité de la conjoncture du marché, à l'évolution des besoins d'emprunt ou à tout changement important du profil de la demande. Les modalités et conditions des nouvelles émissions doivent être publiées et clairement expliquées aux investisseurs. Les règles régissant les émissions nouvelles doivent placer tous les investisseurs à égalité. En outre, 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.

82. **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, à partir de calendriers publiés.** Sur le marché primaire de titres publics, la pratique optimale suggère que l'État doit généralement 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 syndications. Dans quelques rares cas, un pays peut être amené à annuler une adjudication, par exemple en raison des conditions du marché, ou à réduire le montant distribué au-dessous du montant ou de la fourchette initialement annoncés, par exemple pour éviter de déstabiliser les opérations post-marché. Ces initiatives ne sont cependant pas recommandables dans le but d'atteindre simplement des objectifs à court terme de coût du service de la dette. L'expérience montre que le recours opportuniste à de telles pratiques compromet la crédibilité et entame l'intégrité du processus d'adjudication, provoque la hausse des primes de risque, entrave le développement du marché et entraîne à terme l'augmentation du coût du service de la dette. Cependant, dans les pays où le marché est restreint, il peut être difficile d'estimer l'équilibre de l'offre et de la demande ou il peut y avoir collusion entre les investisseurs. Les gestionnaires de dette peuvent alors tirer des avantages à long terme d'un certain degré de flexibilité (par exemple pour modifier le montant) pour atténuer le risque de la procédure d'adjudication elle-même, mais cela peut compromettre le bon fonctionnement du marché.

83. **Certains pays ont constaté que la mise en place d'un réseau de teneurs de marché peut être un mécanisme utile pour distribuer des titres et pour donner plus de liquidité et de profondeur aux marchés.** Certains pays ont confié ce rôle aux spécialistes en valeurs du Trésor, tandis que d'autres ont préféré encourager un marché financier plus ouvert. Dans le cas des spécialistes en valeurs du Trésor, il convient de définir et de publier les incitations et obligations ainsi que les critères d'admissibilité.

84. **Les gestionnaires de dette peuvent améliorer la liquidité des titres d'État en les émettant à plusieurs «échéances clés» entre les extrémités courtes et longues de la courbe de taux, en réalisant des réouvertures régulières d'émissions et en permettant que les titres puissent être négociés avant l'émission.** Dans les pays où les marchés sont moins développés ou les investisseurs moins diversifiés, les avantages des réouvertures doivent être comparés aux effets sur le profil d'amortissement. En outre, rouvrir une émission pour en accroître le volume ou promouvoir une plus grande liquidité exige de la part des gestionnaires de dette qu'ils mettent en place des mesures pour maîtriser le risque de refinancement qui en découle. Parmi ces mesures, on citera l'utilisation de volants de trésorerie et les opérations de gestion des passifs (par exemple, rachat de dette, échanges ou conversions).

6.3 *Marché secondaire*

85. **L'État et la banque centrale doivent promouvoir des marchés secondaires robustes, capables de bien fonctionner dans des situations très variables.** De manière plus précise, les gestionnaires de dette doivent veiller à maintenir dans toute la mesure du possible la liquidité et la transparence du marché secondaire. Dans de nombreux pays, le gouvernement et la banque centrale coopèrent étroitement à cet effet avec les instances de réglementation du marché et avec les participants pour promouvoir les négociations sur le marché secondaire (par exemple, le cas échéant, en mettant en place et en exploitant des systèmes de négociation électronique, des règles de communication des opérations, des obligations de tenue de marché et leur suivi, notamment dans les pays avec des systèmes de spécialistes en valeurs du Trésor). Cela comprend également l'appui aux acteurs du marché pour développer un code de conduite à l'intention des participants aux échanges, et œuvrent 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 de marchés actifs de pensions livrées, d'opérations à terme, d'options et d'autres produits dérivés, afin d'améliorer la liquidité des titres sous-jacents, en tenant compte de la profondeur et du degré de développement du marché.

86. **Un pays peut encourager le développement et le maintien d'un marché secondaire performant de titres publics en supprimant les obstacles fiscaux et réglementaires qui dissuadent 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 instruments 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.

87. **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 de taux. La bonne conception et utilisation des titres d'État est importante car cela joue généralement un rôle important dans la profondeur et la liquidité de leur marché.

88. **Les systèmes utilisés pour le règlement et la compensation des titres publics échangés sur le marché financier doivent reposer sur des pratiques saines**³. Des systèmes de paiement, de règlement et de compensation robustes et efficaces, fondés sur des principes de règlement-livraison, aident à réduire les coûts de transaction sur les marchés de titres publics, contribuant ainsi à abaisser les coûts de financement de l'État. Ils contribuent en outre à gérer les risques du système financier de manière plus générale. 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, y compris les gestionnaires de dette, 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.

³ On pourra consulter utilement à ce sujet les travaux suivants : *The Disclosure Framework for Securities Settlement Systems* publié par le Comité sur les systèmes de paiement et de règlement (CSPR) et l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV); et le Rapport consultatif sur les recommandations du Groupe d'étude conjoint CSPR-OICV (2001).