



Série spéciale sur la COVID-19

Les notes de la série spéciale sont rédigées par des experts du FMI dans le but d'aider les pays membres à faire face aux conséquences économiques de la COVID-19. Les opinions exprimées dans ces notes sont celles de l'auteur ou des auteurs et ne représentent pas nécessairement les points de vue du FMI, de son conseil d'administration ou de sa direction.

Gestion de la dette en période de pandémie¹

Cette note vise à éclairer les possibles pistes d'intervention des gestionnaires de la dette souveraine suite aux difficultés causées par la crise COVID-19. On y trouvera des considérations sur les moyens de répondre aux besoins de financement accrus des États alors même que les coûts d'emprunt augmentent, tout en sachant bien distinguer entre ce qui relève de perturbations temporaires ou de changements permanents. Dans ces conditions, les gestionnaires de la dette souveraine peuvent amortir le choc en réduisant le risque de liquidité à court terme, en couvrant les besoins de refinancement et en assurant le fonctionnement ordonné des marchés primaire et secondaire des obligations d'État. Pour s'adapter à cette nouvelle situation, les gestionnaires de la dette peuvent s'inspirer des mesures possibles détaillées ci-après.

La crise du COVID-19 met à l'épreuve les responsables de la gestion de la dette. Dans de nombreux pays, les tensions liées à la dette risquent de se manifester avec plus d'acuité qu'auparavant, que ce soit du fait d'une augmentation des besoins de financement, de dysfonctionnements des marchés ou, dans les économies émergentes et en développement, d'une baisse de la demande extérieure et d'une inversion des flux de capitaux. Les responsables de la gestion de la dette souveraine devront se tenir prêts à actionner tous les dispositifs de leur plan de crise, peut-être à encore plus grande échelle que par le passé, et faire preuve de discernement pour bien distinguer entre ce qui relève de perturbations temporaires et de changements permanents. Il se peut que la crise que nous traversons entraîne certains pays à prendre des mesures qui s'écarteraient des pratiques de bonne gestion de la dette. Dans le cas d'une telle entorse aux bonnes pratiques, les responsables de la gestion de la dette devraient alerter leurs autorités budgétaires et monétaires sur les risques qui en découleraient, tout en s'efforçant de réduire ces risques. Il est clair que ces mesures d'exception sont de nature provisoire, et les dirigeants devraient être prêts à en informer les marchés et à y mettre fin dès la fin de cette période délicate.

¹ Si vous souhaitez en savoir plus, contactez Peter Breuer (pbreuer@imf.org), chef de division, Charles Cohen (ccohen2@imf.org) ou Thor Jonasson (tjonasson@imf.org), chefs adjoints de la division dette et marchés de capitaux du département des marchés monétaires et des capitaux (MCM) du FMI.

I. BESOINS DE FINANCEMENT ET DE LIQUIDITÉ À COURT TERME

Les responsables de la gestion de la dette seront sans doute confrontés à des besoins de financement budgétaires sensiblement accrus par la crise, en particulier à court terme². En outre, une détérioration des conditions de marché dans les économies émergentes et en développement peut rendre plus difficile le refinancement de la dette existante ainsi que le paiement du service de la dette extérieure, qui pourrait également avoir augmenté en raison de la dépréciation de la monnaie.

Certains pays sont susceptibles de subir des coûts de financement plus élevés, quelle que soit la durée de l'emprunt ; une telle hausse échappe au contrôle des opérations de gestion de la dette. Alors que certains pays avancés pourraient bénéficier du statut de valeur refuge de leurs titres publics et voir leur demande augmenter, de nombreux pays émergents et en développement risquent au contraire de subir une baisse de la demande de leurs obligations d'État (en particulier de la part des non-résidents) en raison d'une plus forte aversion au risque.

Les perceptions des investisseurs concernant le risque de crédit seront influencées par l'augmentation des besoins de financement et la détérioration anticipée de la dynamique de la dette du pays considéré. Ces facteurs peuvent se manifester de plusieurs façons :

- Une augmentation des besoins de financement de l'administration centrale, provoquée par la nécessité de dépenser plus au moment même où les recettes s'amenuisent ;
- Des difficultés en matière de finances publiques et de réserves de change qui font douter de la capacité de l'administration centrale à honorer le service de sa dette existante ;
- Une augmentation des besoins de financement des administrations locales et des entreprises publiques, ou par l'apparition de nouveaux besoins de la part de ces entités ;
- La découverte de passifs conditionnels explicites ou implicites, comme lorsque l'État est appelé à faire honorer sa garantie ;
- Des ruées vers les liquidités qui pourraient profondément déstabiliser le marché obligataire national.

Les pays à faible revenu (PFR) sans accès aux marchés financiers, ou dont le marché domestique des obligations d'État est peu développé, auront probablement besoin d'un financement extérieur supplémentaire pour couvrir les augmentations des dépenses et limiter le creusement du déficit budgétaire causé par la COVID-19. Les pays qui peuvent bénéficier de prêts concessionnels pourraient tenter d'obtenir des décaissements plus rapides de la part des créanciers officiels et des IFI, par exemple dans le cadre de mécanismes d'urgence. Lorsque c'est possible, les pays emprunteurs peuvent demander à bénéficier de l'initiative du G-20 en matière d'allégement de la dette, qui permet de suspendre le service de la dette envers des créanciers officiels bilatéraux jusqu'à la fin 2020.

Pour mettre au point un plan d'action en riposte à la crise, les pays peuvent également tirer parti de l'assistance technique et des activités de renforcement des capacités en matière de gestion de la dette, qui peuvent être fournies à distance. Le FMI et la Banque mondiale, en s'appuyant sur le mécanisme de gestion de la dette et des activités de renforcement des capacités soutenues par des partenaires bilatéraux, s'emploient à aider les pays à renforcer leurs capacités de gestion de la dette, à consolider leurs procédures et à accroître leur faculté à remédier aux facteurs de vulnérabilité en matière d'endettement.

² Sur la manière dont la riposte budgétaire à la COVID-19 peut entraîner des besoins de financement supplémentaires, cf. FMI (2020a), *Managing Fiscal Risks Under Fiscal Stress*.

Révision de la stratégie de gestion de la dette et du plan d'emprunt annuel

Une variation importante des besoins ou des coûts de financement du budget justifie généralement une révision immédiate de la stratégie de gestion de la dette et du plan d'emprunt annuel. Comme pour toutes décisions en matière de gestion de la dette, il faudra alors que les autorités déterminent le bon équilibre entre coûts et risques. Dans ce contexte, il est préférable que ces décisions soient prises dans le cadre de la stratégie de gestion de la dette à moyen terme définie par le FMI et la Banque mondiale. Le recours à ce cadre formel facilite les décisions des responsables de la gestion de la dette à mesure que les conditions financières se stabilisent³.

Selon la nature des changements apportés aux plans de financement, il peut être nécessaire de surmonter un certain nombre d'obstacles juridiques avant de pouvoir modifier les pratiques de gestion de la dette. Il se peut donc que les responsables de la gestion de la dette ne puissent pas procéder à de tels changements sans autorisation préalable. Certes, les situations de crise peuvent justifier que l'on rompe provisoirement avec une certaine orthodoxie ; pour autant, il faut veiller à ce que ces autorisations d'urgence soient limitées dans le temps et assorties de limites raisonnables.

S'il peut s'avérer nécessaire de mobiliser rapidement des financements supplémentaires, il faudra prêter une attention particulière aux principaux risques inhérents au portefeuille de la dette et à l'effet que les choix en matière d'émission, auront sur la composition de ce portefeuille. Les responsables de la gestion de la dette devront tenir compte d'une série de risques, en particulier le risque de taux d'intérêt, le risque de refinancement et le risque de change, et trouver le juste équilibre entre ces risques et les coûts de financement potentiels.

Pour les pays dont le marché domestique des obligations d'État fonctionne bien et est suffisamment liquide, les plans d'émission devront s'adapter pour répondre aux besoins de financement à court terme. Compte tenu de la difficulté que représente, d'une part, la mobilisation rapide de fonds importants et, d'autre part, la nécessité de procéder à des remboursements à court terme, il faudra sans doute augmenter les émissions dans la partie la plus liquide du marché des obligations d'État. Plus précisément, il s'agirait d'augmenter les émissions de titres à court terme, comme les bons du Trésor et les obligations à court terme, éventuellement au détriment des émissions d'obligations à moyen et long-terme.

Pour honorer les remboursements à venir et faire face à une éventuelle augmentation du coût de financement, les pays pourraient, lorsque c'est possible, recourir à des opérations de gestion du passif, comme les rachats ou les échanges de dette, sur les titres pour lesquels l'échéance est proche, qu'il s'agisse de dette intérieure ou extérieure. Dans la mesure où les acteurs du marché sont disposés à participer à de telles opérations visant à échanger des titres à échéance rapprochée contre des instruments à échéance plus longue, il faut noter que les échanges de dette devraient être privilégiés par rapport aux rachats, car ils permettent d'éviter de créer de nouveaux besoins de trésorerie.

Réserves de liquidités

Puiser dans les réserves de liquidités préexistantes pour assurer le service de la dette exige une évaluation minutieuse des conditions sous-jacentes du marché. Même si la plupart des réserves de liquidités pourraient être très largement insuffisantes pour couvrir les besoins de financement liés à la COVID-19, il peut être utile de les mobiliser temporairement pour se rapprocher d'un nouvel équilibre, lorsque l'on s'attend à un retour rapide à la normale du fonctionnement des marchés. Il faut donc déterminer si la hausse des coûts de financement et/ou la baisse de la demande d'obligations d'État est une perturbation temporaire du marché ou un changement à plus

³ Les responsables de la gestion de la dette, en plus d'utiliser le cadre de la stratégie de gestion de la dette à moyen terme, devraient également fournir les données nécessaires à l'analyse de viabilité de la dette (AVD) publique.

long terme des conditions d'emprunt. Une telle évaluation peut s'appuyer sur une bonne connaissance du marché et sur une analyse des tendances profondes qui orientent le comportement des investisseurs, nationaux et non-résidents.

Si l'on décide de puiser dans les réserves de liquidités, il convient de le faire avec parcimonie pour signaler le maintien de l'accès au financement de marché (afin de lisser les changements apportés au programme d'adjudication au fur et à mesure que la composition des emprunts est modifiée ou que la taille des adjudications est réduite), ce qui, sera bénéfique pour la stabilité financière. En règle générale, l'utilisation des réserves n'est conseillée que lorsque la dette publique est jugée toujours viable et que l'on s'attend à un retour à la normale sur le marché des titres publics. Dans le cas où le même volant de liquidités est utilisé à la fois pour la gestion de la dette et de la trésorerie, il convient, avant d'employer ces fonds, de se coordonner avec les responsables de la gestion de trésorerie de l'Etat.

Certains pays sont également susceptibles de mettre en commun les excédents de liquidités disponibles au sein du secteur public pendant la période de crise. Lorsqu'il existe des dépôts excédentaires en dehors de l'administration centrale ou du compte unique du Trésor, il est peut-être possible d'identifier et de transférer des soldes inactifs qui apporteront des fonds supplémentaires permettant d'accroître la liquidité à court terme. S'il est souhaitable de parvenir à mobiliser le plus de trésorerie possible, il faudra traiter chaque source potentielle de liquidités au cas par cas, compte tenu des restrictions juridiques qui peuvent s'y appliquer.

Éviter le financement par la banque centrale

Les autorités des différents pays doivent s'abstenir le plus longtemps possible de faire financer le budget de l'État par la banque centrale. Le financement direct du budget par la banque centrale est un mécanisme de dernier recours, qui n'est envisagé que dans les cas où il est impossible d'obtenir un financement suffisant par d'autres moyens, même à un coût élevé. En outre, si ces conditions particulières se présentaient, les prêts de la banque centrale devraient alors être accordés aux conditions du marché (la banque centrale pourrait par exemple participer à l'émission primaire en tant que soumissionnaire non concurrentiel qui n'interviendrait que pour couvrir un éventuel déficit par rapport à l'allocation prévue), limités dans le temps, pour des montants les plus faibles possibles (avec une limite maximale en pourcentage du PIB), et assortis d'un plan de remboursement explicite à moyen terme.

Si la loi l'y autorise, l'État pourrait éventuellement avoir un découvert à la banque centrale, à des fins de gestion de trésorerie et pour faciliter l'émission de dette. Toutefois, là encore, un tel mécanisme devrait

appliquer les taux du marché et servir à répondre à des besoins de financement saisonniers et non structurels, en prévoyant le remboursement le plus rapide possible des sommes prêtées, en cours d'année. Il faut s'abstenir de prendre d'autres mesures de nature à fausser les conditions de marché, telles que l'accumulation d'arriérés sur les obligations d'État et le financement forcé à des conditions autres que celles du marché, car leurs coûts risquent de dépasser et de durer plus longtemps que leurs effets bénéfiques.

L'importance des relations avec les investisseurs et de la communication avec le marché

Pour que les investisseurs comprennent le bien-fondé des décisions prises par les responsables de la gestion de la dette, il est essentiel que ceux-ci communiquent davantage avec le marché. Tisser et entretenir des relations de qualité avec les investisseurs peut se révéler vital en temps de crise, en permettant aux pays de conserver leur accès aux marchés financiers.

Plus généralement, toute modification de la méthode d'émission de titres liée à la crise de la COVID-19, qu'il s'agisse du montant des fonds levés, de la composition ou encore des modalités de l'émission en tant que telle,

doit s'accompagner d'une communication et d'explications à l'intention de toutes les parties prenantes, y compris l'opinion publique. Il faudra pour cela élaborer un plan de communication, tout en veillant à ce que les sites internet consacrés à la gestion de la dette contiennent toutes les informations utiles, régulièrement mises à jour. Il importe que les autorités soient en contact régulier avec les agences de notation pour les tenir informées des actions envisagées pour surmonter la crise.

La crise actuelle justifie pleinement l'implication plus active des responsables de la gestion de la dette par des contacts et des consultations formels et informels avec les acteurs du marché, y compris les spécialistes en valeurs du Trésor et les investisseurs finaux, pour jauger les réactions des investisseurs aux nouveaux programmes d'émission de titres et répondre à leurs éventuelles préoccupations, tout cela dans le but de conserver l'accès aux marchés financiers. Les responsables de la gestion de la dette devront faire preuve de volontarisme et prendre l'initiative de demander des conseils à d'importantes contreparties de marché.

II. COORDINATION INTER-INSTITUTIONNELLE

La communication et la coordination entre les responsables de la gestion de la dette et les autorités monétaires, budgétaires et de réglementation du secteur financier sont essentielles en période de crise, tant pour ce qui concerne les politiques retenues que les interventions ou les mesures précises à mettre en place. Cette coordination s'effectuera, dans la mesure du possible, par l'intermédiation entre les comités et des organes existants ; cependant, il sera peut-être utile de créer de nouveaux mécanismes formels ou informels pour surmonter efficacement la crise actuelle. Les institutions ont des mandats distincts et rencontrent des difficultés qui leur sont propres, et si leur indépendance ne saurait être remise en cause, chacune doit communiquer clairement avec les autres, de façon à ce qu'elles puissent se forger une opinion collective de la capacité d'absorption totale du marché intérieur de titres publics, et analyser l'impact des mesures de réglementation et de liquidité susceptibles d'affecter la capacité d'emprunt de l'Etat. Toute modification de la réglementation et de la surveillance des marchés et des établissements financiers doit être soigneusement pesée, en particulier pour ce qui concerne la réglementation de la dette publique, étant donné les conséquences que de tels changements pourraient entraîner sur le fonctionnement des marchés primaire et secondaire de la dette publique.

Coordination budgétaire

Les responsables de la gestion de la dette sont chargés de fournir à l'autorité budgétaire, en temps utile, une évaluation réaliste et précise du montant des nouveaux emprunts que les marchés financiers peuvent absorber. Des volumes d'émission importants peuvent entraîner une augmentation substantielle des coûts de financement et des risques de déséquilibre entre l'offre et la demande. Dans les circonstances actuelles, il incombe avant tout aux responsables de la gestion de la dette d'informer les autorités budgétaires de leur capacité à lever les fonds nécessaires. Si les dispositions institutionnelles en vigueur le permettent, une coordination renforcée avec le Trésor peut s'avérer essentielle pour détecter en temps utiles les besoins de liquidité et pour adapter les plans de trésorerie et d'emprunt aux besoins du moment⁴. C'est aussi le cas quand l'État considéré a mis en place un cadre de gestion des actifs et passifs souverains, ou qu'une part importante de ses actifs sont sous gestion.

⁴ Voir FMI (2020b) *Government Cash Management under Fiscal Stress*.

Coordination avec les autorités monétaires

Toute modification opérationnelle importante de la politique monétaire ou de la gestion de la dette suppose une coordination efficace. Cela vaut tant pour la politique monétaire conventionnelle que pour la politique monétaire non conventionnelle. C'est ainsi que, par exemple, tout changement apporté aux exigences de garantie doit être examiné de concert avec les gestionnaires de la dette, dès lors qu'une telle modification pourrait avoir des répercussions sur le prix et la liquidité des titres d'État. Si la banque centrale prend (ou envisage de prendre) des mesures de politique monétaire non conventionnelles (par exemple, l'émission de titres de la banque centrale ou l'achat direct d'obligations d'État), la coordination avec les responsables de la gestion de la dette publique est essentielle pour limiter les conflits entre les deux politiques, voire, dans l'idéal, pour les éviter.

Vers de nouveaux rôles et responsabilités pour les gestionnaires de la dette

Les autorités chargées de la gestion de la dette pourront être amenées à endosser de nouvelles responsabilités. La riposte à la crise de la COVID-19 va peut-être nécessiter de nouvelles modalités d'intervention de l'État dans le secteur financier et dans l'économie en général, notamment en ce qui concerne l'apport de garanties. Lorsque les responsables de la gestion de la dette disposent d'une expertise pertinente, notamment dans le domaine des interventions dans le secteur financier, les pouvoirs publics pourraient décider de leur attribuer certaines de ces responsabilités. Les responsables de la gestion de la dette s'acquitteront d'autant mieux de ces nouvelles missions qu'ils auront été avertis suffisamment tôt de cette possibilité de se voir confier des interventions dans un périmètre plus large que celui de leur action antérieure.

III. MARCHÉ PRIMAIRE : FAIRE FACE À LA VOLATILITE DES CONDITIONS DE MARCHÉ

Les responsables de la gestion de la dette souveraine devront probablement modifier la structure de leurs émissions intérieures, aussi bien en ce qui concerne les titres émis que les méthodes employées⁵. Sous certaines conditions de marché, la demande peut se tarir rapidement, en particulier pour les instruments à longue échéance. Une telle recomposition peut s'avérer particulièrement urgente pour les pays qui comptent une forte proportion d'investisseurs non-résidents, susceptibles de se retirer rapidement du marché.

Il est clair que la gestion de la dette suppose d'arbitrer entre flexibilité et prévisibilité. En période de crise, lorsque les responsables de la gestion de la dette cherchent à gagner en souplesse dans leurs méthodes de financement, notamment en prévenant le marché moins longtemps à l'avance de la prochaine émission de titres, il est important qu'ils expliquent ces changements stratégiques en matière d'émission, notamment en les situant dans un cadre opérationnel comportant des paramètres bien définis, afin que les décisions de l'organisme d'émission restent compréhensibles et que les acteurs du marché puissent réagir en conséquence.

Faire correspondre les programmes d'emprunt avec la demande du marché et surveiller la base d'investisseurs

Dans des conditions de marché difficiles, il est nécessaire d'accentuer les contacts avec les acteurs du marché, pour s'assurer que les programmes d'emprunt correspondent à la demande. Pour évaluer la demande, la communication avec les investisseurs nationaux et non-résidents peut être améliorée ; par ailleurs, les autorités devront probablement faire preuve de souplesse et se tenir prêtes à modifier leur programme de financement afin de

⁵ Pour un examen détaillé de la gestion de la dette en réponse à la crise financière mondiale, illustré par des exemples nationaux, voir FMI (2011), *Managing Sovereign Debt and Debt Markets through a Crisis — Practical Insights and Policy Lessons*.

répondre à la demande au moment où elle se manifeste, ce qui suppose d'organiser davantage d'adjudications au coup par coup, et de procéder à des opérations de gestion du passif. Dans l'idéal, les opérations de financement devraient rester concurrentielles et ouvertes à tous les acteurs du marché, en évitant si possible les placements privés, compte tenu de leur impact sur la liquidité du marché et sur les prix.

Il est essentiel de mettre les émissions en accordance avec la demande du marché, en tenant compte des rétroactions régulières des acteurs du marché, afin de réduire au minimum le risque que les adjudications échouent. Malheureusement, en temps de crise, les adjudications sont plus susceptibles d'être non-couvertes, voire de tourner courtes, en raison de la volatilité accrue et de l'incertitude qui règnent sur les marchés. En se préparant suffisamment en avance à une telle éventualité, notamment en élaborant des mécanismes permettant de remédier aux manques de financement et de s'occuper des titres invendus, les responsables de la gestion de la dette pourront rapidement réagir à un tel scénario et adresser un message cohérent aux contreparties extérieures, et ainsi conforter la confiance du marché.

Dans les circonstances actuelles, il est plus que jamais nécessaire que les responsables de la gestion de la dette attachent une très grande importance au suivi de leur base d'investisseurs. Ce suivi s'applique aussi bien aux banques locales détentrices de titres qu'aux investisseurs locaux non bancaires, et il est particulièrement important dans le cas des investisseurs non-résidents. À cet égard, la dynamique de marché et le transfert efficace du risque de marché sont particulièrement importants. Parmi les mesures possibles pour réduire le risque de marché, on pourrait envisager des opérations de rachat ou d'échange pour permettre la détermination des prix (voir ci-dessous) afin de réduire les pressions du marché, en tenant compte de la nécessité d'une bonne gestion de trésorerie. Si le départ d'investisseurs résidents et non-résidents crée des pressions extrêmes sur le marché, les responsables de la gestion de la dette devront en informer les autorités budgétaires et monétaires. Si les pressions exercées par le départ des investisseurs non-résidents se traduisent par des circonstances de crise ou de quasi-crise, les responsables de la gestion de la dette devront consulter les autorités budgétaires et monétaires qui, si nécessaire, pourront à leur tour envisager des mesures de gestion des flux de capitaux. La nature de ces mesures et leur bien-fondé dépendent beaucoup de la situation particulière de chaque pays ; la vue institutionnelle du FMI sur la gestion des flux de capitaux (2018) permet d'appréhender au mieux cette question.

Concernant les pays qui ont émis des titres sur les marchés internationaux, une gestion efficace des risques suppose que les responsables de la dette évaluent en permanence leur capacité à se financer, et à se refinancer, sur ces marchés. Il est recommandé aux pays ayant émis une grande quantité d'euro-obligations arrivant prochainement à échéance de prendre rapidement contact avec les banques susceptibles de jouer un rôle de premier plan dans le refinancement de ces instruments. Dans les cas où le refinancement de la dette internationale arrivant à échéance semble difficile, les responsables de la gestion de la dette et la banque centrale devront examiner les implications potentielles des prochains remboursements sur les réserves internationales et le taux de change. Dans un tel contexte, il serait opportun que les responsables de la gestion de la dette des pays disposant de lignes de crédit préventives s'assurent que la documentation relative aux emprunts soit bien à jour et que des lignes de crédit soient ouvertes en cas de difficultés (comme des accords bilatéraux de crédit croisé avec des entités multilatérales et bilatérales). Dans la mesure du possible, les pays s'étant vus accorder par des créanciers officiels ou multilatéraux des prêts qui n'ont pas encore été décaissés, peuvent chercher activement à accélérer l'utilisation de ces prêts, surtout lorsque ces derniers ne sont pas liés à des projets.

Modifier la composition des émissions

Un rééquilibrage des émissions en faveur d'instruments à plus courte échéance devra tenir compte des besoins du secteur financier. Puisque la liquidité des titres à courte échéance est généralement plus importante, il se peut que les Etats choisissent de réduire le montant global des titres à échéance plus longue, pour éventuellement introduire de nouveaux titres à plus courte échéance, selon les circonstances. Dans ce cas, une consultation avec la banque centrale fournira des informations pertinentes sur la demande d'instruments à court terme par les banques commerciales (par exemple, pour une utilisation en garantie dans les pensions livrées). La difficulté à évaluer le risque des instruments à plus longue échéance et la faiblesse de la demande de la part des investisseurs institutionnels sont d'autres raisons qui justifient que l'on privilégie l'émission de titres à court terme. Néanmoins, les pays exposés à un risque de refinancement important, du fait d'une structure de la dette déjà orientée vers le court terme, devront peut-être procéder à des opérations d'allongement des échéances pour se ménager un espace d'emprunt à court terme.

Les responsables de la gestion de la dette peuvent envisager d'émettre de nouveaux instruments, lorsque les émissions existantes deviennent plus difficiles. Cela pourrait consister à passer de la vente de titres à taux fixe à celle de titres à taux variable, ou à envisager la vente d'instruments libellés en devises. Il convient que ces

décisions soient prises dans le cadre d'une stratégie de gestion de la dette à moyen terme, étant donné les implications en matière de coût et de risque de tels changements pour l'ensemble du portefeuille de la dette. En outre, toute décision relative à de nouveaux instruments devra être précédée de travaux préparatoires et suivie d'un certain délai avant que la première émission n'ait lieu.

La pandémie pourrait également susciter l'intérêt des investisseurs pour l'émission de titres destinés à financer des dépenses de santé ou des mesures humanitaires. Une prudence particulière est de mise concernant la création et l'émission de tels instruments de financement réservé, car elle pourrait entraîner une fragmentation du marché, une baisse des liquidités et une augmentation des coûts de financement. De même, l'introduction de produits destinés aux investisseurs de détail peut avoir des conséquences imprévues sur la stabilité financière si elle entraîne une affectation importante des fonds en provenance du secteur bancaire. Il est préférable d'expliquer comment les sommes empruntées serviront à financer les mesures de santé et la réponse humanitaire, plutôt que de créer des instruments réservés qui risquent de rétrécir la marge de manœuvre des pouvoirs publics.

Adapter les techniques d'émission

Pour élargir la base d'investisseurs, il est également envisageable de modifier le calendrier des adjudications, par exemple en augmentant leur fréquence, d'organiser des adjudications spéciales (« mini-appels d'offre »), ou encore d'avoir recours à des syndications. Dans les pays où les marchés secondaires sont relativement peu liquides, les taux du marché primaire auront tendance à être considérés comme une référence pour le marché dans son ensemble. Dans de tels cas, il importera que les adjudications soient concurrentielles et bien souscrites, pour éviter que des prix erronés soient attribués aux titres du fait d'une faible participation des investisseurs. Lorsque l'incertitude sur les prix est plus grande, il peut être avantageux pour les responsables de la gestion de la dette d'envisager de passer d'une adjudication concurrentielle à des adjudications à prix uniforme. Outre la possibilité de moduler l'échéance des instruments proposés en fonction de la demande prévue, il peut être judicieux de privilégier des mécanismes d'émission tels que les syndications pour le lancement de nouvelles obligations. Le processus de l'offre à prix fixe réduit le risque d'échec, car il donne plus de contrôle et de souplesse aux responsables de la gestion de la dette lorsqu'ils effectuent une transaction. Dans certains cas, il est possible de lever des fonds

supplémentaires en recourant davantage à des mécanismes non concurrentiels pour traiter avec les spécialistes en valeurs du Trésor, ou en procédant à des abondements d'anciennes lignes d'obligations.

IV. GESTION DU MARCHÉ SECONDAIRE : FAIRE FACE AUX PERTURBATIONS SUR LES MARCHÉS

En plus de devoir couvrir des besoins de financement plus importants et d'avoir à résoudre des problèmes de liquidité à court terme, les responsables de la gestion de la dette souveraine pourraient être amenés à participer activement à des opérations de gestion du marché intérieur, en raison de la COVID-19. Des variations de rendement importantes sur le marché secondaire, des manques de garanties ou des tensions à des points spécifiques de la courbe des rendements peuvent nécessiter une intervention active de la part des responsables de la gestion de la dette. Les interventions en réponse à des perturbations sur les marchés devront être adaptées à chaque situation. Les responsables de la gestion de la dette peuvent juger nécessaire d'intervenir sur le marché pour racheter ou échanger des titres spécifiques qui sont l'objet d'accaparement important de la part des investisseurs ; inversement, quand certains titres risquent de ne pas être en nombre suffisant pour satisfaire la demande, les organismes d'émission peuvent choisir d'en émettre davantage, ou de recourir à des mécanismes de prêt de titres, existants ou nouveaux, pour atténuer ces perturbations sur les marchés. Le cas échéant, ces interventions nécessitent une coordination avec la banque centrale.

Utilisation des outils de gestion de marché

Les responsables de la gestion de la dette souveraine devront déterminer si les outils de gestion du marché dont ils disposent sont adaptés au traitement de certaines difficultés sérieuses. En particulier, les responsables de la gestion de la dette peuvent envisager la possibilité d'utiliser, voire d'étendre, les mécanismes de prêt de titres pour atténuer les perturbations qui affectent les marchés, sans pour autant compromettre leur approche de financement. Pour maintenir la liquidité des marchés et faciliter la détermination des prix, il peut également s'avérer nécessaire d'assouplir les obligations de tenue du marché à la charge des spécialistes en valeurs du Trésor, par exemple en élargissant les écarts de cotation, ou en réduisant les exigences minimales de cotation et les parts minimales des marchés primaire et secondaire.

Les rachats dans certains segments de la courbe des rendements peuvent contribuer à atténuer les pressions temporaires sur le marché, mais il faut garder à l'esprit que ces opérations consomment des liquidités, et qu'elles doivent céder la priorité aux dépenses d'urgence. Les responsables de la gestion de la dette ayant accès à un coussin de trésorerie (ou pouvant bénéficier de fonds publics, idéalement aux conditions du marché) peuvent rembourser partiellement la dette arrivant à échéance en espèces ou racheter la dette existante aux prix de marché. Cette solution ne convient que si elle permet de revenir à des conditions de financement normales le plus rapidement possible. La prudence s'impose lorsque l'on s'engage dans des opérations importantes de rachat net en période de forte incertitude sur les marchés.

D'autres mesures peuvent également être nécessaires pour atténuer les problèmes de liquidité du marché. Il peut s'agir de modifier le volume des titres disponibles par le biais de programmes de prêt de titres, ou de modifier les règles en matière de garanties, qui influencent les primes de liquidité, en étroite coordination avec les banques centrales.

L'utilisation de tout outil de gestion des marchés nécessite une communication appropriée avec les acteurs des marchés. Étant donné les malentendus qui risquent de causer les interventions des responsables de la gestion de la dette sur le marché de la dette intérieure, l'utilisation des dispositifs de gestion du marché et leur

différence par rapport aux opérations de financement doivent être bien expliquées et suffisamment détaillées aux acteurs du marché, à la banque centrale et aux autorités de réglementation.

V. SUIVI D'AUTRES RISQUES: PASSIFS CONDITIONNELS

Il est essentiel de renforcer la surveillance des passifs conditionnels existants en période de crise. Si elle venait se surajouter à l'augmentation des besoins de financement liée à la COVID-19, la matérialisation des passifs conditionnels existants pourrait gonfler considérablement l'encours des dettes et augmenter les coûts du service de la dette à court terme, exerçant ainsi une pression supplémentaire sur les liquidités disponibles. À l'heure actuelle, il est donc essentiel d'assurer le suivi des passifs existants, et de bien évaluer leur profil en matière de service de la dette. Les responsables de la gestion de la dette doivent vérifier que la comptabilisation actuelle des passifs conditionnels, et notamment des garanties, s'effectue de manière satisfaisante, en veillant à ce que leurs déclencheurs respectifs soient bien compris et pris en compte lors des exercices de prévision des financements et des flux de trésorerie.

Les responsables de la gestion de la dette devront également tenir compte de l'impact potentiel de tout nouveau passif conditionnel contracté dans le cadre de la riposte à la COVID-19 sur les futurs niveaux de dette et de trésorerie. Il faudra analyser et surveiller les risques liés aux garanties par les États des dettes des entités du secteur privé, des administrations locales et des entreprises publiques.

Étant donné la principale responsabilité des gestionnaires de la dette de lever des fonds pour le budget de l'État, et que la crise que nous traversons met les capacités d'action des administrations à rude épreuve, effectuer un suivi approfondi des passifs conditionnels peut s'avérer difficile. Dans ce contexte, il convient d'accorder la priorité au suivi des passifs importants, ou de ceux qui sont susceptibles de se matérialiser, et de le faire en collaboration avec d'autres services de l'État, comme les unités de risque budgétaire.

VI. RÉSUMÉ : PLAN DE RIPOSTE À LA CRISE

Les éléments évoqués dans la présente note convergent vers un certain nombre de mesures essentielles à prendre pour surmonter la crise actuelle :

- **Remédier aux risques de liquidité immédiats** : en étroite coopération avec les gestionnaires de la trésorerie, identifier les domaines où le risque de liquidité pourrait se matérialiser : besoins de trésorerie à court terme, recettes insuffisantes, besoins au titre du service de la dette, besoins de trésorerie inattendus des entreprises publiques ou des entités infranationales, ou déclenchement de passifs conditionnels.
- **Assurer une bonne coordination au sein des administrations publiques** : assurer la coordination avec les partenaires budgétaires, monétaires, réglementaires, ainsi qu'avec les autres partenaires internes concernés, pour identifier et hiérarchiser les principaux problèmes.
- **Consulter les partenaires externes** : évaluer l'appétit des marchés pour le risque, ou travailler avec les créanciers officiels et les IFI, le cas échéant, pour accéder à des ressources de financement supplémentaires.
- **Réviser la stratégie de gestion de la dette et le plan d'emprunt** : se servir du cadre de la stratégie de gestion de la dette pour apporter des modifications à la stratégie d'émission, en adaptant si nécessaire la composition et les méthodes d'émission.
- **Utiliser des outils de gestion du marché lorsque cela est possible** : soutenir le marché secondaire en utilisant les bons outils de gestion du marché, tout en gérant efficacement les ressources de trésorerie.
- **Renforcer le suivi des risques** : assurer un suivi plus rigoureux du portefeuille de la dette et des passifs conditionnels.

- **Communiquer activement** : communiquer avec les parties prenantes externes sur tous les changements apportés aux plans d'émission, aux pratiques de marché et à la stratégie de financement.
- **Être vigilant et savoir s'adapter quand il le faut** : les plans de financement peuvent nécessiter des révisions ou des adaptations supplémentaires, en fonction de l'évolution des conditions de marché.

BIBLIOGRAPHIE

IMF. 2011. Managing Sovereign Debt and Debt Markets through a Crisis – Practical Insights and Policy Lessons, International Monetary Fund, Washington, DC.

https://www.imf.org/~media/Websites/IMF/Imported/external/np/pp/eng/2011/_041811pdf.ashx

IMF. 2018. The IMF's Institutional View on Capital Flows in Practice, International Monetary Fund, Washington, DC. <https://www.imf.org/external/np/g20/pdf/2018/073018.pdf>

IMF. 2020a. Managing Fiscal Risks under Fiscal Stress, International Monetary Fund, Washington, DC.

<https://www.imf.org/~media/Files/Publications/covid19-special-notes/special-series-on-covid-19-managing-fiscal-risks-under-fiscal-stress.ashx>

IMF. 2020b. Government Cash Management under Fiscal Stress, International Monetary Fund, Washington, DC. *Forthcoming*.

IMF and World Bank (2019). Developing a Medium-Term Debt Management Strategy Framework (MTDS) – Updated Guidance Note for Country Authorities.

<http://pubdocs.worldbank.org/en/671771552946461937/12b944f78405105368346954392.pdf>

ANNEXE 1. Gestion de la dette en réaction à la crise financière mondiale

Les tableaux ci-dessous sont tirés de publications du FMI de 2011 et fournissent un résumé des ripostes opérationnelles des responsables de la gestion de la dette qui avaient accès aux marchés financiers pendant la crise. Une sélection des mesures prises par différents pays y est présentée. En général, trois approches générales ont été suivies : i) modifier la composition des émissions ; ii) adapter les méthodes de financement ; iii) recourir davantage aux mesures de gestion des marchés.

TABLEAU 1. Mesures prises par les pays avancés

Pays	Composition d'instruments modifiée	Technique d'émission primaire modifiée	Mesures de soutien au fonctionnement des marchés	Autres aspects notables
Belgique	Lancement d'un programme d'EMTN en 2008 ; au départ, augmentation de l'émission d'instruments à court terme (y compris en devises).	Augmentation de l'abondement des lignes de dette à long terme. Augmentation de la part des syndications et des placements privés (notamment par une plus grande émission de bons d'État et de BTB). Nombre d'adjudications au cours du premier semestre 2009 a temporairement doublé.	Adaptation des obligations de cotation des spécialistes en valeurs du Trésor, d'abord au titre des dispositions prises eu égard aux circonstances exceptionnelles sur les marchés, puis adoptée à titre permanent dans le cadre d'une évaluation par les pairs.	Le Trésor a été chargé d'administrer les garanties des banques par l'État ; réunion régulière d'un comité de suivi créé pour évaluer le risque que la garantie de l'État soit appelée.
Allemagne	Augmentation de l'abondement de dette à long terme ; augmentation des émissions en devises.		Présence continue sur le marché secondaire afin d'atténuer en permanence les perturbations temporaires du marché.	
Italie		Lors des adjudications à prix uniforme, le Trésor est passé de l'annonce d'un	Les obligations Issues d'anciennes émissions (off-the-run) sont adjudgées	

		<p>montant fixe à une fourchette d'émission. L'écart de cette fourchette est calibré en fonction des conditions du marché.</p>	<p>pour contrer la forte volatilité des conditions de marché. Prorogation de la réouverture d'obligations aux spécialistes en valeur du Trésor à des prix non concurrentiels.</p>	
Royaume- Uni	<p>Le pays a d'abord augmenté la proportion des instruments à court terme, avant de les refinancer avec des obligations à long terme.</p>	<p>Introduction d'un mécanisme post-adjudication (post-auction option facility, PAOF) ; introduction de « mini-appels d'offre » en complément du programme d'adjudication classique ; augmentation de la part des émissions par syndication.</p>	<p>Partenariat avec la Banque d'Angleterre sur la mise en place d'un dispositif spécial de liquidité ; coordination avec la Banque d'Angleterre sur un programme d'achat d'obligations.</p>	<p>Coordination avec le Trésor sur la mise en place d'un dispositif de garantie de crédit et d'un système de garantie adossé à des actifs pour les banques.</p>
États- Unis	<p>Réintroduction de la maturité à 3 ans ; augmentation initiale de la part des instruments à court terme ; à partir de 2009, augmentation de la part des instruments indexés sur l'inflation et à longue échéance.</p>		<p>Coordination avec la Réserve fédérale sur le programme de rachat d'obligations.</p>	<p>Coordination avec la Réserve fédérale sur la gestion des actifs toxiques aux bilans d'AIG et de Bear Stearns.</p>

TABLEAU 2. Mesures prises par les pays émergents

Pays	Combinaison d'instruments modifiée	Technique d'émission primaire modifiée	Mesures de soutien au fonctionnement des marchés	Autres aspects notables
Brésil			Opérations ad hoc de rachat et échange de dettes. Mise en place d'un programme régulier de rachat d'obligations à taux fixe à long terme.	Le Trésor a été chargé d'administrer les garanties des banques par l'État ; réunion régulière d'un comité de suivi créé pour évaluer le risque que la garantie de l'Etat soit appelée.
Hongrie	Arrêt de l'émission d'obligations à taux fixe à longue échéance ; introduction de titres à taux variable ; introduction d'un nouvel instrument indexé sur l'inflation destiné aux petits investisseurs ; augmentation de la proportion des émissions en devises.	Plus de flexibilité dans les montants proposés et dans le calendrier des adjudications (le calendrier indique les adjudications d'obligations bihebdomadaires et leurs dates, mais pas leurs maturités). Introduction d'un mécanisme d'adjudications non concurrentielles.	Adjudications de rachat plus fréquentes, en particulier pour les obligations à long terme. Réouvertures plus fréquentes / abondement de lignes d'anciennes obligations (<i>off-the-run</i>).	Contacts directs et réunions régulières avec les investisseurs institutionnels.
Corée du Sud	Arrêt de l'émission d'obligations indexées sur l'inflation ; initialement, émission limitée d'obligations à court terme.	Passage d'adjudications à prix unique à des adjudications à prix multiples.	Mécanisme de rachat des instruments indexés sur l'inflation, et mise en place de possibilités de conversion.	
Mexique			Opérations de gestion du marché (rachats et échanges de dette).	

Turquie

Au départ, réduction de l'émission d'obligations à rendement nominal et à taux fixe ; introduction d'une innovation avec les obligations indexées sur les recettes publiques, pour élargir la base d'investisseurs ; introduction subséquente d'une nouvelle obligation à taux fixe à 10 ans (2009).

Vente d'obligations indexées sur les recettes publiques par placement privé.

Extension du programme d'échange de la dette, en mettant à la disposition des spécialistes en valeurs du Trésor des obligations en vue de leur échange lors de nouvelles émissions.