

RESUME ANALYTIQUE

1. Reconnaissant le rôle important que la gestion de la dette publique peut jouer en aidant les pays à affronter les chocs économiques et financiers, le Comité monétaire et financier international (CMFI) a demandé aux services du FMI et de la Banque mondiale de mettre au point, en collaboration avec les experts nationaux, un ensemble de directives sur la gestion de la dette publique afin d'aider les pays à réduire leur vulnérabilité financière. Lorsqu'ils ont approuvé les directives au printemps de 2001, le conseil d'administration du FMI et celui de la Banque mondiale ont demandé aux services des deux institutions de préparer aussi un document d'accompagnement contenant des études de cas afin de montrer comment un échantillon de pays qui se trouvent à des stades différents de développement économique et financier renforcent conformément aux directives les moyens dont ils disposent pour gérer leur dette. Ces études de cas devraient donner à d'autres pays qui s'emploient à améliorer la gestion de leur dette publique quelques informations pratiques sur les mesures qu'ils pourraient prendre.

2. Les 18 études de cas présentées dans le rapport font clairement ressortir l'évolution rapide que connaît la gestion de la dette publique. Les pays s'intéressent beaucoup plus à la gestion des risques financiers ou opérationnels de leur dette qu'il y a 15 ou 20 ans. En outre, la gestion de l'encours de la dette est de plus en plus complexe, surtout dans les pays dont l'endettement a été longtemps excessif ou qui ont dû affronter des chocs causés par une inversion des flux de capitaux. Il est possible de dégager des études de cas les grands thèmes exposés ci-après.

3. Le premier de ces thèmes est que les objectifs de gestion de la dette et le cadre institutionnel mis en place pour les atteindre deviennent plus formels. Tous les pays étudiés se fixent comme objectif explicite d'emprunter au moindre coût à moyen ou à long terme et la plupart d'entre eux précisent que les risques doivent être gérés avec prudence. Il se peut cependant que cette référence à la gestion des coûts à moyen ou à long terme indique que les pays sont conscients de la nécessité de ne pas s'engager dans une structure d'endettement dangereuse dont le coût peut être faible à court terme, mais beaucoup plus élevé par la suite. À l'évidence, ils ne cherchent pas à réduire les coûts au minimum à court terme sans tenir compte des risques en jeu. Éviter des structures d'endettement dangereuses est, cela va de soi, plus facile à dire qu'à faire. Dans certains pays, il peut être purement et simplement trop coûteux à court terme d'émettre des instruments à long terme à taux fixe, car leur situation macroéconomique est faible et ce segment du marché fonctionne mal. En conséquence, nombre de pays consacrent des efforts et des ressources considérables à la mise en place d'un marché intérieur de la dette publique afin de réduire les risques de marché, ceux de refinancement entre autres, encore qu'il se peut que les avantages de cette solution n'apparaissent qu'ultérieurement et qu'elle provoque à court terme une augmentation du service de la dette.

4. La structure organisationnelle de la gestion de la dette montre également que le cadre institutionnel est plus formel. Il y a une nette tendance à prévoir un cadre légal adéquat pour soutenir la gestion de la dette et à centraliser les activités y afférentes autant que possible dans un seul service, même si le choix de ce service varie selon la situation de chaque pays. S'ils le peuvent, les pays étudiés séparent la conduite de la politique monétaire de la gestion de la dette, mais veillent à maintenir une coordination suffisante au niveau opérationnel pour que les gestionnaires de la dette et les autorités budgétaires et monétaires puissent échanger des informations sur les flux de liquidités de l'État et que la politique monétaire et la gestion de la dette soient menées de façon cohérente sur les marchés financiers. Un certain nombre de mesures ont aussi été prises pour préciser les fonctions et attributions de ceux qui participent à la gestion de la dette et assujettir cette gestion à des contrôles, notamment financiers, adéquats. Cela a permis de s'assurer que les dispositifs de sécurité nécessaires sont en place pour gérer les risques opérationnels qui découlent de la gestion de la dette.

5. Cette formalisation du cadre institutionnel s'est en outre accompagnée d'une plus grande transparence dans la gestion de la dette et de la mise en place de mécanismes comptables appropriés. Dans tous les pays étudiés, les gestionnaires de la dette ont fait valoir qu'il est indispensable de tenir le public pleinement informé de la situation financière de l'État et des objectifs régissant la gestion de la dette, ainsi que de la stratégie et des modalités qu'ils utilisent pour atteindre ces objectifs. Ils se servent en outre de moyens très variés, comme la publication régulière de rapports officiels et de déclarations dans les médias, pour indiquer les progrès accomplis dans la réalisation des objectifs annoncés et exposer en termes généraux leurs projets et priorités pour l'exercice à venir. Dans certains pays, les résultats obtenus sur le plan financier et sur celui de la bonne gestion en général font régulièrement l'objet d'un examen externe. Les pays s'accordent dans l'ensemble à reconnaître que les marchés fonctionnent d'autant mieux, et que le service de la dette est d'autant plus faible, que les incertitudes concernant la gestion de la dette (objectifs et moyens mis en œuvre pour les atteindre), ainsi que l'état des finances publiques, sont réduites au minimum.

6. Un deuxième grand thème est que les pays sont nettement conscients de l'importance de la gestion des risques de la dette publique et qu'il existe un consensus de plus en plus large sur les techniques qu'il convient d'utiliser à cet égard. Nombre des pays étudiés analysent au moyen de modèles de flux de trésorerie les coûts et les risques des différentes stratégies d'endettement, les coûts correspondant au service de la dette escompté ou le plus vraisemblable à moyen ou à long terme et les risques à l'augmentation ou à l'instabilité potentielle de ces coûts pendant la même période. L'un des arguments en faveur de cette solution est que l'impact de la dette sur le budget de l'État reflète le mieux son coût et que les flux de trésorerie sont un moyen naturel de chiffrer cet impact : quelques pays commencent à modéliser ensemble le service de la dette et les variables macroéconomiques de façon à calculer directement les coûts et les risques de la dette par rapport aux recettes et aux autres dépenses de l'État, c'est-à-dire à modéliser en même temps les avoirs et les engagements de l'État. Un certain nombre d'autres pays ont utilisé de façon plus limitée cette gestion bilancielle en analysant ensemble les risques des actifs financiers (comme les réserves de change) et des dettes de l'État afin de déterminer la structure à leur donner.

7. La gestion des risques opérationnel bénéficie également d'une attention accrue en grande partie grâce à des structures institutionnelles qui permettent de définir nettement les fonctions et attributions des personnels, des manuels qui exposent en détail toutes les procédures importantes, des règles visant à éviter les conflits d'intérêts, des organigrammes clairs et des audits formels. Cependant, de nombreux organismes de gestion de la dette disposent maintenant d'un service intermédiaire distinct chargé d'analyser les risques et de concevoir et appliquer les procédures pour les maîtriser (certains d'entre eux analysent en outre les stratégies de gestion des coûts et des risques de la dette, alors que, dans d'autres organismes, le service chargé de maîtriser les risques n'analyse pas ces stratégies).

8. Ces organismes de gestion de la dette, qui effectuent les transactions ou prennent des positions tactiques en matière de risques, disposent avec leur service intermédiaire de structures de contrôle particulièrement puissantes. L'importance attachée aux structures formelles d'analyse et de contrôle des risques dépend essentiellement de la situation propre de chaque pays. Par le passé, les économies industrialisées que l'on considérait comme des pays pilotes dans ce domaine avaient en outre un endettement élevé et risqué, et notamment une dette en devises importante. Il était donc très intéressant de suivre une approche plus systématique pour la gestion financière et celle des risques de la dette publique. Dans d'autres pays en revanche, qui disposaient d'un marché obligataire intérieur diversifié et liquide et dont, en conséquence, la dette en devises était faible, voire inexistante, la structure de la dette présentait beaucoup moins de risques, aussi une stratégie formelle de gestion de la dette fondée sur des arbitrages entre les coûts et les risques était-elle moins nécessaire. En revanche, les pays à marché émergent ou en développement, dont la structure d'endettement est pour nombre d'entre eux risquée, ont commencé tardivement à se doter de moyens pour gérer ces risques ; certains de ces pays utilisent maintenant les mêmes modèles et systèmes que les pays industrialisés, alors que, dans d'autres, ces moyens ne sont pas encore totalement mobilisés et, si des progrès sensibles ont été réalisés, ce processus, d'après l'expérience des grands spécialistes, peut prendre plusieurs années. Cela étant, certains pays n'ont peut-être pas besoin d'avoir des modèles et des systèmes aussi perfectionnés que ceux des pays industrialisés, car la panoplie d'emprunts qu'ils peuvent émettre est moins large et leur marché se prête moins à l'analyse statistique. Par contre, ils devraient s'efforcer de fixer pour leurs modèles des objectifs réalistes limités à des aspects vraiment pratiques.

9. Il est également manifeste que les pays consacrent beaucoup de ressources financières et de temps à mettre en place les technologies et systèmes voulus pour accomplir ces tâches. Cela montre combien il importe que les systèmes que les pays achètent répondent à leurs besoins eu égard à leur stade de développement. Il n'est pas nécessaire que ces systèmes soient les plus récents et les plus perfectionnés—nombre des modèles de simulation des flux de trésorerie utilisés pour l'analyse coûts/risques sont basés sur des tableaux. Les pays ont en outre acquis des technologies en tenant compte de leur situation propre. Certains ont choisi d'acheter un système conçu pour les institutions financières privées et de l'adapter à leurs besoins, tandis que d'autres ont mis au point leur propre système. Certains systèmes sont très simples (ils répondent aux besoins essentiels d'enregistrement, d'information et d'analyse), alors que d'autres sont intégrés à des systèmes comptables ou budgétaires ou de gestion de

trésorerie. Cela montre que les technologies appropriées varient considérablement selon la situation des pays et que de nombreux pays s'interrogent encore sur le meilleur système possible.

10. Un troisième thème important qui se dégage des études de cas est la convergence frappante entre les solutions retenues par les pays pour émettre leurs emprunts et promouvoir un marché financier intérieur performant. Des adjudications d'instruments normalisés sont couramment utilisées pour émettre des emprunts sur les marchés intérieurs et les gestionnaires de la dette savent qu'il ne faut pas trop fragmenter l'encours de la dette si l'on veut encourager la mise en place d'un marché de titres publics diversifié et liquide. Les différences qui peuvent exister se trouvent plutôt au niveau de l'exécution (elles concernent, par exemple, les caractéristiques des instruments émis et la mesure dans laquelle les gestionnaires de la dette sont prêts à confier à des opérateurs primaires le placement de leurs emprunts auprès des investisseurs finaux). Néanmoins, il est important de préciser que tous les pays étudiés ont souligné combien la collaboration avec les participants au marché avait été utile pour développer un marché intérieur de titres publics et réduire au minimum sur ce marché les incertitudes concernant les activités financières de l'État. Il semble qu'avec les années, les marchés financiers intérieurs deviennent plus efficaces et, en fin de compte, le coût du crédit plus faible pour l'État, en ce sens qu'un marché intérieur robuste aide les gestionnaires de la dette à parvenir à une structure de la dette qui reflète l'arbitrage entre les risques et les coûts souhaité par les autorités.

11. Quatrièmement, il est important d'indiquer ce qu'une bonne gestion de la dette ne peut pas faire. Elle ne peut remplacer de saines politiques macroéconomiques et budgétaires ni garantir qu'un pays soit bien protégé contre les chocs économiques et financiers. À l'évidence, les directives aident à définir des pratiques prudentes en matière de gestion de la dette publique et à mettre en place un marché de titres publics performant. Cependant, de nombreux pays ont aussi souligné la nécessité d'appliquer une bonne politique macroéconomique, caractérisée par un régime de change adéquat, une politique monétaire axée sur une stabilité des prix crédible, un endettement public viable, une position extérieure solide et un système financier suffisamment contrôlé. Une telle politique macroéconomique donne confiance aux acteurs des marchés financiers, qui peuvent acquérir des titres publics dans un climat d'incertitude minimale, et aide les gestionnaires de la dette à établir une structure de la dette qui reflète l'arbitrage entre les risques et les coûts souhaité par les autorités et le pays à réduire le plus possible sa vulnérabilité aux chocs économiques et financiers. En réalité, grâce à leurs relations avec les marchés financiers et leurs propres activités, les gestionnaires de la dette publique sont bien placés pour évaluer les effets des besoins de financement et de l'endettement de l'État sur le coût du crédit et pour en communiquer les résultats aux experts en politique budgétaire.

12. Enfin, si les exemples de pratiques en matière de gestion de la dette donnés dans les études de cas et les leçons qui en ont été tirées dans le présent document offrent certains conseils pratiques à tous les pays qui s'emploient à améliorer la gestion de leur dette publique

et à réduire leur vulnérabilité aux chocs économiques et financiers, ils sont particulièrement pertinents pour les PTTE et les économies en transition peu développées, qui commencent à renforcer leurs capacités en matière de gestion de la dette publique. Pour les PTTE et ces économies, il sera prioritaire non seulement de continuer de renforcer le budget et la gestion des mouvements de trésorerie, mais aussi de s'inspirer, pour la gestion de leur dette, des expériences exposées dans les études de cas. À cet égard, les premières mesures importantes à prendre par nombre de ces pays consistent à établir des structures institutionnelles et de gouvernance appropriées qui permettent de maîtriser adéquatement les risques opérationnels et financiers dont s'accompagne la gestion de la dette, de mettre en place des systèmes informatiques qui saisissent pleinement les caractéristiques financières de l'ensemble des obligations financières et des passifs conditionnels de l'État et de concevoir une stratégie de la dette qui englobe la dette intérieure et la dette extérieure. Ce dernier point est particulièrement important et les expériences des pays étudiés donnent à penser que l'établissement d'un marché obligataire intérieur peut jouer un rôle considérable à terme en aidant les pays à élargir leurs options en matière d'emprunts et à concrétiser l'arbitrage entre les coûts et les risques souhaité par les autorités.