

La gestion de la dette publique et les marchés des valeurs d'État au XXI^e siècle



© OCDE, 2002.

© Logiciel, 1987-1996, Acrobat, marque déposée d'ADOBE.

Tous droits du producteur et du propriétaire de ce produit sont réservés. L'OCDE autorise la reproduction d'un seul exemplaire de ce programme pour usage personnel et non commercial uniquement. Sauf autorisation, la duplication, la location, le prêt, l'utilisation de ce produit pour exécution publique sont interdits. Ce programme, les données y afférentes et d'autres éléments doivent donc être traités comme toute autre documentation sur laquelle s'exerce la protection par le droit d'auteur.

Les demandes sont à adresser au :

Chef du Service des Publications,
Service des Publications de l'OCDE,
2, rue André-Pascal,
75775 Paris Cedex 16, France.

La gestion de la dette publique et les marchés des valeurs d'État au XXI^e siècle



ORGANISATION DE COOPÉRATION ET DE DÉVELOPPEMENT ÉCONOMIQUES

ORGANISATION DE COOPÉRATION ET DE DÉVELOPPEMENT ÉCONOMIQUES

En vertu de l'article 1^{er} de la Convention signée le 14 décembre 1960, à Paris, et entrée en vigueur le 30 septembre 1961, l'Organisation de Coopération et de Développement Économiques (OCDE) a pour objectif de promouvoir des politiques visant :

- à réaliser la plus forte expansion de l'économie et de l'emploi et une progression du niveau de vie dans les pays membres, tout en maintenant la stabilité financière, et à contribuer ainsi au développement de l'économie mondiale ;
- à contribuer à une saine expansion économique dans les pays membres, ainsi que les pays non membres, en voie de développement économique ;
- à contribuer à l'expansion du commerce mondial sur une base multilatérale et non discriminatoire conformément aux obligations internationales.

Les pays membres originaires de l'OCDE sont : l'Allemagne, l'Autriche, la Belgique, le Canada, le Danemark, l'Espagne, les États-Unis, la France, la Grèce, l'Irlande, l'Islande, l'Italie, le Luxembourg, la Norvège, les Pays-Bas, le Portugal, le Royaume-Uni, la Suède, la Suisse et la Turquie. Les pays suivants sont ultérieurement devenus membres par adhésion aux dates indiquées ci-après : le Japon (28 avril 1964), la Finlande (28 janvier 1969), l'Australie (7 juin 1971), la Nouvelle-Zélande (29 mai 1973), le Mexique (18 mai 1994), la République tchèque (21 décembre 1995), la Hongrie (7 mai 1996), la Pologne (22 novembre 1996), la Corée (12 décembre 1996) et la République slovaque (14 décembre 2000). La Commission des Communautés européennes participe aux travaux de l'OCDE (article 13 de la Convention de l'OCDE).

Also available in English under the title:

Debt Management and Government Securities Markets in the 21st Century

© OCDE 2002

Les permissions de reproduction partielle à usage non commercial ou destinée à une formation doivent être adressées au Centre français d'exploitation du droit de copie (CFC), 20, rue des Grands-Augustins, 75006 Paris, France, tél. (33-1) 44 07 47 70, fax (33-1) 46 34 67 19, pour tous les pays à l'exception des États-Unis. Aux États-Unis, l'autorisation doit être obtenue du Copyright Clearance Center, Service Client, (508)750-8400, 222 Rosewood Drive, Danvers, MA 01923 USA, ou CCC Online : www.copyright.com. Toute autre demande d'autorisation de reproduction ou de traduction totale ou partielle de cette publication doit être adressée aux Éditions de l'OCDE, 2, rue André-Pascal, 75775 Paris Cedex 16, France.

Avant-propos

Le financement des déficits budgétaires par la voie du marché aura compté parmi les principaux facteurs à l'origine de l'expansion du marché mondial des obligations souveraines dans les années 80 et 90. De nombreux gouvernements des pays membres de l'OCDE ont adopté des mesures pour améliorer les modalités de fonctionnement des marchés primaires et secondaires en vue de développer la liquidité du marché. Au fil des années, ils ont mis au point des pratiques exemplaires pour contracter, gérer et amortir la dette au prix le plus avantageux moyennant un risque acceptable et ce généralement dans un contexte de déficits persistants des finances publiques. La récente tendance à enregistrer des excédents budgétaires a posé de nouveaux problèmes aux gestionnaires de la dette publique. D'autres défis se dessinent sous l'effet de l'introduction de systèmes électroniques sur les marchés primaires et secondaires de la dette publique. Les pouvoirs publics doivent traiter ces dossiers au moment même où intervient une mutation structurelle importante : en effet, un nombre croissant de pays de l'OCDE ont accordé plus d'autonomie à la composante opérationnelle de la gestion de la dette publique.

L'OCDE apporte des informations faisant autorité sur les aspects techniques et politiques de cette gestion à travers son Groupe de travail sur la gestion de la dette publique. Cette instance spécialisée a été mise en place en 1979 sous le nom de Groupe d'experts en gestion de la dette publique (désormais Groupe de travail) du Comité des marchés financiers de l'OCDE. Ce Groupe de travail est une instance de discussion sur les politiques à suivre unique en son genre où les gestionnaires et les spécialistes de la dette publique des pays membres de l'OCDE échangent leurs points de vue et leurs expériences dans les domaines de la gestion de la dette publique et des marchés de valeurs d'État. Il a ainsi progressivement constitué un fond de connaissances sans équivalent sur les pratiques exemplaires dans ce champ spécial de l'activité et de la politique des pouvoirs publics.

Le Groupe de travail échange ces informations sur les pratiques exemplaires à mettre en œuvre sur les marchés primaires et secondaires avec des gestionnaires de la dette publique des économies de marché émergentes. A cet effet, le Groupe de travail a engagé en 1990 un dialogue sur les politiques à suivre avec les pays en transition et, par la suite, avec les marchés émergents dans le cadre

de plusieurs instances régionales ou mondiales, notamment l'*Atelier OCDE/Banque mondiale sur le développement de marchés de valeurs mobilières à revenu fixe dans les économies de marché émergentes*, le *Forum pays baltes-pays nordiques sur la gestion de la dette publique* et l'*Atelier sur les marchés de titres d'emprunt d'État et la gestion de la dette publique dans les marchés émergents*. En conséquence, les gestionnaires de la dette publique des marchés émergents sont de plus en plus nombreux à reprendre à leur compte les pratiques exemplaires de leurs homologues des marchés avancés.

En 1983, l'OCDE a publié un rapport en deux volumes *La gestion de la dette publique : volume I (Objectifs et techniques)* et *volume II (Instruments de la dette et techniques de placement)*, consacré aux objectifs et techniques de gestion de la dette publique. Cette publication, appelée le Livre vert de l'OCDE, en référence à la couleur de la couverture, donnait des informations précises sur les instruments de la dette publique, les techniques de vente, l'organisation des marchés primaires et secondaires des titres de la dette publique ainsi que sur des questions d'orientation et sur les techniques de gestion de la dette publique. Le second Livre vert de l'OCDE intitulé *Les titres publics et la gestion de la dette dans les années 90* a été publié en 1993, en vue d'actualiser l'étude de 1983.

La présente publication, le troisième Livre vert de l'OCDE, donne un aperçu des évolutions récentes et des questions posées aux pouvoirs publics sur la gestion de la dette publique et les marchés des titres d'État dans la zone de l'OCDE. Un chapitre est spécialement consacré aux problèmes posés aux pouvoirs publics sur les marchés obligataires émergents. Contrairement aux deux précédentes publications, cette édition a été préparée par un collectif d'auteurs du Groupe de travail de l'OCDE sur la gestion de la dette publique. Les différentes contributions ont été revues par Hans J. Blommestein, Secrétaire du Groupe de travail, avant d'être révisées par le Groupe de direction du Groupe de travail.

Parallèlement, l'OCDE a publié *Dette de l'administration centrale, annuaire statistique*. Les statistiques de cette nouvelle série sont établies à partir de sources nationales sur la base d'un questionnaire confectionné sous les auspices du Groupe de travail de l'OCDE sur la gestion de la dette publique. Une publication connexe de l'OCDE, *Les marchés de la dette publique de l'OCDE : Tendances et changements structurels récents* (Paris, 2002), donne des informations précises, pays par pays, sur les marchés obligataires dans la zone de l'OCDE.

Enfin, je me réjouis d'exprimer ma gratitude pour l'aide financière apportée par le gouvernement japonais en vue de l'élaboration de cette publication.

Paul Malvey,
président du Groupe de travail de l'OCDE
sur la gestion de la dette publique

Table des matières

Chapitre 1

Aperçu des tendances et évolutions récentes de la structure des marchés de la dette publique et des opérations de gestion de la dette dans les pays de l'OCDE

I. Introduction	9
II. Le développement de marchés liquides de la dette publique dans les pays de l'OCDE.....	10
III. Tendances des marchés obligataires en Amérique du Nord.....	17
IV. La formation d'un marché paneuropéen de la dette publique.....	21
V. Tendances et évolutions récentes des marchés de la dette publique de la région Asie-Pacifique	30
VI. Tendances sur les marchés émergents de la dette.....	34
VII. Excédents budgétaires et diminution de la dette publique : problèmes pour les pouvoirs publics	37
VIII. L'importance croissante des systèmes de négociation électronique sur les marchés primaires et secondaires.....	42
IX. L'organisation des offices de gestion de la dette	46
X. L'utilisation de produits dérivés par les gestionnaires de la dette et les intervenants du marché.....	47
XI. Conclusions.....	50
Notes	54

Chapitre 2

Gestion de la dette publique et titres détenus : grandes orientations et caractéristiques

I. Introduction	57
II. Les grands objectifs des gestionnaires de la dette publique	57
III. Caractéristiques de la dette publique.....	59
IV. Aperçu des instruments de la dette.....	59
V. Le recours aux produits dérivés dans la gestion de la dette.....	62
VI. Duration et échéance de la dette nationale	63
VII. Titres détenus par les résidents et par les non-résidents	66

Chapitre 3

**L'expérience des obligations à taux indexé
dans les pays de l'OCDE**

I. Synthèse	67
II. Présentation générale	67
III. Réponses aux questions	72
Annexe I: Questionnaire – Expériences des obligations d'État indexées	77

Chapitre 4

**Les émissions électroniques et l'avenir des systèmes
de spécialistes en valeur d'État**

I. Introduction et synthèse	79
II. Les systèmes d'adjudication électronique	81
III. Les émetteurs doivent-ils développer leur propre système d'adjudication électronique ?	83
IV. Émission consortiale et émission d'obligations par voie électronique	83
V. Émissions ouvertes aux particuliers	85
VI. L'avenir des spécialistes en valeurs d'État	86
VII. L'avenir des marchés primaires de la dette	88
VIII. Conclusion	88
Notes	89
Bibliographie	89

Chapitre 5

Impact des systèmes électroniques sur les marchés secondaires

I. Introduction	91
II. Pénétration des systèmes de négociation électronique	92
III. Facteurs influant sur l'utilisation des systèmes de négociation électronique	92
IV. Définition et caractéristiques des systèmes de négociation électronique	93
V. Présentation générale des SNE dans les pays de l'OCDE	94
VI. Impact des SNE sur la structure du marché secondaire	94
VII. La concurrence entre les fournisseurs de systèmes	100
VIII. L'avenir des marchés secondaires de la dette	102
IX. Conclusion	104
Notes	105
Annexe : Types de systèmes de négociation électronique	106
Bibliographie	108

*Chapitre 6***Rôle et structure des offices de gestion de la dette**

I. Introduction	109
II. Examen des facteurs à l'œuvre dans l'évolution vers des offices autonomes de gestion de la dette	110
III. Caractéristiques d'un office autonome de gestion de la dette	119
IV. Principaux résultats de l'enquête sur les dispositifs institutionnels de gestion de la dette dans les pays de l'OCDE.....	129
V. L'organisation future des offices de la dette.....	140
Notes	146

*Chapitre 7***Pratiques des gestionnaires de la dette des pays de l'OCDE en matière de gestion des risques liés aux actifs et aux engagements financiers**

I. Présentation.....	149
II. Nature des opérations de gestion du risque	151
III. Conduite de la gestion des risques.....	151
IV. Gestion des risques de marché	153
V. Gestion des risques de crédit.....	154
VI. Gestion des risques de liquidité.....	155
VII. Gestion des risques opérationnels	156
VIII. Gestion des risques juridiques.....	157
Annexe : Synthèse des réponses détaillées au questionnaire.....	158

*Chapitre 8***La politique d'information et de relations avec les investisseurs des émetteurs souverains membres de l'OCDE**

I. Introduction	167
II. Confidentialité.....	167
III. Conclusions générales.....	168
IV. Thèmes de discussion.....	170
V. La stratégie de relations avec les investisseurs	171
VI. Responsabilité des activités de relations avec les investisseurs	173
VII. Les investisseurs.....	173
VIII. La dette libellée en devises	176
IX. Efficacité des intermédiaires.....	178
X. Activités particulières de relations avec les investisseurs.....	179

Chapitre 9

La gestion de la dette sur les marchés obligataires émergents

I. Introduction.....	191
II. Aperçu des problèmes rencontrés sur les marchés émergents des valeurs à revenu fixe	195
III. Contribution des marchés des titres d'État et de la gestion de la dette publique au développement des marchés des titres de sociétés	203
IV. Le rôle des flux transnationaux de capitaux dans le développement des marchés obligataires nationaux.....	206
V. Obstacles au développement des marchés émergents de valeurs à revenu fixe....	208
VI. Conclusions et action des pouvoirs publics	214
Notes	218

Chapitre 1

Aperçu des tendances et évolutions récentes de la structure des marchés de la dette publique et des opérations de gestion de la dette dans les pays de l'OCDE*

par

Hans Blommestein

Secrétaire du Groupe de travail de l'OCDE sur la gestion de la dette publique

I. Introduction

Ce chapitre présente un aperçu des grandes tendances et des principaux facteurs qui déterminent l'évolution des marchés de la dette publique dans les pays de l'OCDE. On y accordera une attention particulière aux pratiques exemplaires en vigueur sur les marchés primaires et secondaires, aux conséquences pour l'action des pouvoirs publics de la diminution de la dette publique, à l'importance croissante des systèmes de négociation électronique, à l'évolution de l'organisation des offices de gestion de la dette publique et à l'utilisation des instruments financiers dérivés dans la gestion de la dette publique. Cette introduction donnera en outre des informations et des références sur les marchés de la dette publique d'Amérique du Nord, sur le marché paneuropéen de la dette publique en cours de formation et sur les marchés de la dette publique de la région Asie-Pacifique. Enfin, on y trouvera une étude plus générale des problèmes et de l'action des pouvoirs publics dans les marchés émergents de la dette publique.

* L'essentiel des informations figurant dans ce chapitre à propos des différents pays repose sur l'étude de l'OCDE intitulée « **Les marchés de la dette publique de l'OCDE : Tendances et changements structurels récents** » (Paris, 2002). L'auteur est redevable aux membres du Groupe de direction du Groupe de travail de l'OCDE de leurs commentaires sur les précédentes versions ainsi qu'à Jean-Marc Salou et Kristen Lundin pour leur aide.

II. Le développement de marchés liquides de la dette publique dans les pays de l'OCDE

Le financement des déficits budgétaires par la voie du marché aura compté parmi les principaux facteurs à l'origine de l'expansion du marché mondial des obligations souveraines dans les années 80 et 90. De nombreux gouvernements des pays membres de l'OCDE ont adopté des mesures visant à favoriser une gestion de la dette publique obéissant aux mécanismes du marché en améliorant les modalités de fonctionnement des marchés primaires et secondaires. En outre, un nombre croissant de gestionnaires de la dette des pays émergents s'inspirent des pratiques exemplaires des pays avancés, notamment en finançant les déficits publics à l'aide de titres d'emprunt négociables. Parallèlement à l'amélioration de l'infrastructure – qui s'est en particulier traduite par la mise en place de systèmes élaborés de compensation et de règlement et la modernisation du dispositif réglementaire – et à la déréglementation, le flux des obligations d'État a contribué à établir des émissions de titres de référence plus liquides. La liquidité des marchés de titres d'État a elle-même facilité les émissions d'emprunteurs du secteur privé. Dans un grand nombre de pays, les emprunteurs des grandes sociétés ont donc renforcé leurs émissions d'obligations et de titres du marché monétaire, à plus courte échéance, comme les billets de trésorerie. Des émetteurs de premier plan du côté des entreprises, ainsi que les emprunteurs publics nationaux et régionaux sur les marchés émergents, jouent désormais un rôle important sur les marchés obligataires internationaux.

Jusqu'à la seconde moitié des années 90, les déficits publics des pays de l'OCDE se sont considérablement accrus. Récemment cependant, de nombreux gouvernements de pays membres de l'OCDE (à l'exception notable du Japon) ont commencé à enregistrer des excédents budgétaires ou devraient en afficher dans un proche avenir. La présente contribution donne un bref aperçu des tendances et des changements structurels observés récemment sur les principaux marchés de la dette publique des pays de l'OCDE. Pour ce faire, on a utilisé une nouvelle base de données unique en son genre sur la dette publique des pays de l'OCDE¹.

Pratiquement tous les pays de l'OCDE ont développé leurs marchés d'instruments publics à revenu fixe pressés par la nécessité de financer leur déficit budgétaire. En conséquence, la plupart des marchés des valeurs à revenu fixe de la zone de l'OCDE sont dominés par les marchés de la dette publique. La liquidité de ces marchés s'est révélée indispensable au développement des marchés des obligations de sociétés, car la courbe des rendements associée aux marchés des titres de la dette publique joue un rôle important pour la détermination du juste prix des obligations de sociétés.

¹ 10

L'encours total de la dette des administrations centrales des pays de l'OCDE s'élevait à environ 1 2860 milliards de dollars des États-Unis à la fin 2000 (voir tableau 1).

La tendance des pays de l'OCDE, observée dans les années 80, à améliorer la profondeur et la liquidité des instruments de leur dette s'est poursuivie pendant les années 90, durant lesquelles les besoins d'emprunt public étaient couverts, en moyenne, à 84 % par des instruments négociables (graphique 1).

Cette tendance s'explique en grande partie par les initiatives prises pour renforcer le rôle des mécanismes de marché dans la gestion de la dette publique en améliorant les modalités de fonctionnement des marchés primaires et secondaires. Un des objectifs communs des gestionnaires de la dette des pays de l'OCDE est de favoriser la liquidité des marchés. Au fil des années, ils ont mis au point des pratiques exemplaires pour contracter, gérer et amortir la dette, au prix le plus avantageux moyennant un risque acceptable. On peut résumer quelques-unes des principales conclusions tirées, en termes de politiques à adopter, des réunions précédentes sur la gestion de la dette² à l'OCDE en présentant les pratiques exemplaires suivantes pour les marchés primaires et secondaires de la dette publique :

Marchés primaires

Les marchés primaires efficients des titres d'emprunt d'État se caractérisent par les pratiques exemplaires suivantes :

- une stratégie d'émission fondée sur des adjudications régulières ;
- l'émission d'instruments de référence ;
- l'abolition de l'accès privilégié au marché pour les administrations publiques ;
- un système de gestion de la dette transparent ;
- un système de spécialistes en valeurs d'État capable de développer les marchés.

Marchés secondaires

Les marchés secondaires efficients des titres d'emprunt d'État présentent les caractéristiques suivantes :

- des marchés liquides avec un stock important de titres de référence en circulation et la possibilité de se financer sur le marché des prises en pension ;
- des systèmes de compensation et de règlement sains et sûrs ;

Tableau 1. **Dettes de l'administration centrale**
En millions de dollars EU

En cours à la fin de											
	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Allemagne	366 789	388 925	386 730	407 525	470 424	531 341	539 968	507 045	598 625	688 772	655 264
Australie	19 718	21 768	27 930	44 104	54 675	74 752	77 733	65 153	61 812	52 041	46 488
Autriche	80 675	87 222	87 400	91 335	110 664	133 831	129 418	118 423	133 863	123 377	118 142
Belgique	233 203	247 876	249 813	251 260	293 237	323 965	300 133	265 603	282 240	247 887	233 628
Canada	254 612	272 807	280 282	278 355	299 626	329 406	346 177	342 764	317 093	326 838	301 058
Corée	19 239	22 379	25 334	25 823	27 915	30 051	30 532	16 847	38 718	57 909	60 297
Danemark	90 738	93 570	98 336	107 293	122 900	137 635	131 066	113 877	116 629	99 860	88 429
Espagne	198 588	216 205	205 819	217 367	257 465	314 454	330 354	296 812	326 717	296 202	283 960
États-Unis	2 426 100	2 760 200	3 064 200	3 297 400	3 483 700	3 636 300	3 778 400	3 814 800	3 760 400	3 665 600	3 395 500
Finlande	14 887	20 434	31 570	44 230	64 834	82 014	84 658	76 529	81 432	68 364	59 024
France ¹	..	..	370 646	401 832	523 018	636 327	643 689	598 029	682 841	656 559	631 489
Grèce	..	..	..	93 957	117 148	134 966	146 797	138 201	147 094	134 243	129 951
Hongrie	22 553	24 457	27 454	31 252	33 877	33 939	29 890	26 370	28 178	27 269	25 364
Irlande	41 544	40 868	44 824	41 871	43 712	48 433	47 857	46 524	42 065	40 036	33 829
Islande	2 152	2 481	2 526	2 723	3 235	3 634	3 613	3 383	3 450	3 082	2 727
Italie	1 114 993	1 226 958	1 084 605	1 036 292	1 186 087	1 308 695	1 441 972	1 279 748	1 388 961	1 199 947	1 133 376
Japon	1 536 695	1 686 229	2 057 222	2 597 086	3 264 943	3 070 656	2 863 017	2 939 429	3 313 603	4 623 079	4 320 918
Luxembourg	249	192	227	291	352	541	680	668	824	701	649
Mexique	116 321	117 628	101 546	102 344	94 193	98 172	100 110	100 569	108 460	123 560	133 381
Norvège	27 909	29 802	31 341	39 419	42 923	46 027	44 215	37 759	33 575	32 447	32 468
Nlle -Zélande	..	..	26 664	27 100	28 288	30 414	28 238	25 243	19 710	20 033	17 158
Pays-Bas	185 612	195 863	196 304	189 890	211 969	247 060	232 975	201 452	219 981	190 545	169 248
Pologne	..	..	63 170	64 716	62 464	67 777	64 553	63 015	67 753	63 739	64 449
Portugal	42 862	49 880	49 249	48 017	59 881	70 687	71 064	62 167	68 080	63 251	61 558
Rép. tchèque	..	..	..	5 301	5 606	5 803	5 680	4 827	6 480	6 346	7 652
Royaume-Uni	240 710	273 144	291 998	397 187	490 645	554 355	631 642	703 600	728 664	686 752	593 714
Suède	94 438	125 702	114 293	147 241	177 514	204 516	210 331	186 006	183 790	164 950	137 223
Suisse	31 207	33 555	37 978	46 926	59 302	71 406	67 210	66 683	79 637	63 929	65 920
Turquie	19 535	19 241	22 702	24 716	20 661	22 874	29 292	30 688	37 135	42 437	54 216
Total OCDE	7 181 329	7 957 386	8 980 163	10 062 853	11 611 258	12 250 031	12 411 263	12 132 214	12 877 810	13 769 755	12 857 080

1. 1990 -1991, dette négociable uniquement.

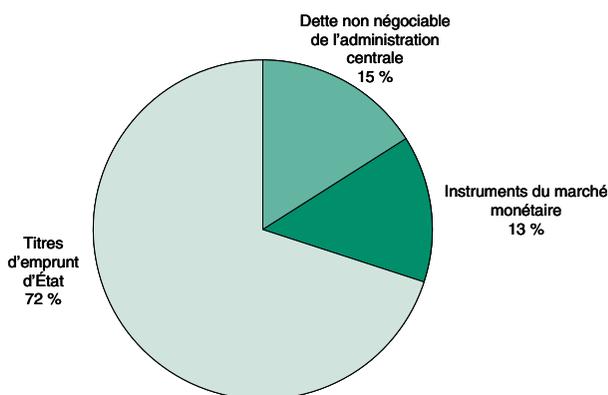
Source : Dette de l'administration centrale, annuaire statistique, OCDE, 2001.

- des dispositifs de réglementation et de contrôle transparents et équitables ;
- une structure de tenue de marché reposant sur les spécialistes en valeurs d'État ;
- des marchés d'instruments à terme liquides ;
- un accès facile des investisseurs étrangers aux marchés intérieurs de la dette.

Naturellement, ces pratiques exemplaires peuvent devoir être mises à jour ou affinées au fil du temps. Par exemple, à l'avenir, les systèmes électroniques risquent de réduire l'importance des spécialistes en valeurs d'État (notamment, en donnant aux investisseurs institutionnels un accès direct aux adjudications). Néanmoins, les pratiques exemplaires que l'on vient de décrire devraient pouvoir servir de guide pour atteindre le principal objectif des gestionnaires de la dette, à savoir couvrir les besoins de financement de l'administration publique au moindre coût dans la durée et moyennant un niveau de risque acceptable. Ces pratiques contribuent aussi pour une part importante à la réalisation de l'objectif dérivé consistant à promouvoir l'efficacité des marchés financiers. (Cet objectif est « dérivé » au sens où c'est un moyen de parvenir à minimiser les coûts d'emprunt.)

Graphique 1. **Dette publique négociable et non négociable des pays membres de l'OCDE**

En moyenne sur la période 1990-2000



Source : *Dette de l'administration centrale : annuaire statistique*, OCDE, 2001.

Liquidité des marchés

Grâce à l'application de ces pratiques exemplaires, la liquidité des marchés de la dette publique des pays de l'OCDE s'est considérablement accrue et une courbe des rendements d'obligations de référence a pu être établie. La liquidité des marchés se concentre donc sur les grandes émissions de référence par des emprunteurs faisant appel à des calendriers d'émissions réguliers et prévisibles, à des marchés secondaires présentant des coûts de transaction réduits au minimum et à des instruments susceptibles de satisfaire les préférences d'une population diversifiée d'investisseurs (y compris étrangers). En particulier, l'internationalisation des marchés et de la population d'investisseurs a fortement contribué à améliorer l'efficacité, la liquidité et la transparence de ces marchés de la dette. En tant que catégorie d'actifs, les titres d'État passent pour ne présenter pratiquement aucun risque de crédit. Ces caractéristiques distinguent la plupart des marchés de la dette publique des pays de l'OCDE des marchés de titres d'emprunt du secteur privé. Les obligations d'État ont donc de plus en plus servi à déterminer le prix des titres d'emprunt des sociétés. Les intervenants sur les marchés ont aussi commencé à y recourir pour des opérations de couverture et pour se positionner à la fois sur le plan de la durée et de la volatilité, s'en servant comme vecteurs de gestion de la liquidité, instruments de placement, nantissements d'emprunts garantis, supports de contrats sur le marché des instruments à terme et refuges pendant les périodes de tempête sur les marchés³.

Même si l'on considère que les marchés de la dette publique des pays de l'OCDE présentent une assez grande liquidité, cette dernière est très variable selon les pays⁴. La taille est un facteur important⁵, même si ce n'est pas le seul. Comme le montre le tableau 2, plus l'encours de la dette publique est important, plus le volume de transactions (sur les marchés au comptant et à terme) est élevé. Or, plus le volume de transaction est élevé, plus la liquidité est grande (mesurée par les écarts entre prix acheteur et vendeur).

De plus, la liquidité se concentre sur des instruments (ou des compartiments) spécifiques, souvent au détriment de celle de marchés étroitement liés. En particulier, sur des marchés d'actifs pouvant se substituer les uns aux autres, la liquidité ne concerne fréquemment que quelques émissions spécifiques. Sur les marchés de la dette publique, par exemple, les écarts entre prix vendeur et acheteur pour les émissions les plus activement négociées sont généralement bien plus réduits que ceux des émissions n'intéressant plus les investisseurs⁶.

La liquidité du marché est généralement mesurée à l'aide de deux indicateurs : l'étalement et la profondeur du marché⁷. L'étalement est la capacité d'un marché à rapprocher l'offre et la demande à un faible coût (mesuré par les écarts entre prix acheteur et vendeur), tandis que la profondeur du marché a trait à sa capacité d'absorber des flux de transactions considérables sans provoquer

Tableau 2. Indicateurs de taille et de liquidité

	Encours de la dette de l'administration centrale (fin 1997) ¹	Volume annuel de transactions au comptant et à terme (1997) ²	Coefficient de rotation ³	Écarts entre prix d'achat et de vente des émissions récentes ⁴
États-Unis	2 741	103 829	37.9	3
Japon	1 855	31 735	17.1	7
Italie	971	10 455	10.8	6
Allemagne	653	6 600§	10.1	4
France	484	18 634	38.5	10
Royaume-Uni	459	6 516	14.2	4
Canada	210	6 428	30.6	5
Belgique	191	975	5.1	5
Pays-Bas	168	450	2.7	..
Suède	102	4 763	46.8	15
Suisse	27	215	8.1	10

1. Encours en valeur nominale, en milliards de dollars des États-Unis.

2. En milliards de dollars des États-Unis

3. Défini comme le volume annuel de transactions divisé par le volume de l'encours.

4. Émissions récentes d'obligations à 10 ans. Les écarts sont exprimés en points de base et s'appliquent aux transactions entre opérateurs. § Uniquement le volume de transactions sur le marché à terme des contrats obligataires (LIFFE).

Source : Salomon Smith Barney ; H. Inoue, in *The Structure of Government Securities Markets in G10 Countries : Summary of Questionnaire Results*, in *Market Liquidity : Research Findings and Selected Policy Implications*, Comité sur le système financier mondial, Bâle, mai 1999.

d'impact sensible sur les prix (représenté par les volumes, les quotités, les écarts entre émissions récentes et anciennes et les volatilités). Une récente étude du Comité sur le système financier mondial (CSFM) consacrée à la liquidité des marchés des obligations des administrations publiques et des sociétés sur la période 1997-2000 a abouti aux conclusions suivantes. L'étude confirme que la liquidité s'est détériorée au second semestre de 1998. Depuis lors et hormis pour les obligations du Trésor des États-Unis, la liquidité du marché s'est généralement améliorée, jusqu'à renouer dans certains cas avec les niveaux antérieurs à 1999 (voir tableau 3 ci-après). En revanche, l'étude du CSFM relève que la plupart des indicateurs de liquidité ont plus fortement fluctué en 1998-99 que durant les deux années précédentes. Cela tend à montrer que les conclusions sur l'amélioration de la liquidité doivent être interprétées avec beaucoup de prudence.

Tendance des émissions d'instruments de la dette publique

Vers la fin des années 90, les instruments à long terme représentaient une part importante de la dette publique (graphique 1, graphique 2) car les gestionnaires de la dette cherchaient à minimiser le risque de refinancement de même que le risque de taux d'intérêt. Bien que la plupart des instruments soient

Tableau 3. Synthèse des principales observations sur la liquidité du marché

Marchés	de mi-1997 à fin 1999	2000
<i>Taux d'intérêt à court terme :</i>		
Bons du Trésor des États-Unis	-	0
<i>Taux d'intérêt à long terme :</i>		
Obligations du Trésor des États-Unis	-	-
Obligations de l'État allemand	0	0
Obligations de l'État japonais	-	+
Obligations d'État du Canada/de l'Australie	0	0
Émissions géantes d'organismes publics américains	-	+
Émissions géantes de Pfandbriefe	-	+
Émissions géantes d'obligations de sociétés	mitigée	mitigée
Obligations des marchés émergents	-	+

Notes : - = détérioration ; 0 = sans changement ; + = amélioration.

Source : BRI, Comité sur le système financier mondial, 2001.

Graphique 2. Répartition de la dette de l'administration centrale en 2000
En pourcentage du PIB

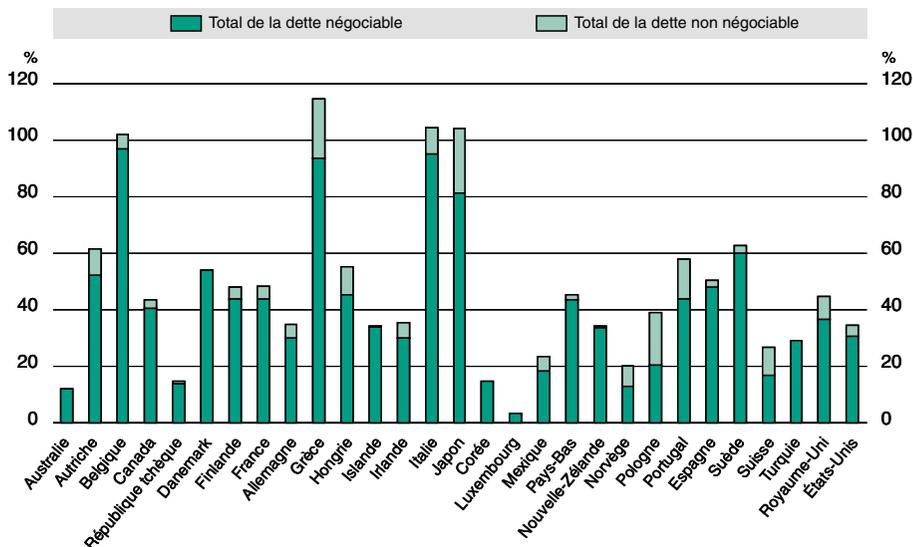


Tableau 4. Émissions de référence dans quelques pays de l'OCDE

	Nombre d'émissions de référence	Échéances résiduelles
Australie	12	13 ans
Nouvelle-Zélande	8	de près de 5 ans à près de 12 ans
Norvège	5	1 à 11 ans
Suède	12	2 à 15 ans
Royaume-Uni	3	5, 10 et 30 ans
États-Unis	3	2, 5 et 10 ans

Note : Données disponibles en août 2001.

Source : United States General Accounting Office, « Debt Management- Insights and Tools from Selected Nations », novembre 2001.

assortis de taux fixe (nominal), on a assisté ces dernières années à une évolution intéressante : quelques gouvernements (les États-Unis, la France) ont rejoint un certain nombre de pays de l'OCDE qui émettaient déjà des obligations à taux indexé (Australie, Canada, Islande, Nouvelle-Zélande, Royaume-Uni et Suède). Le Mexique émet lui aussi des obligations indexées sur le taux d'inflation. L'émission de titres d'emprunt indexés participe de l'objectif général de gestion de la dette qui consiste à l'augmenter, à la gérer et à l'amortir au meilleur prix possible et moyennant un risque acceptable. La dette indexée offre plus spécifiquement une possibilité de diversification et un taux réel qui est utile aux pouvoirs publics et aux intervenants sur les marchés. Les marchés des produits indexés ont cependant tendance à être moins liquides, comptent moins d'intervenants et attirent une population d'investisseurs plus restreinte que les marchés des produits classiques⁸.

Très récemment encore, les excédents budgétaires et la diminution correspondante de la dette publique ont encouragé les gestionnaires de la dette à restructurer leur portefeuille. La plupart des pays de l'OCDE ont pris des mesures pour concentrer leurs offres sur un éventail plus restreint d'émissions de référence d'un volume plus important (voir section VII pour un aperçu des techniques servant à améliorer la liquidité). Le tableau 4 donne des informations sur les titres de référence d'un certain nombre de pays d'Amérique du Nord (les États-Unis), d'Europe (Norvège, Suède et Royaume-Uni) ainsi que de la région Asie-Pacifique (Australie et Nouvelle-Zélande).

III. Tendances des marchés obligataires en Amérique du Nord

Pour les besoins de cette étude, cette région englobe les États-Unis et le Canada. Ces deux pays présentent en effet des similitudes, notamment des économies et des marchés de capitaux développés. En outre, les administrations

centrales de ces deux pays ont connu ces dernières années une période d'excédent budgétaire qui a entraîné un recul du volume des émissions de titres d'emprunt d'État.

Évolution des encours

L'encours de la dette au Canada tout comme aux États-Unis a augmenté durant la première moitié des années 90 pour atteindre un sommet en 1997, avant de reculer jusqu'en 2000. Au Canada, l'État a commencé à afficher des excédents budgétaires à partir de 1997-98. L'encours des bons du Trésor canadien (à échéances de 3, 6 ou 12 mois) a culminé au cours de l'exercice 1995-96, alors que le total de la dette négociable de l'État fédéral (ensemble plus large dont font partie les bons du Trésor) a atteint son ampleur maximale un an plus tard, en 1996-97, avant de s'inscrire en recul depuis lors. Ces quatre dernières années, la dette publique nette du Canada a diminué de 38.5 milliards de dollars canadiens. En pourcentage du PIB, elle a reculé de son pic de 71.2 % en 1997-98 à moins de 53 % à la fin de l'exercice budgétaire 2000-01 (clos le 31 mars 2001).

Aux États-Unis, les déficits budgétaires fédéraux se sont contractés pendant cinq ans, puis un excédent budgétaire a été enregistré en 1998. En pourcentage du PIB, la dette publique a culminé en 1993, dépassant légèrement 50 %, avant d'être ramenée à environ 33 % du PIB à la fin de l'exercice 2000.

Marchés primaires de la dette publique

Les marchés primaires de la dette des administrations publiques au Canada et aux États-Unis présentent des caractéristiques communes. Les deux États conservent des titres de référence, tant sous forme de bons du Trésor à 3 et 6 mois que de titres à 2, 5 et 10 ans. Le Canada garde en outre une référence dans les segments à 30 ans et 1 an, des échéances que les États-Unis ont récemment totalement supprimées. Les deux administrations centrales émettent aussi des titres indexés sur l'inflation : pour les États-Unis des titres indexés sur l'inflation à 10 ans et pour le Canada des Obligations à rendement réel à échéance de 30 ans. Une des différences notables entre ces deux pays est que, contrairement aux États-Unis, le Canada émet aussi des titres libellés en devises, uniquement à des fins de financement des réserves de change.

Au Canada comme aux États-Unis, les bons du Trésor sont vendus par adjudication à taux précomptés. La dette publique négociable est placée sur le marché à l'occasion d'adjudications à enchères multiples, pour lesquelles les soumissions sont formulées en termes de rendement, à l'exception des Obligations à rendement réel, vendues par adjudication à prix uniforme. Aux États-Unis, les adjudications s'effectuent toutes en termes de taux (à intérêt précompté pour les adjudications de bons) et à prix uniforme.

Le rôle de la dette publique

La dette publique joue un rôle important dans l'économie intérieure tant au Canada qu'aux États-Unis. Les autorités monétaires de chaque pays utilisent la dette des administrations centrales pour appliquer leur politique. En outre, la dette publique des deux pays passe pour ne présenter aucun risque et sert à l'échelle nationale de référence pour la détermination des prix et d'instrument de couverture. A l'heure actuelle, les titres du Trésor américain jouent aussi un rôle très dynamique sur les marchés mondiaux de capitaux et sont très demandés car il s'agit des seuls actifs libellés en dollar qui ne présentent aucun risque de solvabilité pour les investisseurs. Ils sont souvent utilisés à des fins de couverture par les assureurs, les gestionnaires de portefeuille, les arbitragistes, les services d'opérations d'échange financier et les banques centrales étrangères, ainsi que par d'autres investisseurs et opérateurs.

Au Canada, la situation des finances publiques s'est améliorée au cours des années 90, tant sur le plan fédéral qu'au niveau des provinces. Depuis 1997-98, ces deux niveaux de l'administration publique ont dégagé des excédents budgétaires, ce qui a provoqué un ralentissement général des opérations de financement des administrations publiques et a permis au marché d'absorber le gonflement concomitant des émissions obligataires des entreprises.

L'un des objectifs importants du gouvernement canadien consiste à assurer le bon fonctionnement du marché national des valeurs à revenu fixe, qui comprend les titres de la dette des secteurs public aussi bien que privé. Étant donné l'amélioration de sa situation budgétaire, le Canada a modifié son programme de gestion de la dette publique de façon à organiser une réduction continue des émissions.

Maintenir la liquidité

Le gouvernement canadien s'attache surtout à maintenir la liquidité des principales références. Pour ce faire, il a restreint le volume et/ou la fréquence des émissions de certains titres et supprimé l'émission de certains autres. Par exemple, les adjudications hebdomadaires de bons à 3, 6 et 12 mois ont été remplacées par des adjudications bimensuelles et les titres à 3 ans ont été complètement supprimés. En outre, pour améliorer la liquidité, le gouvernement émet régulièrement de nouvelles tranches d'émissions dans les échéances de 2 à 30 ans et il a mis sur pied un programme de rachat d'obligations pour améliorer la gestion de ses émissions.

Cet objectif de préservation de la liquidité est analogue à celui des États-Unis dont le gouvernement a aussi dégagé des excédents budgétaires au cours des dernières années. Divers indicateurs montrent que la liquidité s'est inscrite en recul après la tempête qui s'est emparée des marchés de capitaux en 1998.

Apparemment, une bonne partie de la détérioration de la liquidité des valeurs du Trésor des États-Unis est liée au retrait du capital risque à la suite de la crise du fonds d'arbitrage LTCM. Ce retrait s'est en grande partie reflété dans le recul des transactions entre opérateurs du marché durant la période 1998-2000⁹. Pour stimuler la liquidité, les pouvoirs publics ont réduit le volume et/ou la fréquence des émissions d'un certain nombre de valeurs, tout en éliminant d'autres. Aux États-Unis, des modifications relativement récentes du calendrier des adjudications ont entraîné l'élimination des bons du Trésor à 1 an et la réduction du rythme des émissions de titres à 5 ans, désormais trimestriel et non plus mensuel. En outre, l'émission régulière de nouvelles tranches de titres à moyen ou long terme a été adoptée pour renforcer la liquidité tandis que des opérations de rachat ont aussi été récemment introduites.

Mise au point de nouvelles références pour la détermination du prix des émissions

En période de recul des émissions d'instruments de la dette publique, le Canada et les États-Unis ont connu une évolution quelque peu différente en ce qui concerne la mise au point de nouvelles références pour la détermination des prix sur le marché obligataire. Aux États-Unis, on utilise fréquemment à cet effet les courbes de taux des échanges financiers ou des titres d'emprunt des organismes fédéraux d'intérêt public et les obligations de sociétés très bien notées commencent, elles aussi, à remplir cette fonction. Au Canada, le marché national n'a pas connu tout à fait la même évolution. Bien que les organismes fédéraux canadiens empruntent en bénéficiant d'une clause de reconnaissance totale du gouvernement canadien, leurs opérations d'émission sont d'une bien moindre ampleur et elles ne bénéficient pas de la même liquidité que les titres d'emprunt du gouvernement canadien. De même, au Canada, le marché des échanges financiers, bien qu'il soit actif, n'offre pas de solution de remplacement en termes d'investissement et de référence pour la détermination des prix, car il n'est pas aussi étoffé et liquide qu'ailleurs.

Perspectives

Plus récemment néanmoins, la stagnation économique et les mesures budgétaires prises après les événements tragiques du 11 septembre 2001 ont également contribué à l'augmentation du besoin de financement à court terme. Au Canada, les prévisions d'excédents ont été revues à la baisse. Le gouvernement des États-Unis connaît une période de déficit budgétaire qui devrait durer 2 ou 3 ans, avant qu'on ne puisse de nouveau prévoir des excédents budgétaires. La situation budgétaire à court terme s'est trouvée affectée par le récent ralentissement économique et les répercussions des événements du 11 septembre, ce qui a abouti à une augmentation du volume des émissions de bons du Trésor et par

là-même à une diminution de l'échéance moyenne de la dette négociable détenue par le secteur privé.

IV. La formation d'un marché paneuropéen de la dette publique

La taille des marchés de la dette publique des pays de l'UE

La taille des marchés de la dette des pays de l'Union européenne (UE) varie considérablement, en termes à la fois absolus et relatifs. C'est l'Italie qui est dotée du plus grand marché avec un encours de 1 200 milliards d'euros à la fin de 1999, suivie par l'Allemagne, le Royaume-Uni et la France, dont la dette se situe aux alentours de 650 milliards d'euros. La dette publique de l'Espagne, de la Belgique, des Pays-Bas et de la Suède est de l'ordre de 150-300 milliards d'euros, tandis que celle des autres pays membres de l'UE est inférieure à 130 milliards d'euros. Ce tableau change, bien évidemment, lorsque l'on classe les pays en termes d'endettement rapporté au PIB. En effet, alors que la Belgique, la Grèce et l'Italie, présentent un ratio d'endettement au PIB de plus de 100 %, l'Allemagne affiche l'un des plus faibles, à savoir 35 %¹⁰.

Dans la foulée de l'introduction de l'euro, la création d'un marché de titres d'emprunt d'État réellement *paneuropéen* présenterait des avantages comparables à ceux du marché des instruments de la dette aux États-Unis : un vaste marché liquide sur toute la courbe des rendements. A cette fin, on notera parmi les changements importants intervenus dans la zone euro la conversion en euro du stock existant de titres d'emprunt d'État libellés dans les anciennes monnaies, la convergence de la composition de la dette (par catégories d'instruments et d'échéances), la coordination des procédures d'émission et l'harmonisation des conventions de marché. Ces évolutions reflètent les efforts des gestionnaires de la dette de l'Union européenne en vue de promouvoir des marchés de la dette publique liquides, transparents et efficaces dans chacun des pays. L'exacerbation de la concurrence entre les différents États de l'UE cherchant à attirer les investisseurs et la standardisation des instruments et des pratiques des marchés a par ailleurs encouragé l'introduction de plates-formes de négociation électronique (Euro-MTS et BrokerTec).

Cette même concurrence a également constitué, comme on l'a déjà dit, un obstacle à la création d'un véritable marché de la dette publique à l'échelle de la zone euro¹¹. Compte tenu de l'importance de la taille, la liquidité se concentre surtout sur les instruments des trois principaux émetteurs (l'Allemagne, la France et l'Italie). Il n'existe donc pas de courbe paneuropéenne des rendements de référence. Cependant, les marchés dérivés de la zone euro, en particulier les marchés des instruments à terme et des opérations d'échange de taux d'intérêt, ont vite acquis une forte intégration. En l'absence de courbe homogène des rende-

ments des obligations souveraines, c'est la courbe des opérations d'échange financier qui sert de référence de substitution aux intervenants sur les marchés de capitaux.

De façon générale, la liquidité des marchés de la dette publique des pays de la zone euro semble s'être accrue. Les courbes de taux sont devenues plus « lisses » au fil du temps. En janvier 2001 (soit deux ans après l'introduction de l'euro) les différentes courbes de taux des pays de la zone euro, Allemagne, Belgique, Espagne, France, Italie, et Pays-Bas, étaient devenues suffisamment lisses pour les isoler et pour procéder à des comparaisons directes entre marchés sous les angles de la liquidité et du risque de crédit¹².

Conséquences de l'intensification de la concurrence

La standardisation de la politique de financement de la dette publique constitue un phénomène de dimension mondiale. Ce phénomène, suscité par l'intégration internationale des marchés de capitaux et par l'intensification correspondante de la concurrence pour obtenir les financements les moins onéreux, a abouti à une *convergence* grandissante des politiques d'émission au sein de l'UE. Dans ce contexte, la liquidité et la diversification des investisseurs sont devenues, pour les pouvoirs publics, des facteurs de concurrence de plus en plus importants. En outre, tout récemment, l'intensification de la concurrence et la convergence des politiques de financement de la dette publique ont été fortement amplifiées en Europe par l'introduction de l'euro.

Cette plus forte concurrence et la diminution du besoin d'emprunt de nombreux pays de l'UE ont encouragé le recours à des opérations de *rachat et d'échange* de titres afin de concentrer leur dette sur des lignes de titres moins nombreuses mais plus importantes. Cela s'est traduit par une réduction du nombre d'obligations en circulation et une concentration des émissions sur un nombre plus restreint d'échéances de référence. Plus particulièrement, la création d'un grand marché des obligations libellées en euro a encouragé les petits pays de la zone euro à ne plus émettre des instruments financiers couvrant toute la gamme des échéances pour recentrer leur politique d'émission sur un nombre restreint d'échéances de référence représentant un volume de titres en circulation correspondant aux normes de liquidité des grands investisseurs internationaux. Pour leur part, les grands pays de la zone euro n'ont pas éprouvé ce besoin de restructurer l'encours de leur dette ; ils ont même pu lancer de nouveaux instruments. Dans les pays de la zone euro, on a en outre pu observer le remplacement des marchés des contrats à terme et des contrats d'option sur des titres d'État nationaux ainsi que des contrats d'échange nationaux par les marchés très liquides de produits dérivés libellés en euro.

Dans l'ensemble des États membres de l'UE, on accorde largement la priorité au compartiment des échéances à 10 ans, dont les encours se situent entre 5 milliards et 24 milliards d'euros, en fonction du besoin d'emprunt de l'émetteur. L'encours le plus faible, de 5 milliards d'euros, correspond à l'un des critères de participation au système de négociation électronique EuroMTS. On assiste en effet à une tendance à l'expansion de la négociation électronique au niveau tant national qu'europpéen. Elle réduit en effet les coûts de négociation de certaines obligations d'État tout en accroissant la liquidité du marché.

Les adjudications constituent le mode d'émission le plus couramment utilisé dans les États membres de l'UE. La publication de calendriers d'adjudication a été un facteur de développement de la transparence. Les pays plus petits notamment associent les adjudications et les émissions consortiales de leurs obligations de référence, de façon à assurer un développement rapide du volume des titres en circulation et à conférer plus de certitude aux émissions.

On s'attache de plus en plus à la composition de la population d'investisseurs. Disposer d'une vaste population internationale d'investisseurs se composant principalement de grands investisseurs institutionnels contribue à abaisser les charges d'emprunt et à faciliter les émissions futures. A cet égard, l'élimination du risque de change au sein de la zone euro a donné un coup de fouet supplémentaire à ce mouvement de diversification.

Liquidité

A la suite de l'introduction de l'euro, la concurrence sur les marchés des obligations d'État s'est intensifiée. De plus, l'augmentation de l'offre d'obligations de sociétés constitue pour les investisseurs une solution de rechange attrayante face à la moindre liquidité des obligations d'État. En conséquence, la liquidité gagne en importance en tant que critère de concurrence, la plupart des gouvernements de l'UE privilégiant les grandes émissions liquides.

La stratégie d'emprunt des gestionnaires de la dette publique des pays de l'UE repose sur l'hypothèse qui veut que les primes de liquidité réduisent les coûts d'emprunt. Les émissions lancées actuellement se concentrent donc sur quelques tranches de durée. On le perçoit nettement à la répartition des émissions et à l'accumulation des encours en fonction des échéances. En 2000, les émissions de tous les pays de l'UE, à l'exception du Royaume-Uni, sont intervenues dans le segment internationalement important des titres à 10 ans, tandis que, dans certains cas, d'autres tranches de durée se sont vu accorder un caractère moins prioritaire (tableau 5). L'encours des lignes d'obligations à 10 ans dépasse 20 milliards d'euros dans les grands pays (France, Italie et Allemagne), alors qu'en Belgique, au Royaume-Uni, aux Pays-Bas et en Espagne, il est de l'ordre de 10-15 milliards d'euros, et de 5-10 milliards d'euros dans la plupart des petits pays [tableau 6]¹³. L'un des objectifs de la gestion de la dette publique est

Tableau 5. Répartition des placements, 2000

	En pourcentage		Année d'échéance		
	2001-04	2005-08	2009-12	2013-20	2021
Allemagne	22	25	40	-	13
Autriche	4	52	35	-	10
Belgique	1	29	52	8	10
Danemark	42	20	38	-	-
Espagne	27	27	30	8	8
Finlande	29	-	71	-	-
France	21	31	39	-	8
Grèce	23	28	26	23	-
Irlande	-	51	38	11	-
Italie	38	27	19	-	16
Pays-Bas	44	-	56	-	-
Portugal	-	33	67	-	-
Royaume-Uni	-	-	-	-	100
Suède	20	16	61	4	-

Note : Les statistiques couvrent les émissions nationales d'obligations à taux fixe.

Source : Sites Web des administrations chargées de la gestion de la dette publique.

Tableau 6. Accumulation de l'encours après le 1^{er} janvier 1999
EUR milliards

	2 ans	5 ans	10 ans	30 ans
Allemagne	8.0	15.0	23.0	11.1
Autriche	7.5	7.8	8.8	5.2
Belgique	12.6	10.1	15.1	9.4
Danemark	4.7	6.9	8.9	-
Espagne	9.7	9.1	12.5	12.2
Finlande	6.0	-	5.2	-
France	21.7	17.2	24.1	15.6
Irlande	3.0	5.3	6.6	-
Italie	10.0	19.2	22.5	23.2
Pays-Bas	14.0	11.0	12.1	8.9
Portugal	-	3.5	5.2	-
Royaume-Uni	-	11.8	14.0	18.4
Suède	7.3	7.9 ¹	8.7 ²	-

1. Émissions parallèles en SEK/EUR, dont EUR 2.5 milliards libellés en EUR.

2. Émissions parallèles en SEK/EUR, dont EUR 3 milliards libellés en EUR.

Source : Sites Web des administrations chargées de la gestion de la dette publique. Calculs effectués à la fin 2000. Séries émises après le 1^{er} janvier 1999.

d'apporter un soutien ou une contribution au développement de marchés liquides en monnaie nationale. Pour cette raison, la stratégie d'émission peut différer en fonction des gestionnaires de la dette publique des pays de l'UE, selon qu'ils

appartiennent ou non à la zone euro. Les marchés nationaux de capitaux des gestionnaires de la dette *au sein de* la zone euro font désormais partie du marché de l'euro. En revanche, les gestionnaires de la dette publique de pays de l'UE qui sont *en dehors* de la zone euro doivent continuer de se soucier de la préservation de la liquidité sur leur marché local de la dette publique. L'amélioration des situations budgétaires structurelles ainsi que l'ampleur des recettes ponctuelles tirées des privatisations ou de la vente des licences de téléphonie mobile de troisième génération (licences UMTS) ont réduit le besoin d'emprunt des pouvoirs publics. Ces évolutions les ont amenés à prendre des mesures pour assurer la liquidité de leurs marchés :

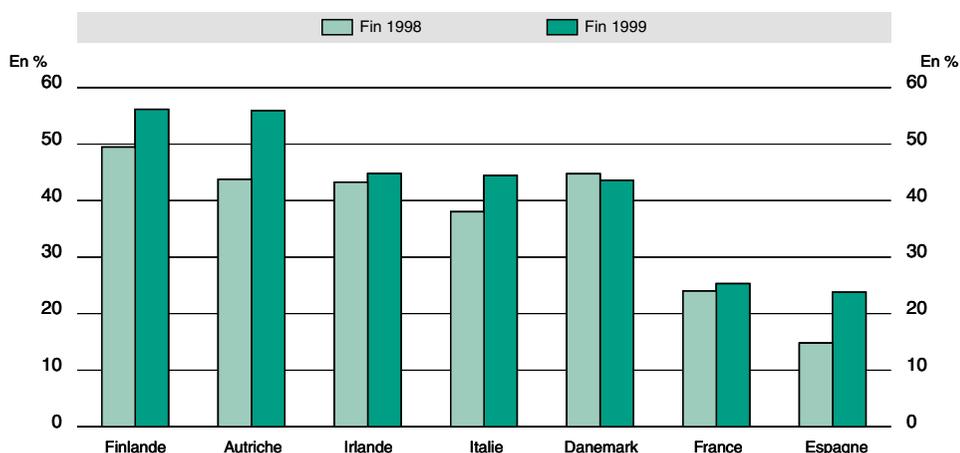
- Premièrement, la liquidité est stimulée par le rachat des lignes de titres les moins liquides ainsi que par l'émission d'emprunts de référence.
- Deuxièmement, les contrats d'échange de conditions d'intérêt interviennent plus largement dans la gestion des risques de taux d'intérêt. De cette façon, la stratégie d'émission peut s'attacher aux questions de liquidité indépendamment de la gestion du risque de taux d'intérêt.
- Troisièmement, un certain nombre de pays, comme la Suède et le Royaume-Uni, ont accru leurs emprunts sur le marché national en les associant à des opérations d'échanges en devises, ce qui favorise la liquidité de leurs émissions nationales¹⁴.

Diversification des investisseurs

Les gestionnaires de la dette des pays de l'UE ont accordé de façon plus nette qu'auparavant la priorité à la diversification de la population d'investisseurs, notamment en accroissant la part des émissions destinées aux investisseurs étrangers. L'augmentation de la demande des investisseurs internationaux (en particulier les grands investisseurs institutionnels) contribue en effet à réduire les coûts d'emprunt et à faciliter le placement des futures émissions.

En conséquence, une part croissante de la dette publique des pays de la zone euro est détenue par des non-résidents (graphique 3). Cette tendance est encouragée par la possibilité pour les investisseurs de la zone euro de répartir leurs placements entre plusieurs pays sans encourir de risque de change. Cela a été un facteur particulièrement important pour des investisseurs institutionnels comme les sociétés d'assurance vie, car elles sont normalement soumises à des règles d'investissement qui restreignent le champ de leurs placements en devises. Par suite de l'augmentation considérable des opérations transnationales depuis le lancement de l'euro, le marché des opérations de pension a pour sa part changé de nature pour passer d'un marché de portée nationale à un marché tourné vers la zone euro.

Graphique 3. Proportion de la dette de l'administration centrale de quelques pays détenue par des non-résidents



La diversification géographique de la population d'investisseurs a provoqué un déplacement considérable de la conservation des titres d'État depuis les dépositaires centraux locaux vers les dépositaires centraux internationaux (Euroclear et Clearstream). On peut aussi observer un recours croissant à des mécanismes de compensation proposés par des institutions comme la London Clearing House ou Clearnet. On peut penser que ces phénomènes aboutiront à une accentuation de la concentration des systèmes de règlement des opérations sur valeurs mobilières au sein de la zone euro.

Procédures d'émission

Les principales procédures d'émission sont les adjudications et la vente en continu. Après l'introduction de l'euro, un certain nombre de pays y ont ajouté le placement consorsial. On trouvera au tableau 7 un aperçu des procédures d'émissions dans l'Union européenne.

Le grand nombre d'adjudications sur le marché des obligations d'État libellées en euros s'est traduit par une intensification de la concurrence. On peut donc percevoir une nette tendance des pays à concentrer leurs ventes sur un nombre plus réduit de grandes opérations d'adjudication. C'est ainsi que la Belgique est passée d'adjudications mensuelles à des adjudications bimestrielles. La plupart des pays ont défini des jours fixes d'adjudication ou des périodes fixes entre deux adjudications et ils publient des calendriers d'adjudication, généralement

Tableau 7. Aperçu des procédures d'émission

	Placement consorcial des emprunts de référence	Adjudications		Ventes en continu	
		Emprunts à long terme	Emprunts à court terme	Emprunts à long terme	Emprunts à court terme
Allemagne		√	√	√	
Autriche	√	√	√	√	
Belgique	√	√	√		√
Danemark			√	√	
Espagne		√	√		
Finlande	√	√			√
France		√	√		
Grèce	√	√	√		
Irlande		√		√	√
Italie		√	√		
Pays-Bas		√	√		
Portugal	√	√	√		√
Royaume-Uni		√	√	√	
Suède		√	√		√

Source : Report on National Issuing Procedures and Calendars, Economic and Financial Committee Group on EU Government Bills and Bonds (Rapport sur les procédures et calendriers nationaux d'émission, Groupe du Comité des affaires économiques et financières sur les bons du trésor et obligations d'État des pays de l'UE, en anglais uniquement), novembre 2000, et sites Web des administrations chargées de la gestion de la dette publique.

tous les six mois. Pratiquement tous les pays de l'UE qui émettent des titres d'État par voie d'adjudication font appel à des systèmes de spécialistes en valeurs d'État (voir tableau 8).

Le placement consorcial d'emprunts de référence (voir tableau 7) est utilisé en réponse à l'intensification de la concurrence au sein de la zone euro, notamment de la part des petits pays (Belgique, Finlande, Portugal, Grèce ou Autriche). Il permet de parvenir très rapidement à la mise en circulation d'un volume important de titres, ce qui favorise la liquidité des émissions et donne plus de certitudes quant à son placement tout en réduisant les coûts d'emprunt. De plus, les volumes supérieurs obtenus par cette technique permettent une admission plus facile des nouvelles émissions à la négociation dans le cadre du système EuroMTS. Parmi les autres avantages du placement consorcial, on retiendra la possibilité de cibler des groupes spécifiques d'investisseurs, la répartition de l'émission entre les divers groupes de soumissionnaires après avoir fixé le prix de l'émission ainsi que la détermination des prix d'émission.

Ces avantages du placement consorcial doivent être appréciés en regard des commissions versées aux banques participantes, commissions qui sont supérieures aux coûts d'émission directe induits par les autres méthodes d'émission. Toutefois, comme on l'a vu, aucun pays n'a exclusivement recours aux placements

Tableau 8. Les spécialistes en valeurs d'État dans l'Union européenne

Nombre de spécialistes en valeurs d'État	Total	dont spécialistes étrangers
Autriche	28	19
Belgique	16	13
Espagne	18	8
Finlande	10	9
France	19	11
Grèce	11	5
Irlande	6	3
Italie	16	9
Pays-Bas	13	10
Portugal	12	8
Royaume-Uni	17 ¹	12
Suède	8 ²	4

1. Gilt-edged Market Makers (GEMM). Situation au 29 décembre 2000. Il existe aussi un groupe distinct de spécialistes pour les obligations indexées de l'administration centrale.

2. Opérateurs agréés. Il existe aussi 4 opérateurs agréés pour les obligations indexées de l'administration centrale.

Source : Progress Report on Primary Dealership in EU Public Debt Management, Economic and Financial Committee Group on EU Government Bills and Bonds (Rapport d'étape sur les systèmes de spécialistes en valeurs d'État dans la gestion de la dette publique des pays de l'UE, Groupe du Comité des affaires économiques et financières sur les bons du Trésor et obligations d'État des pays de l'UE, en anglais uniquement), novembre 2000.

consortiaux. Normalement, les pays font appel à une combinaison d'adjudications et de placements consortiaux. Les participants à ces deux procédures sont généralement des spécialistes en valeurs d'État. La possibilité d'assurer les fonctions de chef de file dans les futures opérations consortiales de placement fait souvent partie des privilèges des spécialistes en valeurs d'État. Souvent, le chef de file et les co-chefs de file sont choisis pour leur participation au groupe des spécialistes en valeurs d'État lors d'adjudications antérieures.

Opérations de rachat et d'échange

Dans le cadre d'opérations de rachat, l'État achète des titres d'emprunt en circulation sur le marché secondaire et les règle en espèces. Lorsque le paiement s'effectue sous forme d'autres valeurs d'État, on parle alors d'opération d'échange de titres (également appelée conversion de titres). Les opérations de rachat comme d'échange peuvent se dérouler par voie d'adjudication (à l'envers) ou en continu.

Ces dernières années, les États membres de l'UE ont eu de plus en plus recours à des opérations de rachat ou d'échange de titres. Ce phénomène peut être attribué au souci de privilégier plus nettement la liquidité, ainsi qu'à la réduction du besoin d'emprunt des États. En rachetant des émissions remboursables dans des années ultérieures, le besoin d'emprunt de l'année du rachat se trouve accru. La principale raison des opérations de rachat dans les pays de l'UE

est de constituer au moindre coût des lignes importantes d'emprunts phares présentant une grande liquidité. Les petits pays de la zone euro en particulier ont interrompu, faute de pouvoir en maintenir la liquidité, leurs émissions de divers instruments financiers couvrant tout l'éventail des échéances pour simplifier la structure de leur portefeuille d'emprunts. Parmi les autres motifs de ces opérations on retiendra les raisons suivantes :

- L'amélioration de la gestion du risque de taux d'intérêt et de refinancement. Les opérations de rachat peuvent servir à lisser le profil des remboursements au cours d'une même année ou entre plusieurs années, ce qui réduit le risque de refinancement.
- La réalisation d'économies budgétaires directes par le rachat d'emprunts illiquides qui sont sous-évalués sur le marché.

Même si le recours aux opérations de rachat ou d'échange de titres s'est généralisé, il n'est pas pour autant régulier dans la plupart des pays. A l'exception de quelques pays comme la Belgique et la Finlande, ces opérations ne donnent donc pas lieu à la publication de calendriers. La Belgique a adopté un programme régulier d'échange d'obligations à échéance résiduelle de moins d'un an, tandis qu'en Finlande les opérations de rachat se déroulent dans le cadre d'adjudications régulières. La France a mis en œuvre un vaste programme de rachat au second semestre de 2000. L'Italie a procédé depuis 1995 à des opérations de rachat destinées à réduire l'encours des titres d'emprunt en circulation. Ces opérations sont financées par un Fonds d'amortissement spécialement créé à cet effet qui collecte l'ensemble du produit des privatisations d'entreprises publiques. En 2000, le montant des titres rachetés a atteint au total 11.3 milliards d'euros.

Le tableau 9 fait apparaître les pays qui font appel à des opérations de rachat ou d'échange de titres ainsi que les méthodes utilisées à cet effet. On peut en conclure que les adjudications servent à des grandes opérations, lorsque le souci premier est de constituer de grandes lignes de titres liquides, alors que les opérations en continu sont employées pour les rachats ou les échanges de moindre ampleur.

Négociation électronique dans la zone euro

L'euro a constitué un catalyseur important du développement de la négociation électronique de valeurs mobilières. Les investisseurs diversifient plus largement leurs portefeuilles. Ce mouvement de diversification a amené les grandes banques d'investissement à plaider pour la création d'un marché électronique permettant de négocier parallèlement des obligations d'État de plusieurs pays de l'UE.

Les avantages d'une plate-forme électronique commune résident dans la plus grande liquidité et les moindres coûts de transaction liés à la négociation de produits standardisés comme les obligations d'État libellées en euro. A titre

Tableau 9. **Aperçu des procédures de rachat et d'échange de titres**

	Rachats		Échanges	
	En continu ¹	Adjudication	En continu ¹	Adjudication
Allemagne ²				
Autriche	√			√
Belgique				√
Danemark	√			
Espagne	√	√		√
Finlande	√	√	√	√
France	√	√	√	√
Grèce		√	√	√
Irlande	√		√	
Italie		√		
Pays-Bas	√			√
Portugal	√		√ ³	
Royaume-Uni	√	√	√	√
Suède	√	√	√	√

1. Les opérations en continu recouvrent à la fois des opérations courantes de rachat et de refinancement ainsi que des opérations de rachat et de refinancement soumises à l'annonce préalable d'émissions spécifiques.
2. L'Allemagne n'a pas de programme de rachat mais, en 2000, une partie du produit de la vente des licences UMTS a été utilisée pour racheter les obligations de l'AFW (Ausgleichsfonds für Währungsumstellung – Fonds de péréquation de la conversion monétaire) pour un montant de quelque 34 milliards d'euros.
3. Le Portugal n'a pas encore effectué d'opérations de rachat, mais il a annoncé qu'il entamerait un programme d'échange de titres en février 2001 pour concentrer sa dette sur des lignes plus importantes.

Source : Sites Web des administrations chargées de la gestion de la dette publique.

d'exemple de plates-formes communes de négociation d'obligations, on retiendra *EuroMTS* et *Brokertec* (voir l'encadré 1 pour plus de précisions).

La négociation électronique a aussi gagné en importance sur les marchés nationaux. Ces dernières années, plusieurs pays de la zone euro (Italie, Belgique, France, Pays-Bas, Portugal, Grèce, Allemagne et, très prochainement, Espagne) se sont dotés de systèmes MTS nationaux reposant sur la même technologie que *EuroMTS*. Normalement, toutes les obligations sont négociées sur ces systèmes nationaux, y compris celles qui ne sont pas traitées sur *EuroMTS*.

V. Tendances et évolutions récentes des marchés de la dette publique de la région Asie-Pacifique

Les marchés de la dette publique de cette région présentent des caractéristiques différentes, certaines similitudes existant toutefois entre la Nouvelle-Zélande et l'Australie, tandis que le marché japonais se démarque nettement des autres. Outre la présence au Japon d'un très vaste marché de la dette publique, le caractère plus complexe et l'échelle de l'économie japonaise expliquent cette

Encadré 1. Quelques exemples de systèmes de négociation électronique

Un système de négociation électronique par intermédiation de marché permet des transactions entre opérateurs sur titres. Des systèmes de ce type comme *EuroMTS* ou *Brokertec* devraient acquérir une importance croissante sur le marché secondaire des titres d'État.

EuroMTS comme *Brokertec* affichent pour objectif de minimiser les frais de négociation et d'accroître la liquidité, la transparence et l'efficacité du marché. Leurs actionnaires sont de grandes banques d'investissement internationales et on observe un certain recoupement des actionnariats des deux sociétés. Ces systèmes sont très proches par les types de services qu'ils proposent, mais leur technologie et les catégories de valeurs négociées sont différentes.

EuroMTS

EuroMTS s'appuie sur la plate-forme électronique Telematico mise au point par la société italienne MTS (*Mercato dei Titoli Stato*). MTS a été fondée en 1988 et privatisée en 1997 et elle a créé le premier marché électronique européen traitant des obligations d'État. En 1998, une société distincte, *EuroMTS*, a été constituée. Elle a entrepris de bâtir un système de négociation des obligations de référence de la zone euro, en utilisant la même technologie. La négociation sur *EuroMTS* a commencé le 9 avril 1999.

Dans un premier temps, seuls les titres d'État allemands, français et italiens, ont été négociés. Depuis lors, des obligations émises par la Belgique, la Finlande, la Grèce, les Pays-Bas, le Portugal, l'Espagne et l'Autriche sont venues s'y ajouter.

Il faut un encours minimum de 5 milliards d'euros pour admettre une obligation à la négociation sur *EuroMTS*. La liquidité du système est confortée par des obligations de tenue de marché.

Brokertec

Brokertec Global a été fondée en 1999. *Brokertec* réunit une société européenne et une société américaine constituant une seule plate-forme commune. La négociation sur *Brokertec* a débuté en juin 2000.

Brokertec fait appel à une technologie mise au point par le groupe suédois OM. Ce dernier est également propriétaire de la Bourse suédoise et a mis au point le système de négociation SAXESS, sur lequel repose l'alliance des bourses de valeurs nordiques NOREX.

Des titres d'État américains et européens (belges, néerlandais, français, allemand, espagnols et autrichiens) sont négociés sur *Brokertec*.

différence marquée, tout comme l'évolution de la situation budgétaire de ces différentes économies au cours des années 90.

Évolution des niveaux d'endettement

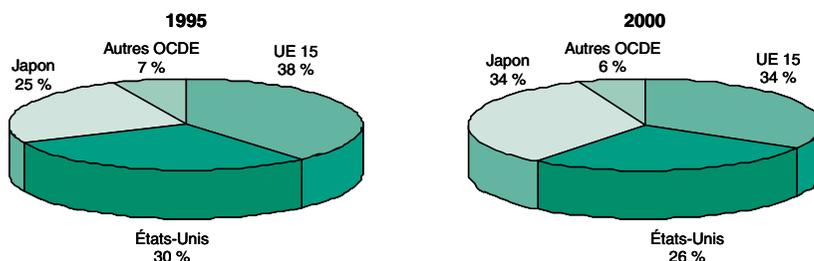
Durant les années 90, la Nouvelle-Zélande et l'Australie ont amélioré leur situation budgétaire, ce qui leur a permis de réduire l'encours de leur dette publique à la fin de la période. Ces deux pays ont par ailleurs dans le même temps commencé à constituer un portefeuille de titres de référence, en concentrant les émissions sur un nombre relativement peu élevé de titres, afin d'améliorer la liquidité de leur dette et de la rendre plus attrayante pour les investisseurs. L'encours de la dette de la Nouvelle-Zélande a considérablement augmenté en termes absolus entre 1991 et 1993, avant que l'amélioration de la situation budgétaire du pays ne stabilise son niveau d'endettement dans une fourchette relativement étroite pour le reste de la décennie. En Australie, l'encours de la dette a augmenté tout au long des années 90 ou presque et a connu son apogée en 1997, avant de décroître de manière significative vers la fin de la décennie en raison là encore de l'amélioration de la position budgétaire. L'encours des obligations publiques australiennes et néo-zélandaises a atteint respectivement l'équivalent de 10 à 15 % du PIB et de 15 à 25 % du PIB, sur pratiquement toute la période couvrant les années 90.

Dans le même temps, l'économie japonaise a été frappée par un certain nombre de maux qui ont nécessité une série de mesures économiques de grande ampleur. Alors qu'au début des années 90, on redoutait l'inflation, c'est la récession qui a fait son apparition durant la première moitié de la décennie avant de réapparaître en 1995, le yen s'étant rapidement apprécié. La fragilité de l'économie et l'accumulation de créances irrécouvrables ont contribué à la faillite de certaines institutions financières de premier plan. A la fin de la décennie, l'économie montrant des signes de déflation, la Banque du Japon a progressivement revu à la baisse ses objectifs en matière de taux d'intérêt.

Parallèlement, la dette du Japon a été en augmentation constante sur toute cette période, passant de près de 58 % du PIB en 1991 à environ 118 % du PIB en 1999, puis 104 % en 2000. Le marché des obligations de l'État japonais est en pleine expansion (graphique 4 et graphique 5). En 1999, ce marché est devenu – en termes absolus – le premier au monde, avec un encours de la dette de l'administration centrale de plus de 4 620 milliards de dollars des États-Unis, suivi par le marché américain avec quelque 3 665 milliards de dollars ; en 2000, les encours étaient de 4 321 milliards et 3 395 milliards, respectivement. Or, comme il est prévu que le déficit budgétaire rapporté au PIB reste élevé, les émissions obligataires japonaises devraient se tailler la part du lion du total des émissions nettes d'obligations d'État de la zone de l'OCDE dans les prochaines années.

Graphique 4. Dette de l'administration centrale des pays de l'OCDE

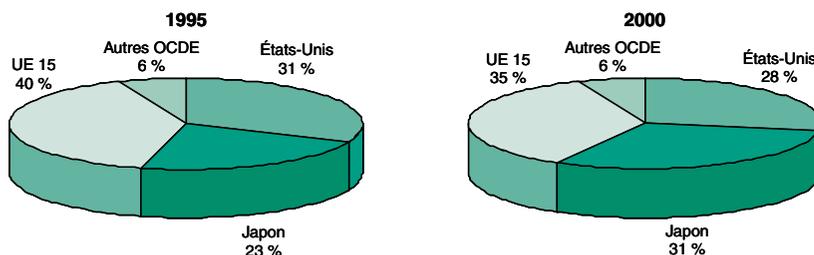
Encours à la fin de



Source : Dette de l'administration centrale, annuaire statistique, OCDE, 2001.

Graphique 5. Dette négociable de l'administration centrale des pays de l'OCDE

Encours à la fin de



Source : Dette de l'administration centrale, annuaire statistique, OCDE, 2001.

La dette publique joue un rôle analogue dans les trois pays. Elle représente un instrument à faible risque pour les investisseurs et elle est utilisée à des fins de couverture. Les courbes de rendement fournissent une référence pour la fixation des prix. En outre, la dette publique joue un rôle important dans la mise en œuvre de la politique monétaire.

Les marchés primaires et secondaires de la dette

Le marché primaire de la dette de chacun des pays de cette région présente des caractéristiques propres. Le Japon propose la plupart de ses titres publics au

moyen d'adjudications, le coupon, l'échéance et le montant nominal étant prédéterminés. En Nouvelle-Zélande, les titres sont vendus par voie d'adjudication au prix demandé et en l'absence de spécialistes en valeurs du Trésor ou de teneurs de marchés officiellement désignés. En Australie, les dates et les montants des offres compétitives ne sont pas annoncés à l'avance comme il est d'usage pour d'autres émetteurs publics.

Le *marché secondaire* de Nouvelle-Zélande se caractérise par l'existence de six à huit faiseurs de prix choisis par cooptation qui établissent les critères en matière de volume de transaction et d'écart entre prix offert et prix demandé. Le marché secondaire australien présente les mêmes caractéristiques, une dizaine d'intermédiaires de marché se mettant d'accord pour se proposer mutuellement en continu et proposer à leurs clients un double cours acheteur/vendeur. Au Japon, le nombre des courtiers en obligations dépasse 500.

Perspectives

L'influence de la situation budgétaire de ces trois émetteurs souverains de la région sur le marché et ses répercussions sur leurs politiques sont très différentes. En *Nouvelle-Zélande*, au milieu des années 90, on prévoyait de forts excédents budgétaires et par conséquent une réduction importante des émissions de titres publics. Toutefois, l'encours de dette n'a pas diminué et les projections actuelles laissent entrevoir un accroissement de l'encours de titres publics en termes nominaux, même s'il reste relativement stable en pourcentage du PIB.

L'*Australie* en est arrivée quant à elle à un stade où l'élimination de la dette brute pourrait être tout à fait envisageable dans les trois ou quatre prochaines années pour peu que la totalité des excédents budgétaires attendus soit affectée au remboursement de cette dette. Il s'ensuit un grand nombre de discussions autour de la nécessité de maintenir une courbe des rendements des titres souverains en l'absence de besoin de financement immédiat.

Contrairement à la Nouvelle-Zélande et à l'Australie, le *Japon* se trouve dans une situation de déficit budgétaire qui a nécessité des efforts pour rendre gérable un volume croissant de dette publique et faire en sorte que les investisseurs l'absorbent plus facilement tout en limitant les coûts de financement pour le gouvernement. Des changements ont été apportés pour accroître la liquidité, diminuer la charge fiscale et lisser la structure des échéances de la dette

VI. Tendances sur les marchés émergents de la dette

Dans les différentes régions émergentes, le développement des marchés obligataires a suivi des voies très diverses et il a atteint des stades différents. Au vu des disparités considérables existant de ce fait entre pays, il est très difficile, voire impossible, de donner une photographie détaillée et cohérente de ces mar-

chés. C'est pourquoi le chapitre 9 de la présente étude mettra l'accent sur les problèmes structurels et les questions d'ordre général auxquels sont confrontés de nombreux gestionnaires de la dette sur les marchés émergents.

Caractéristiques générales de leur stade de développement

Le stade de développement auquel sont parvenus les marchés émergents dans leur ensemble se caractérise de la manière suivante. Les États sont les principaux émetteurs sur tous les marchés locaux des titres d'emprunt. La plupart de ces marchés ne sont liquides que sur les échéances courtes. En d'autres termes, le marché monétaire fonctionne relativement bien, mais pas le marché obligataire. Quelques rares marchés ont lancé une gamme restreinte de produits dérivés. De plus, la plupart des marchés obligataires émergents se composent exclusivement d'instruments de la dette publique.

En *Asie*, les échéances des instruments activement négociés se concentrent sur la tranche de durée d'un an, à l'exception toutefois de certains titres de sociétés en Corée et en Malaisie. Les bons du Trésor sont prédominants en *Europe centrale*. En *Amérique latine*, seul le Chili émet depuis quelque temps des obligations à taux fixe assorties d'échéances à plus long terme. Le Mexique a émis ses premiers titres à taux fixe à trois ans en février 2000 et plus récemment, des obligations à taux fixe à 5 et 10 ans. (Des échéances plus longues sont disponibles depuis plus longtemps pour les obligations indexées à taux révisable.) En *Asie*, les instruments à taux fixe sont les plus courants, tandis que les instruments à taux révisable sont légion en Europe centrale et en Amérique latine. Néanmoins, plus récemment, quelques progrès ont été accomplis en ce qui concerne l'introduction d'instruments à taux fixe.

Alors qu'en Amérique latine et en Europe de l'Est, les obligations d'État ont été le fer de lance de la création des marchés, dans certains pays d'Asie, c'est le secteur des entreprises qui a ouvert la voie. C'est ainsi que l'on a assisté à une décreue et une disparition des obligations d'État en Malaisie et en Thaïlande avant la crise financière asiatique parallèlement à un gonflement des émissions obligataires de la Cagamas (société de refinancement hypothécaire) de Malaisie et des entreprises publiques thaïlandaises. Une autre caractéristique intéressante qui distingue les économies émergentes d'Asie de l'Est de celles de l'Amérique latine réside dans la plus forte propension à l'épargne dans la première de ces deux régions.

Conséquences du sous-développement des marchés financiers

Le sous-développement des marchés financiers ainsi que la faiblesse et l'inefficacité des infrastructures induisent des risques pour la stabilité financière, des coûts de transaction élevés, un reflux de la population d'investisseurs pour

les entreprises ainsi qu'un accroissement des risques d'investissement. L'incertitude plus forte qui entoure ces marchés est de nature à décourager l'investissement de capital ou à alourdir le coût de formation de capital. Les crises financières internationales de 1997-98 ont jeté une lumière crue sur les risques et les coûts associés au sous-développement des marchés des valeurs à revenu fixe, notamment sur le fait que le *sous-développement* des marchés a poussé à un recours excessif au financement auprès de banques nationales ou étrangères.

Contribution des marchés de valeurs à revenu fixe à la stabilité financière

L'expérience de l'OCDE tend à accréditer l'idée que des marchés développés des valeurs à revenu fixe contribuent à la stabilité générale. Plus précisément, les pays de l'OCDE estiment que l'existence d'un marché florissant des obligations de sociétés peut contribuer à la stabilité d'ensemble des marchés de capitaux. Cela s'explique pour une bonne part par le fait qu'un marché des obligations de sociétés qui fonctionne bien permet à de nombreuses sociétés de moins dépendre des financements bancaires et de diversifier plus facilement les modalités de couverture de leurs besoins de financement. En conséquence, les risques d'un recours éventuellement malsain aux prêts bancaires de la part du secteur des sociétés s'en trouvent réduits, ce qui limite une éventuelle source de fragilité financière.

La nécessité d'éviter de dépendre de façon excessive des systèmes bancaires est ainsi de plus en plus admises par les analystes et les pouvoirs publics des marchés émergents. Par exemple, l'Asian Policy Forum, réseau d'instituts de recherche axés sur l'action des pouvoirs publics a recommandé, dans son analyse des lendemains de la crise asiatique, que les pays de la région réduisent leur vulnérabilité aux crises futures en mettant au point des systèmes d'intermédiation par les marchés financiers, notamment le marché des obligations de société.

Mais surtout, la diversification des sources de financement peut contribuer à la stabilité des modes de financement des sociétés, y compris dans des situations extrêmes. Par exemple, durant les phases de rationnement rigoureux du crédit dans le secteur bancaire ou de véritable pénurie de crédit, l'impact d'une telle situation sur le financement des sociétés pourrait être atténué par l'existence d'un marché obligataire fonctionnant bien. Les investisseurs du marché obligataire ne sont sans doute pas soumis aux mêmes types de freins, comme la crainte de décalages des taux d'intérêt ou d'une insuffisance des fonds propres de nature à empêcher les banques d'accorder leurs concours.

L'une des grandes leçons que pratiquement tous les analystes ont tirée après la crise asiatique était que les schémas d'intermédiation financière tendaient à être caractérisés par des relations opaques d'initiés et que des sommes considérables d'argent changeaient de main en échappant totalement à la vigilance du

marché. La nécessité de communiquer régulièrement des informations aux investisseurs et de se soumettre à la surveillance du marché contribue non seulement à l'amélioration de l'intermédiation financière, mais encore à un comportement plus responsable de la part du secteur des sociétés.

Plus généralement, l'existence de marchés nationaux développés des valeurs à revenu fixe dotés de systèmes convenables d'évaluation des risques est importante pour la réduction des risques associés aux fluctuations rapides des flux de capitaux à court terme, que l'on qualifie de « capitaux fébriles ». Lorsque les marchés obligataires fonctionnent, on peut se procurer plus de ressources financières auprès des sources nationales, ce qui réduit la dépendance vis-à-vis des sources de financement extérieures.

Le rôle des pouvoirs publics dans le développement des marchés obligataires

Même si l'on s'accorde de plus en plus à penser qu'un marché actif des obligations de société peut être utile, il est tout aussi clair que ces marchés ne peuvent s'épanouir en l'absence des infrastructures convenables. Cela met en relief l'importance des marchés des titres publics et le rôle des autorités. Les pouvoirs publics jouent en effet un rôle déterminant en faveur du développement des marchés des valeurs à revenu fixe. Dans bien des pays, ce sont les administrations publiques qui sont les principaux fournisseurs de ce type d'instruments. L'existence d'une courbe de référence des rendements des titres d'État facilite la détermination du prix des obligations de sociétés. Les pouvoirs publics favorisent également le développement des marchés des valeurs à revenu fixe à travers leur rôle d'autorités de tutelle de ces marchés. L'une de leurs grandes responsabilités consiste à veiller au respect des normes de conduite du marché de la part des intervenants, notamment des règles relatives à la transparence et à la communication financière.

Développer un marché des titres d'État qui fonctionne bien suppose de mettre en place les éléments importants de l'infrastructure financière, ce qui facilite par là-même le développement du marché des obligations de sociétés du secteur privé. L'accent mis sur la gestion de la dette et l'amélioration des structures de gestion de la dette, ainsi que l'établissement de références en matière de taux d'intérêt, de liquidité et de change ont contribué à améliorer la transparence, la prévisibilité et la liquidité des marchés des titres d'emprunt à taux fixe dans les pays de l'OCDE et notamment des obligations de sociétés.

VII. Excédents budgétaires et diminution de la dette publique : problèmes pour les pouvoirs publics

Récemment encore, de nombreux gouvernements des pays de l'OCDE (à l'exception notable du Japon) ont dégagé des excédents budgétaires ou enregis-

tré une forte diminution de leurs déficits. Cela a réduit les besoins d'emprunt net des administrations publiques, ce qui occasionne un recul de l'offre d'émissions obligataires. Ainsi, il est arrivé plusieurs fois, récemment, qu'une forte demande se trouve confrontée à une diminution de l'offre, provoquant une pénurie de certaines obligations recherchées et, partant, les classiques dysfonctionnements en matière de détermination des prix.

Techniques d'amélioration de la liquidité en période d'excédents

Si la diminution de l'offre d'obligations et de l'encours de la dette brute se matérialise, les gestionnaires de la dette des pays de l'OCDE resteront évidemment confrontés aux conséquences politiques de la faible liquidité des marchés de référence traditionnels¹⁵. La diminution des besoins d'emprunt et ses répercussions sur certains segments du marché ont conduit les gouvernements d'un certain nombre de pays à annoncer ou à appliquer déjà une réduction du volume et de la fréquence de leurs adjudications, voire à les supprimer, à mettre en place des programmes de rachat, des adjudications à l'envers ainsi que des conversions de titres (y compris des opérations d'abondement d'émissions existantes ou émissions de nouvelles tranches d'obligations). La plupart de ces programmes visent des titres faiblement liquides, de façon à stimuler la liquidité globale des marchés de la dette ; par exemple, les opérations de rachat sont utilisées pour restructurer l'encours de la dette (principalement pour lisser le profil de remboursement de la dette et tempérer l'augmentation du volume des émissions). A titre de solution de rechange aux rachats massifs, certains gouvernements pourraient utiliser leurs excédents budgétaires à venir pour acquérir des actifs financiers, par exemple des devises ou des effets publics.

Dans leur effort de restructuration de leur portefeuille, de nombreux offices de gestion de la dette des pays de l'OCDE ont utilisé des techniques analogues de gestion durant les périodes d'excédents et de diminution de la dette. Leur objectif général est d'améliorer la liquidité et de concentrer la dette nouvelle et l'encours de la dette sur des émissions de référence, moins nombreuses, mais d'un volume supérieur. A cet effet, toute une panoplie de techniques a été utilisée, notamment la réduction des émissions nouvelles, l'élimination de certaines échéances, la diminution de la fréquence des adjudications, les émissions de nouvelles tranches de titres existants, l'arrêt ou la limitation des émissions d'instruments indexés, l'augmentation des émissions de titres à court terme, des opérations de rachat, etc. (voir le tableau 10 pour un aperçu de ces techniques).

Le principal défi pour les gouvernements dégageant des excédents budgétaires va consister à gérer le recul de la dette de façon à préserver autant que possible les nombreux avantages actuels de la profondeur de leurs marchés de la dette

Tableau 10. **Techniques de gestion de la dette pour améliorer la liquidité de quelques marchés des titres publics des pays de l'OCDE**

Techniques de gestion de la dette	États-Unis	Australie	Nouvelle-Zélande	Norvège	Suède	Royaume-Uni
Réduction des émissions nettes	X	X			X	X
Concentration sur des émissions de référence	X	X	X	X	X	X
Élimination de certaines échéances	X	X	X	X	X	X
Abondement d'émissions existantes	X	X	X	X	X	X
Rachat anticipé de la dette en cours par des adjudications inverses	X	X	X		X	X
Réduction ou élimination des émissions indexées sur l'inflation	X	X	X			X
Augmentation des émissions de bons à court terme de diverses échéances	X				X	
Rachat permanent de titres d'emprunt proche de l'échéance proposés par les investisseurs		X	X			X
Vente ou achat de titres entre deux adjudications						
Émissions ou retraits en continu		X		X	X	X
Guichet ouvert		X	X	X	X	X
Recours à des échanges financiers pour couvrir le risque de taux d'intérêt sur le marché national		X	X			
Recours à des échanges financiers pour couvrir le risque de change		X	X			X
Recours à des échanges financiers pour accroître les émissions en monnaie nationale tout en créant une dette en devises		X	X		X	
Recours à des échanges de dettes		X	X		X	X
Recours à des adjudications de conversion						X

Source : United States General Accounting Office, novembre 2001

publique. Dans un contexte d'excédents budgétaires, deux questions générales se posent pour les finances publiques.

Avantages et inconvénients du règlement intégral de la dette publique

Tout d'abord, la question des avantages et des inconvénients du règlement intégral de la dette publique. Certains gestionnaires de la dette affirment que le remboursement intégral de la dette publique n'est pas souhaitable. Cette idée s'appuie sur le raisonnement selon lequel un volume minimal d'émissions est nécessaire pour conserver l'infrastructure du marché de la dette publique et mini-

miser le coût *futur* des emprunts, d'autant qu'on prévoit un retour aux déficits à court terme. Le maintien d'un endettement brut minimal éviterait d'avoir à supporter le coût de la reconstruction du marché de la dette publique au cours des prochaines décennies – au moment où l'on prévoit que les besoins d'emprunt occasionnés par le vieillissement des populations provoqueront une augmentation de l'endettement net.

Ainsi, il peut être nécessaire de conserver un niveau minimal d'endettement public brut sur un marché liquide même si l'on réduit la dette publique nette. Comme on vient de le voir, le rachat de titres moins liquides, les conversions de titres et les changements apportés aux calendriers d'émissions servent à maintenir la liquidité des marchés de la dette même lorsque les volumes émis décroissent. Même si l'endettement net était ramené à zéro, les gouvernements continueraient d'alimenter des marchés de la dette, plus restreints mais liquides, en investissant les excédents publics dans des actifs financiers privés (nationaux ou étrangers). Certains émetteurs ont indiqué quel était le niveau d'endettement minimal qu'ils considéraient comme suffisant pour maintenir la liquidité du marché de la dette publique, afin de pouvoir continuer d'émettre sur quelques segments de référence et de soutenir des marchés de titres privés qui s'appuient sur le compartiment de la dette publique, comme les marchés dérivés.

D'autres gestionnaires de la dette publique ont affirmé que, malgré les éventuels coûts initiaux d'un retour des pouvoirs publics sur les marchés des capitaux, ces coûts pourraient être compensés par les nombreux avantages suscités pour l'économie dans son ensemble par la suppression de la dette détenue par le public. La suppression de la dette publique permettrait d'accroître l'épargne nationale et de dégager des fonds pour des utilisations privées. Les particuliers devraient assister à un recul des coûts relatifs des prêts hypothécaires, des prêts automobiles et autres prêts à la consommation à long terme grâce au relâchement de la pression exercée sur les taux d'intérêt. Pour les entreprises, dans la mesure où la diminution des emprunts de l'État libère plus de fonds pour le secteur privé, le coût du capital devrait diminuer en termes relatifs. Les ressources supplémentaires qui en découleront devraient permettre un accroissement de la productivité et une progression de la production, donc une augmentation des bénéfices. Et bien entendu, le gouvernement économisera également sur les coûts que représente le versement des taux d'intérêt.

La dette privée peut-elle remplir toutes les fonctions utiles de la dette publique ?

Ensuite, les opinions sont partagées sur la question de savoir si la dette privée peut remplir toutes les fonctions utiles de la dette publique. Certains gestionnaires de la dette et d'autres analystes affirment que les titres des sociétés très bien notées ou les instruments d'organismes d'intérêt public à capitaux privés *ne peu-*

vent pas acquérir le même statut que la dette publique et ne peuvent donc pas constituer de nouvelles références satisfaisantes susceptibles de remplacer ce taux sans risque. Cela peut alors entraver la détermination des prix des actifs privés et peser sur l'évolution des marchés des titres de sociétés (produits dérivés inclus).

D'autres analystes estiment que certaines catégories d'obligations de sociétés très bien notées peuvent remplir les mêmes fonctions que la dette publique malgré un risque de crédit (un peu) plus élevé. Aux États-Unis, les courbes de rendements des titres d'organismes d'intérêt public et celles des taux des échanges financiers servent fréquemment de référence pour la détermination des prix. Les intervenants du marché pourraient utiliser des techniques de nantissement ou employer des garanties implicites fournies par le gouvernement pour améliorer la notation de certains types d'instruments de la dette privée (réduisant ainsi le risque de crédit). Cela pourrait faire de ces titres des substituts proches des titres de la dette de l'administration centrale, du point de vue de leurs caractéristiques de risque. En la matière, les émissions de titres d'institutions d'intérêt public sont des obligations adossées (indirectement) à des hypothèques privées ou à des emprunts du secteur public et elles sont assez comparables à des titres de la dette publique. Les organismes américains d'intérêt public comme Fannie Mae et Freddie Mac bénéficient d'un avantage en termes de financement du fait de la garantie apparente de l'État fédéral, tandis que les émetteurs de Pfandbriefe allemands et d'obligations foncières françaises semblent avoir principalement bénéficié de la sévérité de leur réglementation, du caractère strict des normes régissant leur nantissement et de leur excellente rémunération passée. Les émetteurs sur ces marchés reprennent de plus en plus à leur compte les bonnes pratiques des marchés primaires et secondaires des titres de la dette publique. Ils émettent à intervalles réguliers un volume assez important d'obligations assorties d'un nombre restreint d'échéances, de façon à créer des marchés liquides : autrement dit, ils mettent en place des obligations de référence, en utilisant parfois des techniques de vente telles que les adjudications.

Enfin, comme le soulignent certains analystes, même si les caractéristiques de risque et de liquidité des titres de la dette privée (ou des titres d'organismes d'intérêt public) diffèrent (quelque peu) de celles de la dette publique, ces titres peuvent remplir *certaines* de ses fonctions. Ainsi, sur le marché des obligations de sociétés américaines, on assiste à la création de nouvelles références liquides. Ces émissions de référence peuvent être utilisées à des fins de couverture et pour déterminer les prix d'autres instruments de la dette privée. De même, certaines opérations de trésorerie et de financement à court terme se reportent vers des solutions de rechange au marché des bons du Trésor des États-Unis et au marché des opérations de pension. Il convient également de noter qu'un substitut efficace des taux d'intérêt sans risque ne doit pas nécessairement être un ins-

trument lui-même sans risque. Dès lors que les primes de risque intégrées dans le taux de substitution (par exemple, des taux à terme) sont facilement prévisibles, il est possible de calculer le taux sans risque¹⁶. Toutefois, il semble justifié d'affirmer que, tout bien considéré, il n'existe pas encore de substituts viables des titres de la dette publique pour les échéances éloignées¹⁷.

VIII. L'importance croissante des systèmes de négociation électronique sur les marchés primaires et secondaires

De plus en plus, les procédures et techniques de gestion de la dette publique s'appuient sur de nouveaux systèmes électroniques, aussi bien sur les marchés primaires que secondaires.

Les marchés primaires et les systèmes électroniques

Le recours à des systèmes électroniques sur le *marché primaire* (chapitre 4) est destiné à 1) la réalisation d'adjudications par voie électronique (parfois aussi au traitement des opérations de rachat ou de conversion) ; 2) la réalisation d'opérations consortiales et 3) l'émission directe de titres destinés à des petits investisseurs. Un nombre croissant d'émetteurs utilisent des *systèmes d'adjudication par voie électronique*. L'automatisation des procédures d'adjudication présente un gain d'efficacité par rapport aux procédures manuelles, dans la mesure où elle améliore leur rapidité, leur fiabilité et leur rentabilité. De plus, parallèlement à la publication de calendriers d'adjudications, l'introduction des systèmes d'adjudication électronique a renforcé la transparence. Toutes ces améliorations de la structure des marchés primaires sont importantes pour les émetteurs parce qu'ils sont confrontés à une intensification de la concurrence. On distingue habituellement trois types de systèmes destinés au marché *primaire* : les systèmes de soumission d'enchères concurrentes (l'émetteur s'adressant à l'opérateur), les systèmes de commercialisation en ligne (les opérateurs sollicitant les clients) et les systèmes d'émission primaire directe (l'émetteur s'adressant aux clients).

Les adjudications constituent le mode d'émission le plus couramment utilisé. Toutefois, à la suite de l'introduction de l'euro, un certain nombre de pays de l'UE (notamment les plus petits) ont introduit la technique des *émissions consortiales* en complément aux adjudications. Ce mode d'émission est efficace, car il permet de parvenir très rapidement à la mise en circulation d'un volume important de titres. La constitution d'un carnet d'ordre électronique facilite les émissions consortiales. Toutefois, les expériences à ce jour indiquent que les contacts entre les équipes de commercialisation et les investisseurs restent très importants, même s'il est techniquement possible d'introduire directement des offres dans le système.

Un problème spécial lié aux placements par voie électronique est celui de *l'émission directe auprès des petits investisseurs*. Les évolutions technologiques – notamment l'Internet – permettent aux émetteurs de s'adresser directement aux petits investisseurs. Jusqu'ici, seuls quelques pays ont fait usage de cette possibilité. La considération essentielle en la matière réside dans les coûts. En conséquence, les différents systèmes électroniques de commercialisation directe auprès des petits investisseurs correspondent à différentes stratégies de réduction des coûts.

Un important problème stratégique concernant les émissions électroniques réside dans la capacité de toucher directement une population plus large d'investisseurs. Élargir cette participation des investisseurs contribue en effet à abaisser les coûts d'emprunt. Parallèlement au phénomène de mondialisation des marchés de capitaux et à la mise en place du marché obligataire de la zone euro en particulier, les émetteurs se préoccupent de plus en plus de toucher une population d'investisseurs à la fois large et diversifiée dans sa composition. L'un des problèmes les plus débattus dans ce contexte réside dans le rôle futur des spécialistes en valeurs d'État. Pour le moment, la participation aux adjudications est réservée aux banques et, dans de nombreux pays, à un groupe choisi de spécialistes en valeurs d'État qui jouent un rôle déterminant dans la distribution des obligations aux investisseurs finaux.

A l'avenir, l'amélioration et le perfectionnement des systèmes d'adjudication électronique devraient permettre aux institutions de soumissionner directement lors des adjudications. Certains émetteurs ont annoncé que leur objectif était de parvenir à une éligibilité « par un simple clic ». Le Trésor des États-Unis a récemment décrit sa vision d'un avenir dans lequel un soumissionnaire peut se rendre sur le site Web d'un émetteur pour apporter les renseignements nécessaires à son identification, obtenir le concours des institutions financières qui garantiront le paiement et obtenir l'accès au système d'adjudication (le tout en une seule journée). « Pas de papier, pas de plis scellés, pas de grande cérémonie, juste quelques démarches toutes traitées en toute sécurité par voie électronique »¹⁸.

Marchés secondaires électroniques

L'impact des systèmes de négociation électronique (SNE) sur les *marchés secondaires* constitue une autre évolution importante (chapitre 5). Le développement des SNE est inévitable et il va remodeler les marchés des valeurs à revenu fixe. Ces systèmes sont de nature à renforcer les marchés nationaux en améliorant l'accès et la notoriété.

On distingue différents types de SNE, dont les systèmes régis par les intermédiaires, les systèmes de rapprochement des ordres, les systèmes de soumis-

sion et d'enchères concurrentes. Le choix d'un système nécessite la prise en compte, entre autre, de la participation, des obligations de tenue de marché, des diffuseurs d'informations financières, des alliances internationales, ainsi que la consultation des spécialistes en valeurs d'État. On distingue généralement deux types de systèmes de négociation du marché *secondaire* : des systèmes à opérateur(s) unique ou multiples (composite) tournés vers le client et des systèmes de rapprochement croisé des ordres (entre opérateurs et entre clients).

Ce domaine connaît une évolution extrêmement rapide et on ignore quel modèle va s'imposer. Le nombre et les types des SNE de valeurs à revenu fixe se multiplient rapidement. Les marchés et les pouvoirs publics devront s'adapter à cette nouvelle réalité. On observe plusieurs facteurs plaçant pour le recours accru aux SNE. Premièrement, le progrès technologique. Il hâte la mondialisation des marchés et permet la création de réseaux de communication moins onéreux. Il renforce les mécanismes de formation des prix ainsi que la sécurité et permet de transférer des informations à moindre frais et en temps voulu. Deuxièmement, la transparence. Auparavant, les marchés des valeurs à revenu fixe manquaient de transparence, car les opérateurs se réservaient un accès privilégié à l'information. Les SNE facilitent l'accès à l'information, réduisent l'asymétrie de l'information et permettent à l'ensemble du marché d'intégrer en temps réel des renseignements relatifs à la négociation. Troisième facteur important, la réduction des coûts. Les SNE permettent à l'ensemble des parties impliquées (commercialisation, négociation, suivi administratif et comptable) de réduire leurs coûts. Ils sont particulièrement intéressants pour des marchés de valeurs mobilières sur lesquels seul le prix compte, comme les marchés des obligations d'État, auxquels on peut accéder à moindres frais.

Certains types de valeurs s'échangent sur plusieurs plates-formes électroniques. Par conséquent, il est quelquefois difficile d'évaluer la pénétration de marché des SNE. Quoi qu'il en soit, le marché de gré à gré représente manifestement toujours une part de marché importante. Cela peut s'expliquer en partie par les entraves à l'accès au marché, mais aussi par des préférences des investisseurs (pour les grosses transactions complexes, par exemple, les investisseurs institutionnels semblent préférer négocier directement avec les opérateurs).

Les SNE s'adressent essentiellement aux opérateurs. Dans la plupart des cas, les investisseurs institutionnels n'y ont pas directement accès. Cette lacune devrait être comblée par des systèmes de courtage électronique ou par des systèmes reliant le client à l'opérateur. L'intermédiation devrait garder une place importante, dans la mesure où les SNE ne se substituent pas aux intermédiaires spécialisés.

Problèmes de réglementation

Le statut juridique des systèmes de négociation électronique diffère selon les pays. Dans certains pays, les SNE ont un statut de marché officiel (réglementé), tandis que dans d'autres, ils sont assimilés à des intermédiaires. Ces divergences posent le problème de la nécessaire égalité des chances. Même si la transparence est essentielle et si elle devrait naturellement aller en s'améliorant, son renforcement pourrait néanmoins nécessiter l'intervention des pouvoirs publics. Autres problèmes d'ordre réglementaire, l'établissement de normes d'accès, de participation et de fonctionnement du marché, ainsi que la question de la solidité du marché, c'est-à-dire la réduction des risques systémiques et des risques de crédit.

Impact sur la liquidité du marché

L'impact sur la liquidité du marché des plates-formes de négociation électronique régies par les ordres suscite également des préoccupations. On a en effet affirmé que les carnets d'ordres électroniques seraient sujets à une « liquidité de circonstance », c'est-à-dire une liquidité suffisante en temps normal mais susceptible de se détériorer sensiblement lorsque le marché est en difficulté. En période de perturbation du marché, les analystes ont mis en évidence une tendance à supprimer du carnet les ordres limités, qui sont la source de liquidité en dernier ressort des systèmes régis par les ordres. Fondamentalement, la grande question est de savoir si l'ampleur de cette contraction de la liquidité est plus importante que les réticences des opérateurs des marchés régis par les prix à fournir de la liquidité en période de tensions.

Selon certains analystes, la liquidité de nombreux marchés financiers aurait pâti de la fragmentation des opérations de négociation résultant de la percée des SNE¹⁹. Cela étant, il semblerait que l'hypothèse de la fragmentation du marché concerne surtout l'impact des SNE sur les marchés d'actions centralisés. La situation est différente pour les marchés des valeurs à revenu fixe, car ils sont déjà moins centralisés que les marchés d'actions. En fait, certains affirment même que les SNE favorisent la centralisation des marchés des valeurs à revenu fixe. C'est dans ce sens qu'agit le développement de systèmes à opérateurs multiples et de systèmes de rapprochement croisé des ordres. Cette évolution tend à gonfler le pool de liquidités. De même, la concurrence pour la liquidité entraîne une diminution du nombre de systèmes de négociation et accentue l'effet de centralisation. Cet aspect est particulièrement ostensible dans la zone euro, où les systèmes électroniques MTS d'intermédiaires en valeurs d'État ont été mis en place sur la base d'une technologie commune. Aux États-Unis, les opérateurs sont également incités à concentrer les liquidités sur un nombre plus restreint de plates-formes.

IX. L'organisation des offices de gestion de la dette

La tendance à privilégier l'autonomie opérationnelle

Un nombre croissant d'États de l'OCDE accordent plus d'autonomie à la *composante opérationnelle* de leur dispositif de gestion de la dette (chapitre 6). Il s'agit de mettre en œuvre les mesures de gestion de la dette de façon plus autonome par le biais d'offices de gestion de la dette. Il *ne s'agit donc pas* de la même indépendance que celle dont jouissent les banques centrales, qui sont habilitées à définir et mettre en œuvre la politique monétaire. Cette autonomisation se traduit quelquefois par la séparation de l'Office et du ministère des Finances (ainsi que de la Banque centrale). D'autres pays optent pour la création d'une entité séparée au sein du ministère des Finances ou de la Banque centrale (sans nécessairement en partager les locaux). Malgré la diversité observée au niveau de l'implantation et d'autres caractéristiques institutionnelles des offices de gestion de la dette, on s'accorde généralement sur le fait que ces organismes devraient bénéficier d'une autonomie suffisante par rapport à la sphère politique et s'occuper principalement des aspects opérationnels de la gestion de la dette souveraine. De même, la nécessité de séparer clairement la gestion de la dette de l'État et la mise en œuvre de la politique monétaire (qui incombe à la Banque centrale) fait l'unanimité. Dans le cas contraire, les décisions relatives à la gestion de la dette pourraient être perçues comme ayant été influencées par des informations confidentielles sur les taux d'intérêt.

Les raisons d'une plus grande autonomie

Plus particulièrement, les raisons qui sous-tendent la création d'offices de gestion de la dette plus autonomes vis-à-vis du ministère des Finances (qui détient le pouvoir politique et budgétaire) et des banques centrales sont diverses : 1) clarification de la chaîne de responsabilité et renforcement de la transparence ; 2) perfectionnement des techniques de gestion financière en général et de gestion de la dette en particulier, en tenant compte de l'importance croissante du contrôle des risques ; et 3) résolution des problèmes de recrutement et de fidélisation de spécialistes de la finance au sein des administrations centrales (ce qui peut s'avérer particulièrement difficile pour un ministère des Finances, qui se doit de donner le bon exemple aux autres ministères en matière de rigueur salariale).

Ces dernières années notamment ont été marquées par la création d'un nombre croissant d'offices *autonomes* de gestion de la dette dans les pays de l'OCDE. En dehors de la Suède (qui s'est dotée d'un office de gestion de la dette dès le XVIII^e siècle) et de la Finlande (où sa création remonte au XIX^e siècle), de tels bureaux ont fait leur apparition en Allemagne, en Australie, en Autriche, en

Belgique, en France, en Grèce, en Hongrie, en Irlande, en Islande, en Nouvelle-Zélande, aux Pays-Bas, au Portugal et au Royaume-Uni.

Autres fonctions des offices autonomes de gestion de la dette publique

Ces offices peuvent avoir d'autres fonctions que la gestion de la dette, comme la *gestion de trésorerie* (fonction importante de l'office britannique) et la gestion des *dettes éventuelles* (mission traditionnelle de l'office suédois). En fait, l'expérience des différents pays montre qu'un grand nombre d'activités gagnent à être mises en œuvre conjointement à la gestion de la dette.

Récemment, la tendance à l'autonomisation des offices de la dette publique s'est accompagnée d'un souci croissant *d'évaluation et de gestion de risques*. La fonction de gestion des risques est désormais l'une des caractéristiques centrales des offices de la dette publique de nombreux pays de l'OCDE. Cette fonction de contrôle des risques est dans bien des cas organisée sous la forme d'un *service de gestion des risques* distinct qui relève des activités de suivi du marché.

X. Utilisation de produits dérivés par les gestionnaires de la dette et les intervenants du marché

Pour de nombreux États souverains, les produits dérivés sont devenus d'importants instruments de gestion des risques relatifs aux opérations de gestion de la dette et d'amélioration du profil de la dette (voir chapitre 2). Les intervenants du marché et les gestionnaires de la dette ont de plus en plus recours aux instruments dérivés pour apprécier l'orientation du marché, tout en les utilisant pour construire des courbes de rendement²⁰. Le recours à ces instruments par les intervenants renforce la liquidité du marché secondaire des titres d'État. En général, les produits dérivés et les instruments de gestion de risques peuvent être utilisés par les gestionnaires de la dette comme par les intervenants du marché pour protéger la valeur d'un investissement ou pour modifier favorablement les caractéristiques d'éléments d'actif ou de passif

Les raisons pour les pouvoirs publics de recourir aux instruments dérivés

Les instruments dérivés sont souvent utilisés par les émetteurs souverains pour réduire les coûts d'emprunt attendus. Les opérations sur instruments dérivés servent aussi à modifier l'ampleur et le type de risques encourus par les pouvoirs publics. Récemment, ce sont les raisons suivantes qui ont stimulé le recours aux instruments dérivés par les gestionnaires de la dette²¹. Premièrement, l'utilisation de ces instruments a bénéficié d'un coup de fouet dû aux récents excédents budgétaires et à la réduction correspondante de la dette, car cela a permis de mieux distinguer les objectifs de la gestion optimale des risques et de l'amélioration de la liquidité. Par ailleurs, le rôle de plus en plus important de l'euro a

facilité l'utilisation des instruments dérivés par les gestionnaires de la dette. Enfin, la tendance à l'autonomisation des offices de gestion de la dette publique et le recours à des portefeuilles de référence encouragent également une utilisation plus active des contrats dérivés.

Les titres démembrés

Cela étant, tous les gestionnaires de la dette des pays de l'OCDE ne participent pas activement ou directement aux opérations sur le marché des produits dérivés. Les États-Unis par exemple ont lancé en 1985 le marché des *Separate Trading of Registered Interest and Principal of Securities* (STRIPS – titres démembrés). Les STRIPS sont des titres sans coupon dérivés d'instruments du Trésor. Mais le Trésor des États-Unis n'émet ni ne vend directement de STRIPS aux investisseurs. Bien que les contrats de produits dérivés de titres du Trésor s'échangent activement de gré à gré et sur des marchés organisés, ce sont les bourses de valeurs, les opérateurs sur obligations et les investisseurs qui s'occupent directement de leur émission, de leur acquisition ou de leur cession.

Les titres démembrés peuvent également servir à améliorer le fonctionnement des marchés primaires et secondaires de la dette. Actuellement, de nombreux gestionnaires de la dette des pays de l'OCDE les utilisent. Grâce à la séparation des paiements de coupons et du versement du capital d'une obligation d'État à l'échéance, les investisseurs peuvent acheter indépendamment des titres représentatifs de séries distinctes d'échéances en intérêts ou en capital. Cette caractéristique des titres démembrés accroît la demande de titres d'État, en permettant à certains investisseurs institutionnels (comme les fonds de pension) de générer des flux de trésorerie futurs qui correspondent mieux à leurs engagements.

Aperçu des principaux instruments dérivés

Les contrats à terme (standardisés ou non) permettent de se couvrir contre des risques. Les *options* sont également devenues des instruments de gestion des risques indispensables. La corrélation habituellement forte entre le rendement des emprunts souverains et celui des titres d'emprunt privés implique que les titres d'État peuvent être utilisés pour se couvrir contre les risques de taux d'intérêt en général. Un type particulier d'opération à terme intervient sur le *marché des titres en attente d'émission*, où des titres d'État sont vendus avant et juste après les adjudications, mais avant que le règlement ne soit effectué. Le fait que les opérateurs soient autorisés à distribuer les émissions avant leur adjudication contribue à étoffer le marché primaire. Le fonctionnement du marché secondaire peut également être amélioré en aménageant de nouveaux modes de distribution avant

adjudication et en encourageant le processus de détermination anticipée des prix dans la perspective des adjudications.

Les *échanges financiers* sont des instruments de gestion de risques simples mais importants, qui sont utilisés depuis longtemps par les gestionnaires de la dette. Au Danemark par exemple, l'administration centrale a utilisé les échanges financiers pour réduire le coût de sa dette ainsi que pour gérer la pondération des devises et les risques de taux d'intérêt de l'encours de la dette. Le Canada utilise régulièrement les contrats d'échange de devises sur obligations nationales dans le cadre de la gestion de ses réserves de change.

Liquidité des marchés au comptant et sur instruments dérivés

Une question fondamentale à laquelle sont confrontés les gestionnaires de la dette et les intervenants du marché est la relation entre la liquidité du marché au comptant et celle du marché dérivé pour les instruments de la dette publique, notamment dans le cadre de l'utilisation de contrats à terme et de contrats d'échanges à des fins de négociation et de couverture. Il existe deux grands types de relations²². Le premier lien se fonde sur un *effet de complémentarité*, qui établit une corrélation positive entre la liquidité des deux marchés, les transactions au comptant entraînant une augmentation des opérations de couverture sur le marché à terme. Le second lien dérive du fait que les émissions sur le marché au comptant (notamment de titres de référence) peuvent se *substituer* aux contrats à terme, dans la mesure où les deux marchés sont exposés aux mêmes risques sous-jacents. Dans ce cas, la liquidité présenterait une relation inverse entre les deux marchés. Des éléments indiquent la présence de ces deux effets sur les marchés de la dette publique des différents pays²³. Aux États-Unis par exemple, le volume des transactions sur le marché au comptant tend à diminuer à mesure que l'échéance augmente, alors que l'on constate l'inverse sur le marché à terme. Au Canada, il existe une corrélation positive entre le volume du marché au comptant et celui du marché à terme. Au Japon, lors de la création du compartiment des instruments à terme à la Bourse de Tokyo, les transactions au comptant sur le titre de référence à 10 ans se sont reportées sur le marché à terme correspondant.

L'évolution de l'équilibre entre marchés au comptant et marchés dérivés

Les récents développements structurels des marchés au comptant ont un impact considérable sur les marchés dérivés. Sur le marché au comptant des États-Unis, le titre de référence n'est plus l'obligation à 30 ans mais celle à 10 ans. Par voie de conséquence, les positions sous forme de contrats à terme sur obligations à 10 ans sont désormais plus importantes que sous forme de contrats sur obligations à 30 ans²⁴. En outre, des signes indiquent que les intervenants des marchés américains recourent de plus en plus aux contrats à terme sur les titres

émis par des *Government-sponsored agencies* (institutions financières spécialisées d'intérêt public à capitaux privés) ainsi qu'aux échanges de conditions d'intérêt de gré à gré basés sur le LIBOR. Comme on l'a vu précédemment, cette évolution traduit la récente tendance des instruments du marché au comptant, comme les titres émis par les *Government-sponsored agencies* et les dépôts bancaires, à remplacer progressivement les titres du Trésor des États-Unis à certains égards.

L'existence d'importants déséquilibres entre le marché au comptant et les positions sur marché à terme est susceptible de favoriser d'éventuelles manipulations. L'introduction de l'euro par exemple a accentué les déséquilibres engendrés par l'utilisation largement répandue dans la zone euro des contrats à terme sur les obligations allemandes à 10 ans à des fins de gestion de risques par rapport au volume relativement limité d'obligations supports activement négociées sur le marché au comptant. Ce déséquilibre s'est soldé par plusieurs pénuries, dont la dernière date de mars 2001²⁵.

XI. Conclusions

Standardisation et convergence des politiques de la dette publique

La *standardisation* de la politique de la dette publique, induite par l'intégration internationale des marchés de capitaux et l'augmentation correspondante de la concurrence pour obtenir les moyens de financement les moins onéreux, a suscité une *convergence* croissante des politiques de gestion de la dette publique dans la zone de l'OCDE. On peut dire en résumé que les traits essentiels de ces orientations constituent les *pratiques exemplaires sur les marchés primaires et secondaires*.

Une diminution des besoins d'emprunt des administrations publiques et de la dette publique

Dans de nombreux pays, la politique de la dette publique a été adaptée à une situation de diminution des besoins d'emprunt des administrations publiques et de la dette publique. Cette diminution des besoins d'emprunt ainsi que l'intensification de la concurrence ont poussé les pays de l'OCDE à recourir à diverses techniques de stimulation de la liquidité, notamment la réduction des émissions nouvelles, l'élimination de certaines échéances, l'abaissement de la fréquence des adjudications, l'abondement d'émissions existantes, l'arrêt ou la limitation des émissions d'instruments indexés, l'augmentation des émissions de bons à court terme, des opérations de rachat et de conversion, etc. Cela s'est traduit par une diminution du nombre d'obligations en circulation et une concentration des émissions sur un plus petit nombre d'échéances phares. En assurant une offre convenable de titres pour chaque échéance, les émetteurs soutiennent la liquidité des marchés secondaires.

Dans de nombreux pays de l'OCDE dont la dette publique diminue, des références de substitution pour la détermination des prix sont apparus. Aux États-Unis et dans d'autres pays, ce sont les courbes des émissions d'organismes d'intérêt public et des échanges financiers qui servent régulièrement de références pour la détermination des prix, et même les émissions de sociétés bien notées commencent à assumer des fonctions de référence. Dans la zone euro, on a pu également observer le remplacement des contrats à terme et options sur titres d'État nationaux, ainsi que du marché national des échanges financiers par les marchés très liquides des instruments dérivés libellés en euro. Cela étant, tous les pays enregistrant une diminution de leur dette publique n'ont pas eu tout à fait la même expérience. Certains, comme le Canada, ont pu constater que le niveau des émissions des organismes d'intérêt public est bien moindre et que ce compartiment ne jouit pas de la même liquidité que celui des titres de la dette publique.

Marchés primaires électroniques

Les systèmes électroniques sont de plus en plus utilisés dans le cadre des *marchés primaires* (chapitre 4). L'automatisation des procédures d'adjudication présente un gain d'efficacité par rapport aux procédures manuelles, dans la mesure où elle améliore leur rapidité, leur fiabilité et leur rentabilité. L'amélioration des systèmes d'adjudication électronique est donc importante pour la simplification de la soumission des offres, ce qui permet un traitement et une diffusion plus rapides des résultats de l'adjudication. Ces systèmes perfectionnés sont aussi importants si l'on veut que les institutions puissent soumissionner directement lors des adjudications. De plus, parallèlement à la publication de calendriers d'adjudications, l'introduction des systèmes d'adjudication électronique a renforcé la transparence des marchés primaires.

Les adjudications sont les procédures d'émission les plus couramment utilisées dans les pays de l'OCDE. Toutefois, certains pays plus petits (par exemple, dans la zone euro) associent les adjudications aux émissions consorciales d'obligations de référence pour parvenir rapidement à la mise en circulation d'un volume convenable de titres et conférer plus de certitude à leurs émissions.

Les évolutions technologiques – notamment l'Internet – permettent aux émetteurs de s'adresser directement aux petits investisseurs. Jusqu'ici, seuls quelques pays ont fait usage de cette possibilité. La considération essentielle en la matière réside dans les coûts. En conséquence, les différents systèmes électroniques de commercialisation directe auprès des petits investisseurs correspondent à différentes stratégies de réduction des coûts.

Les marchés secondaires électroniques

On assiste également à une forte expansion de l'utilisation des systèmes de négociation électronique (SNE) sur les *marchés secondaires* constitue une autre évolution importante (chapitre 5). Cela réduit les coûts de transaction des obligations d'État tout en améliorant la liquidité. L'adoption de systèmes à opérateurs multiples et de rapprochement croisé des ordres vont dans le sens de la centralisation. On aboutit ainsi à un plus grand réservoir de liquidité. La concurrence pour la liquidité favorise elle-même la concentration des systèmes de négociation et renforce la tendance à la centralisation.

Les différences d'approches de la réglementation posent la question de la nécessité d'une harmonisation des règles. Même si la transparence est déterminante et si elle va naturellement s'améliorer, elle a sans doute besoin d'un soutien public.

Les systèmes de négociation électronique modifient les pratiques et les structures du marché, notamment en changeant les relations actuelles entre investisseurs, émetteurs et intermédiaires. Ce domaine connaît une évolution extrêmement rapide et le nombre et les types des SNE de valeurs à revenu fixe continuent d'augmenter rapidement. Le développement des systèmes de négociation électronique constitue donc un grand défi pour les émetteurs souverains. Pour le relever, les émetteurs doivent aborder l'étude des opportunités et des problèmes liés aux SNE en restant essentiellement guidés par le souci de minimiser les coûts d'emprunt.

Composition de la population d'investisseurs

On s'attache de plus en plus à la *composition de la population d'investisseurs*. Disposer d'une vaste population internationale d'investisseurs se composant principalement de grands investisseurs institutionnels contribue à abaisser les charges d'emprunt et à faciliter les émissions futures. A cet égard, l'élimination du risque de change au sein de la zone euro a donné un coup de fouet supplémentaire à ce mouvement de diversification. Comme on l'a vu, les nouveaux systèmes électroniques peuvent jouer un rôle important à cet égard en ouvrant plus largement la possibilité aux institutions de soumissionner directement lors des adjudications. La diversification géographique de la population d'investisseurs a provoqué un déplacement considérable de la conservation des titres d'État depuis les dépositaires centraux locaux vers les dépositaires centraux internationaux (Euroclear et Clearstream). On peut aussi observer un recours croissant à des mécanismes de compensation proposés par des institutions. On peut penser que ces phénomènes aboutiront à une accentuation de la concentration des systèmes de règlement des opérations sur valeurs mobilières au sein de la zone euro.

L'autonomie opérationnelle des offices de la dette publique

Malgré la diversité observée au niveau de l'implantation et d'autres caractéristiques institutionnelles des offices de gestion de la dette, on s'accorde généralement sur le fait que ces organismes devraient bénéficier d'une autonomie suffisante par rapport à la sphère politique et s'occuper principalement des aspects opérationnels de la gestion de la dette souveraine (chapitre 6). De même, la nécessité de séparer clairement la gestion de la dette de l'État et la mise en œuvre de la politique monétaire (qui incombe à la Banque centrale) fait l'unanimité. Récemment, la tendance à l'autonomisation des offices de gestion de la dette s'est accompagnée d'un souci croissant *d'évaluation et de gestion de risques*.

Gestion des risques

L'ampleur de la *gestion des risques* par les gestionnaires d'actifs et d'engagements financiers varie considérablement selon les pays de l'OCDE, certains ne la pratiquant pas ou peu, tandis que d'autres y consacrent des efforts importants (chapitre 7). La majorité des pays pratiquent néanmoins activement la gestion des risques, mais rarement sous une forme consolidée pour l'ensemble des entités publiques. Les facteurs de risque sont liés aux activités nationales de gestion de la dette des administrations centrales, ce qui recouvre la gestion des programmes d'émissions de bons et d'obligations du Trésor ainsi que les opérations correspondantes de gestion de trésorerie. Ils peuvent aussi résulter de la gestion des réserves de change nationales dans les pays où elles ne sont pas gérées séparément par la Banque centrale. Les *opérations sur instruments dérivés* concernant les opérations nationales ou étrangères de l'administration centrale sont également des sources d'exposition aux risques.

Les instruments dérivés

Pour de nombreux États souverains, les *produits dérivés* sont devenus d'importants instruments de gestion des risques relatifs aux opérations de gestion de la dette et d'amélioration du profil de la dette. Les instruments dérivés sont souvent utilisés par les émetteurs souverains pour réduire les coûts d'emprunt attendus. Les opérations sur instruments dérivés servent aussi à modifier l'ampleur et le type de risques encourus par les pouvoirs publics. Un problème important pour l'action des gestionnaires de la dette et les intervenants du marché réside dans la relation en termes de liquidité du marché entre les marchés au comptant et les marchés dérivés des instruments de la dette publique. Un autre problème réside dans l'ampleur des déséquilibres entre les opérations sur les marchés au comptant et à terme qui peuvent donner lieu à des manipulations du marché. Enfin, le recours aux instruments dérivés a d'importantes répercussions sur l'organisation des offices de la dette publique. Ces offices doivent en effet être dotés des compétences administratives et professionnelles suffisantes pour gérer des opérations sur les marchés dérivés.

Notes

1. La nouvelle publication de l'OCDE, ***Dette de l'administration centrale : Annuaire statistique***, présente des statistiques comparatives sur la dette négociable et non négociable des administrations centrales des pays membres de l'OCDE. La dette publique des administrations des États ou provinces et des collectivités locales, ainsi que des administrations de la sécurité sociale, n'en fait donc pas partie. Les statistiques proviennent de sources nationales en réponse à un questionnaire préparé sous les auspices du Groupe de travail de l'OCDE sur la gestion de la dette publique. Les concepts et les définitions reposent, dans la mesure du possible, sur le Système de comptabilité nationale. Le lecteur est invité à consulter cette nouvelle publication pour toute information complémentaire concernant la couverture institutionnelle et la méthode de calcul et pour prendre connaissance des notes méthodologiques par pays qui constituent une vue d'ensemble détaillée sans équivalent des divers instruments de la dette dans chaque pays.
2. Depuis sa création, le Groupe de travail est une instance de discussion sur les politiques à suivre unique en son genre où les gestionnaires et les spécialistes de la dette publique des pays membres de l'OCDE échangent leurs points de vue et leurs expériences dans les domaines de la gestion de la dette publique et des marchés de valeurs d'État. Le Groupe de travail a engagé en 1990 un dialogue sur les politiques à suivre avec les pays en transition et, par la suite, avec les marchés émergents dans le cadre de plusieurs instances régionales ou mondiales, notamment l'*Atelier OCDE/Banque mondiale sur le développement de marchés de valeurs mobilières à revenu fixe dans les économies de marché émergentes*, le *Forum pays baltes-pays nordiques sur la gestion de la dette publique* et l'*Atelier sur les marchés de titres d'emprunt d'État et la gestion de la dette publique dans les marchés émergents*.
3. A une époque récente, pendant les périodes de graves perturbations sur les marchés de capitaux mondiaux (ou régionaux), les investisseurs ont généralement cherché refuge sur le marché des titres du Trésor américain. L'apparition d'un marché de la dette publique paneuropéen a fait naître la possibilité d'autres valeurs refuges mondiales.
4. BRI (1999), *Market Liquidity : Research Findings and Selected Policy Implications*, Comité sur le système financier mondial.
5. R. McCauley and Eli Remolona (2000), *Étude spéciale : Size and liquidity of government bond markets*, BRI, *Bulletin trimestriel*, novembre.
6. BRI (1999), *Market Liquidity : Research Findings and Selected Policy Implications*, Comité sur le système financier mondial (CSFM).
7. BRI (2001), *Structural Aspects of Market Liquidity from a Financial Stability Perspective*, Note de discussion établie par le Comité sur le système financier mondial (CSFM).
8. Voir chapitre 3 pour une étude plus complète.

9. BRI (2001), *The Changing Shape of Fixed Income Markets*, Documents de travail, n° 104.
10. Ces données portent sur la dette de l'administration centrale et non celle du secteur des administrations publiques tel qu'il est défini dans le Traité de Rome.
11. FMI (2001), *International Capital Markets*, Washington.
12. BRI (2001), *The Changing Shape of Fixed Income Markets*, Documents de travail, n° 104.
13. Il convient de noter que l'existence d'un encours de 5 milliards d'euros au moins constitue l'un des critères d'admission d'une obligation libellée en euro dans le système de négociation EuroMTS.
14. Une autre raison a incité le gouvernement britannique à émettre des titres d'emprunt en sterling et à en échanger le produit en devises pour financer d'avance la dette en devises se rapprochant de l'échéance ; en effet, cela offrait un mode de financement meilleur marché que des emprunts directs en devises.
15. Pour les investisseurs, il y a aussi le risque associé au caractère *imprévisible* de l'offre d'obligations publiques. Une étude sur le marché des États-Unis montre que ce risque relatif à l'offre d'obligations contribue à concurrence de 10 à 40 points de base aux variations du taux d'intérêt réel des bons du Trésor. Jovanovic et Rousseau (2001) affirment que la réserve fédérale des États-Unis va avoir de plus en plus de difficulté à réduire ce risque à zéro, car la réduction progressive de la dette fédérale entrave le développement de programmes d'émission visant à faire face à des demandes de renouvellement d'une ampleur inattendue émanant de sources étrangères. De plus, tant que la Réserve fédérale procède à des interventions sur le marché secondaire de la dette de l'administration publique, les chocs sur l'offre d'obligations persisteront [Boyan Jovanovic and Peter L. Rousseau (2001), *Liquidity effects in the bond market, Economic Perspectives*, 4e trimestre, Banque de Réserve fédérale de Chicago].
16. BRI (2001), *The Changing Shape of Fixed Income Markets*, Documents de travail, n° 104.
17. Il convient de souligner que dans l'évaluation de cette analyse sur l'efficacité du processus de détermination du prix, le tarification des nouvelles émissions sur le marché primaire des titres *non publics n'implique pas* nécessairement de se référer directement aux taux de référence sans risque. De plus, les titres d'État sont de moins en moins prisés comme références communes de détermination du prix. [BRI (2001), *The Changing Shape of Fixed Income Markets*, Documents de travail, n° 104, Bâle].
18. Remarques du Sous-secrétaire au Trésor des États-Unis, Peter R. Fisher devant le Council of Institutional Investors, Washington. 25 mars 2002.
19. BRI (2001), *The Implications of Electronic Trading in Financial Markets*, rapport du Comité sur le système financier mondial.
20. BRI (2001), *The Changing Shape of Fixed Income Markets*, Documents de travail, n° 104.
21. Gustavo Piga (2001), *Derivatives and Public Debt Management*, ISMA et Council on Foreign Relations.
22. BRI (1999), *Market Liquidity : Research Findings and Selected Policy Implications*, Comité sur le système financier mondial, Bâle
23. BRI (1999), *Market Liquidity : Research Findings and Selected Policy Implications*, Comité sur le système financier mondial, Bâle.
24. FMI (2001), *International Capital Markets*, Washington.
25. Voir FMI, *International Capital Markets*, 2001, pour plus de précisions sur le mécanisme de cette contraction.

Chapitre 2

Gestion de la dette publique et titres détenus : grandes orientations et caractéristiques

par

Signe Kreiner Danmarks Nationalbank,
Département de la gestion de la dette publique

I. Introduction

Une enquête sur les grandes orientations de la politique en matière de gestion de la dette publique, sur les caractéristiques de cette dette (part libellée en devises ; aperçu des instruments utilisés, y compris les produits dérivés ; durée et échéance) ainsi que sur les titres d'emprunt détenus par des non-résidents a été réalisée au courant de l'été 2000 auprès des responsables de la gestion de la dette publique des pays de l'OCDE en vue de la préparation d'un document de réflexion destiné au Groupe de travail sur la gestion de la dette publique. Ce chapitre fait la synthèse des réponses des responsables de la gestion de la dette ayant pris part à l'enquête.

Trois grandes conclusions se dégagent de cette enquête :

- Les responsables de la gestion de la dette prêtent de plus en plus d'attention aux risques inhérents à cette gestion. Le recours accru aux produits dérivés semble confirmer cette évolution.
- La liquidité joue un rôle de plus en plus important dans la gestion de la dette publique, en particulier au sein de la zone euro.
- Le volume d'informations fiables dont on dispose sur les détenteurs de titres de la dette publique a augmenté.

II. Les grands objectifs des gestionnaires de la dette publique

La gestion de la dette publique vise quatre grands objectifs :

- assurer les besoins de financement de l'État ;

Tableau 1. Objectifs stratégiques

	Assurer les besoins de financement de l'État	Minimiser les coûts d'emprunt	Faire en sorte que les risques restent acceptables	Soutenir les marchés financiers nationaux
Allemagne	x	x		
Australie	x	x	x	
Autriche		x	x	x
Belgique	x	x	x	
Canada	x	x	x	x
Corée	x	x	x	x
Danemark		x	x	x
Espagne	x	x	x	
États-Unis	x	x		x
Finlande	x	x	x	
France	x	x	x	
Grèce	x	x	x	x
Hong-Kong				x
Hongrie	x	x	x	
Irlande	x	x	x	
Islande		x	x	x
Italie	x	x	x	
Japon	x	x		x
Norvège	x	x	x	
Nouvelle-Zélande		x	x	
Pays-Bas	x	x	x	
Portugal	x	x	x	x
Royaume-Uni	x	x	x	x
République tchèque	x	x		x
Singapour				x
Slovaquie	x			
Suède		x	x	x
Suisse	x	x	x	
Turquie	x	x	x	x

- minimiser les coûts d'emprunt ;
- faire en sorte que les risques restent acceptables ; et
- soutenir les marchés financiers nationaux.

L'objectif principal de la quasi-totalité des pays consiste à répondre aux besoins de financement de l'État au moindre coût (tableau 1). Trois pays sur quatre indiquent tenir compte du risque, même s'ils cherchent à minimiser les coûts d'emprunt, et la moitié des pays interrogés précisent que le soutien des marchés financiers nationaux constitue l'un de leurs objectifs stratégiques (assez naturellement, pour beaucoup de pays de la zone euro, le soutien des marchés financiers nationaux n'est plus cité comme objectif stratégique à part entière).

En République tchèque et en Slovaquie, d'importantes modifications ont été apportées ces dernières années au cadre de la gestion de la dette. Les change-

ments sont généralement moins importants dans les autres pays. La Finlande et la Suède s'intéressent plus qu'avant à la gestion du risque, tandis que l'Autriche et la Grèce accordent plus d'attention à la liquidité et aux indicateurs de résultat. L'Irlande évalue les résultats obtenus par rapport à un portefeuille de référence. La question du soutien au marché obligataire intérieur est plus importante qu'elle ne l'était jusqu'à présent en Corée du fait des déficits publics liés à la crise financière de la fin des années 90.

III. Caractéristiques de la dette publique

On trouvera ci-après une vue d'ensemble des caractéristiques de la dette publique, en ce qui concerne par exemple la part de la dette libellée en devises par rapport à la dette totale, les différents instruments utilisés, le recours aux produits dérivés, ainsi que la duration et les échéances de la dette.

Le rapport entre dette en devises et dette totale

En 1999, la part de la dette publique libellée en devises dans le total de la dette variait de 0 à 51 % selon les cas (tableau 2). La moitié des pays interrogés ont enregistré une baisse de ce pourcentage de 1998 à 1999. Pour certains pays de la zone euro, ce recul est attribuable à l'introduction de l'euro (les titres d'emprunt libellés en monnaies nationales avant l'euro ayant été convertis en titres d'emprunt nationaux en euros). L'Allemagne, les États-Unis, la France, Hong-Kong, le Japon, les Pays-Bas, Singapour et la Suisse n'ont aucune dette en devises, tandis que l'Australie n'a émis aucun titre en devises depuis 1987.

IV. Aperçu des instruments de la dette

Dans la quasi-totalité des pays, l'obligation est le principal instrument de la dette utilisé par l'administration centrale. Dans les deux tiers des pays, elle représente plus de 70 % du total de la dette. La place des instruments non négociables varie considérablement d'un pays à l'autre (tableau 3). Cinq pays n'en ont aucun, tandis qu'ils représentent plus de 20 % du total de la dette dans dix autres pays.

Tous les pays interrogés indiquent émettre des bons du Trésor (tableau 4). Le Canada, le Danemark, l'Irlande, l'Italie et la Nouvelle-Zélande utilisent également les billets de trésorerie en devises. Le Portugal a essentiellement recours aux billets de trésorerie en monnaie nationale. Tous les pays souverains émettent des obligations à coupon fixe, tandis que l'utilisation des obligations à taux variable ou à taux indexé est beaucoup plus inégale selon les pays (voir également le chapitre 3).

Dans un certain nombre de pays, on constate une modification de l'éventail des instruments de dette utilisés. Ainsi, le Japon a introduit un bon du Trésor à 1 an, de même que des obligations à coupon fixe à échéance de 5 et 30 ans. Ces nouveaux instruments ont été proposés en réponse à la demande des

Tableau 2. Part de la dette en devises dans le total de la dette

	1998	1999
Allemagne	0	0
Australie	1.3	0.8
Autriche	25.0	13.7
Belgique	7.2	4.2
Canada	5.9	5.2
Corée	33.4	26.3
Danemark	11.9	12.2
États-Unis	0	0
Espagne	11.1	3.9
Finlande	15.0	16.0
France	0	0
Grèce	22.0	23.2
Hong-Kong	0	0
Hongrie	39.4	36.8
Irlande	6.0	6.3
Islande	48.7	51.1
Italie	5.1	3.8
Japon	0	0
Norvège	2.8	2.8
Nouvelle-Zélande	22.0	19.8
Pays-Bas	0	0
Pologne	9.0	9.5
Portugal	5.1	7.4
Royaume-Uni	3.5	2.7
République tchèque	12.7	9.3
Singapour	0	0
Slovaquie	34.5	43.9
Suède	31.1	29.3
Suisse	0	0
Turquie	6.7	4.9

investisseurs. L'Australie a lancé une obligation du Trésor à échéance variable en remplacement de titres à échéance fixe de 5, 13 et 26 semaines, ceci afin de conférer davantage de souplesse à la gestion de sa trésorerie. En 1999, l'Autriche a proposé 3 nouveaux programmes liés à l'introduction de l'euro : un programme de bons du Trésor, un programme d'émission de titres d'emprunt et un programme d'euro-obligations à moyen terme. Dans le but d'allonger les échéances de sa dette, l'Espagne a lancé en 1998 une obligation à 30 ans. La République tchèque a, quant à elle, introduit en 2000 des obligations à 7 et à 10 ans et, en 2001, une obligation à 15 ans. La part des obligations dans ce pays devrait passer à 60 % d'ici 3 ans. La Turquie met désormais l'accent sur l'émission d'obligations à taux révisable. La Pologne a introduit en 1999 une obligation à 10 ans, ainsi qu'un bon d'épargne (réservé aux particuliers ayant le statut de résidents permanents). Au cours de la période sous revue, la France a lancé deux produits

Tableau 3. Instruments négociables et non négociables en pourcentage de la dette totale (fin 1999)

	Émissions négociables		Émissions non négociables
	Instruments du marché monétaire	Obligations	
Allemagne	1.5	82.6	16.0
Australie	8.4	91.3	0.3
Autriche	4.2	79.4	16.3
Belgique	12.6	82.2	5.1
Canada	15.5	52.9	31.5
Corée	0.0	73.4	26.6
Danemark	5.1	94.9	0
Espagne	18.7	79.3	2.1
États-Unis	19.9	69.1	11.0
Finlande	2.1	86.1	11.9
France	5.2	84.1	10.8
Grèce	22.1	57.2	20.7
Hong-Kong	66.0	34.0	0
Hongrie	12.0	38.4	49.6
Irlande	6.7	78.2	15.1
Islande	15.4	82.5	2.1
Italie	10.0	82.3	7.7
Japon	13.8	62.2	24.0
Norvège	13.1	53.1	33.8
Nouvelle-Zélande	17.2	80.0	2.8
Pays-Bas	1.2	98.8	0
Pologne	10.2	36.2	53.6
Portugal	1.3	74.7	23.9
Royaume-Uni	0.8	78.0	21.3
République tchèque	57.0	33.7	9.3
Singapour	34.4	65.6	0
Slovaquie	24.2	75.8	0
Suède	17.4	78.1	4.5
Suisse	17.2	45.7	37.4
Turquie	14.1	74.9	11.0

nouveaux : une obligation à taux révisable et des obligations indexées sur l'inflation, respectivement à 10 et 30 ans. En 1999, la Corée a cessé ses émissions dans le segment à 20 ans, afin d'accroître la liquidité des autres échéances. La Suisse a progressivement supprimé ses dépôts à terme destinés aux particuliers. La Grèce n'émet plus d'obligations à taux révisable, ni d'obligations indexées ou sans coupon.

L'introduction de l'euro a fait évoluer la stratégie d'émission des pays de l'UEM. L'Autriche, l'Espagne, la Finlande, la Grèce, l'Irlande, l'Italie et le Portugal, accordent désormais davantage d'attention à l'amélioration de la liquidité et concentrent dorénavant leurs nouveaux instruments de dette sur des émissions de référence moins nombreuses, mais plus importantes.

Tableau 4. Les instruments de la dette publique

	Bons du Trésor	Coupon fixe			Taux variable	Indexé	Autre
		1-5 ans	6-10 ans	Plus de 10 ans			
Allemagne	BT	x	x	x			x
Australie	BT	x	x	x	x	x	
Autriche	BT	x	x	x			x
Belgique	BT	x	x	x	x		
Canada	BT/PC	x	x	x		x	x
Corée	BT	x	x				x
Danemark	BT/PC	x	x	x	x		
Espagne	BT	x	x	x			x
États-Unis	BT	x	x	x		x	
Finlande	BT	x	x	x			x
France	BT	x	x	x	x	x	
Grèce	BT	x	x	x	x	x	x
Hong-Kong	BT	x	x				
Hongrie	BT	x	x		x	x	x
Irlande	BT/PC	x	x	x	x		x
Islande	BT	x	x	x	x	x	
Italie	BT/PC	x	x	x	x		
Japon	BT	x	x	x			x
Norvège	BT				x		x
Nouvelle-Zélande	BT/PC	x	x	x	x	x	x
Pays-Bas	BT	x	x	x			
Pologne	BT	x	x	x	x	x	x
Portugal	BT/PC	x	x		x		x
République tchèque	BT	x	x		x		
Royaume-Uni	BT	x	x	x	x	x	x
Singapour	BT	x	x				
Slovaquie	BT	x	x				x
Suède	BT	x	x	x		x	x
Suisse	BT						x
Turquie	BT	x			x		

Note : La Norvège et la Suisse émettent des obligations à coupon fixe mais les échéances ne sont pas communiées. BT = Bon du trésor et PC = « papier commercial » ou billet de trésorerie.

V. Le recours aux produits dérivés dans la gestion de la dette

En 1999, les pays ayant recours aux produits dérivés dans la gestion de la dette de l'administration centrale étaient l'Allemagne, l'Australie, l'Autriche, la Belgique, le Canada, le Danemark, l'Espagne, la Finlande, Hong-Kong, la Hongrie, l'Irlande, l'Islande, l'Italie, la Norvège, la Nouvelle-Zélande, le Portugal, la Suède et la Suisse.

Les instruments les plus couramment utilisés sont les contrats d'échange de devises et les contrats d'échange de taux d'intérêt (pour gérer le risque de change et

le risque de taux). La plupart des pays utilisent les deux catégories de produits, mais l'Espagne n'utilise que les contrats d'échange de devises, tandis que l'Allemagne et Hong-Kong se limitent aux contrats d'échange de taux d'intérêt. L'Allemagne, l'Espagne, la Finlande, Hong-Kong et l'Italie n'utilisent que peu les produits dérivés.

VI. Duration et échéance de la dette nationale

La duration est généralement utilisée dans le cadre de la gestion des risques de taux d'intérêt. Même si la plupart des pays mesurent la duration de leur dette, il n'est pas toujours facile de procéder à des comparaisons internationales étant donné que les méthodes de calcul employées sont différentes. La majorité des pays utilisent la duration de Macaulay, les autres ayant recours à la duration modifiée (tableau 5).

Une comparaison des tableaux 5 et 6 montre que, dans la plupart des pays, la dette libellée en devises est en général de duration plus courte que la dette intérieure (voir graphique 1).

Tableau 5. **Duration et échéance résiduelle moyenne de la dette intérieure (en années)**

	Duration		Échéance résiduelle moyenne	
	1998	1999	1998	1999
Allemagne			5.7	5.8
Australie	3.8*	3.4*	5.4	5.8
Autriche	3.7*	3.9*	5.8	5.9
Belgique	4.0*	3.8*		5.8
Canada			6.4	6.3
Corée	2.7	2.2	3.6	3.0
Danemark	4.4	4.0		
Espagne	3.2	3.9	4.9	5.3
États-Unis			5.7	5.8
Finlande	3.9	3.4	5.0	4.6
Hong-Kong			1.4	1.2
Hongrie			4.3	3.7
Irlande	5.2*	5.5*	6.5	7.1
Islande	4.4	4.6		
Italie	3.2	3.3	5.0	5.5
Japon			5.8	5.5
Norvège	3.3	3.3		
Nouvelle-Zélande			3.7	4.3
Portugal	2.7	2.9	3.7	4.1
République tchèque	1.2	1.0	2.0	1.9
Royaume-Uni	6.0*	5.9*	8.9	8.8
Suède	3.2	3.2	4.0	4.0
Turquie			1.1	1.1

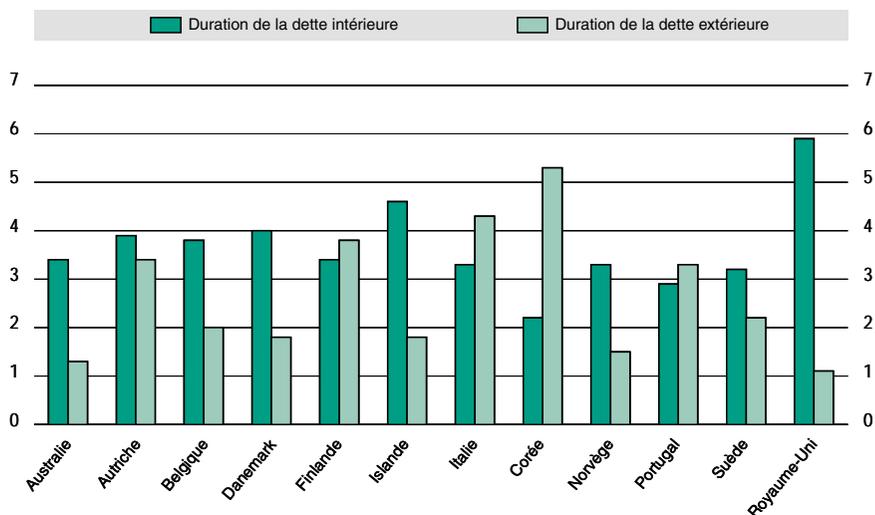
Note : La méthode utilisée pour calculer la duration est la méthode de Macaulay, sauf indication contraire (*), auquel cas il s'agit de la duration modifiée.

Tableau 6. **Duration et durée résiduelle moyenne de la dette extérieure (en années)**

	Duration		Échéance résiduelle moyenne	
	1998	1999	1998	1999
Australie	1.2*	1.3*	3.8	4.0
Autriche	4.6*	3.4*	5.1	4.8
Belgique	2.4*	2.0*		3.3
Canada			2.9	3.1
Corée	6.0	5.3	8.0	7.0
Danemark	2.0	1.8		
Espagne			7.6	5.7
Finlande	4.2	3.8	5.8	5.3
Islande	2.7	1.8		
Italie	5.0	4.3	7.8	8.4
Norvège	2.0	1.5		
Nouvelle-Zélande			4.2	4.2
Portugal	3.4	3.3	6.1	5.8
Royaume-Uni	1.4*	1.1*	1.6	1.2
Suède	2.2	2.2	4.7	4.5

Note : La méthode employée pour calculer la duration est la méthode de Macaulay, sauf indication contraire (*), auquel cas, il s'agit de la duration modifiée.

Graphique 1. **Duration de la dette intérieure et extérieure en 1999**



L'Espagne et l'Italie accroissent progressivement la durée de leur dette intérieure ; on observe une tendance analogue en Autriche, en Irlande, en Islande et au Portugal. En Nouvelle-Zélande, l'allongement de l'échéance résiduelle s'explique par l'émission d'obligations de référence à plus long terme et par une réduction temporaire de l'émission de bons à plus court terme. L'échéance de la dette extérieure s'est allongée au Canada du fait d'une forte baisse de l'encours des Bons du Canada à court terme. L'augmentation de la durée en Irlande résulte d'un programme d'échange de titres.

Un certain nombre de pays ont décidé de réduire la durée de leur *dette totale* (tableau 7). Ainsi, les Pays-Bas ont abaissé la durée de leur dette depuis le milieu des années 90. De la même façon, la Suède a pris la décision stratégique de réduire la durée, tant de sa dette intérieure que de la dette extérieure. Au Danemark, la durée de la *dette totale* diminue depuis 1998.

Tableau 7. **Duration et échéance résiduelle moyenne de la dette totale (en années)**

	Duration		Échéance résiduelle moyenne	
	1998	1999	1998	1999
Allemagne			5.7	5.8
Australie	3.4*	3.1*	5.2	5.5
Autriche	3.9*	3.8*	5.6	5.7
Belgique				5.7
Canada ¹	4.3*	4.3*		
Corée	3.0	2.4	4.0	3.2
Danemark	4.4	3.8		
États-Unis			5.7	5.8
Finlande	4.1	3.6	5.2	4.7
France			6.3	6.3
Hong-Kong			1.4	1.2
Hongrie ¹			4.3	3.7
Irlande	3.7*	4.1*		
Islande	3.5	3.1		
Italie	3.3	3.5	5.1	5.6
Japon			5.8	5.5
Norvège	3.3	3.2		
Nouvelle-Zélande			3.8	4.3
Pays-Bas	4.3*	3.9*		
Portugal	2.7	2.9	3.8	4.2
Singapour			3.8	3.7
Suède	2.9	2.9	4.2	4.1

1. Durée de la dette négociable.

Note : La méthode employée pour calculer la durée est la méthode de Macaulay, sauf indication contraire (*), auquel cas, il s'agit de la durée modifiée.

VII. Titres détenus par les résidents et par les non-résidents

Le tableau 8 indique le rapport entre les titres de dette détenus par des résidents et ceux qui sont détenus par des non-résidents. L'introduction de l'euro s'est traduite par une augmentation de ce ratio en Autriche, en Belgique, en Espagne, en Finlande, en France, en Irlande, en Italie et au Portugal.

Tableau 8. Rapport des titres détenus par des résidents aux titres détenus par des non-résidents

	1998	1999
Portugal	46.9	61.8
Islande	50.1	54.3
Pologne	53.4	54.2
Allemagne	51.0	52.0
Nouvelle-Zélande ¹	57.8	50.2
Finlande	42.8	48.8
Autriche ²	35.9	47.8
Belgique ³	28.9	47.5
Slovaquie	38.6	46.9
Australie ⁴	42.3	40.9
Italie	22.6	35.8
Danemark	37.4	35.5
États-Unis	33.9	34.3
Irlande	21.8	29.5
Corée	33.2	26.4
Espagne	17.5	25.0
Canada	24.0	21.8
Suède ⁵	22.1	18.6
France ⁶	18.0	23.0
Royaume-Uni ⁷	18.8	17.0
Turquie		15.0
Hongrie ⁸	9.5	12.6
République tchèque	17.4	12.6
Norvège		12.4
Singapour	1.0	8.0
Pays-Bas	27.0	

1. Proportion des titres de dette négociables détenus par des non-résidents.

2. Part des obligations et des bons libellés en euros détenus par des non-résidents.

3. Part des OLO et des certificats du Trésor détenus par des non-résidents.

4. Le ratio est calculé par fusion des données de la Banque de Réserve d'Australie et de celles de l'Australian Bureau of Statistics. Le rapport des avoirs détenus par les non-résidents ne revêt donc qu'une valeur indicative.

5. Part des titres de la dette intérieure détenus par des non-résidents.

6. Part d'obligations détenues par des non-résidents.

7. Part des fonds d'État détenus par des non-résidents.

8. Part des titres de dette négociables détenus par des non-résidents.

Chapitre 3

L'expérience des obligations à taux indexé dans les pays de l'OCDE

par

Peter McCray

Bureau de la gestion financière, Australie

I. Synthèse

Plusieurs gestionnaires de la dette souveraine proposent aujourd'hui aux investisseurs un titre dont le rendement global est explicitement lié aux variations périodiques d'un indice des prix adapté à cet effet.

L'objectif de ce document est d'exposer les principaux points et thèmes ressortant des réponses à un questionnaire soumis aux gestionnaires de la dette souveraine, dans la zone de l'OCDE, qui émettent des titres indexés. Tous les États interrogés ont répondu aux questions posées, à savoir l'Australie, le Canada, les États-Unis, la France, l'Islande, la Nouvelle-Zélande, le Royaume-Uni et la Suède.

II. Présentation générale

Le questionnaire portait sur un large éventail de sujets et notamment sur les objectifs des émissions, la capacité des États à atteindre ces objectifs, les mesures prises pour y parvenir plus facilement et les caractéristiques du marché des produits indexés. Le tableau 1 donne une vue d'ensemble du marché des obligations à taux indexé et, en particulier, de sa liquidité, de l'engagement des teneurs de marché et du profil des principaux investisseurs.

Comme on pouvait s'y attendre, tous les pays ont répondu qu'ils émettent des titres d'emprunt indexés pour atteindre l'objectif général de gestion de la dette, qui consiste à émettre des titres, à les gérer et à amortir les emprunts au

Tableau 1.

	Liquidité/développement du marché secondaire	Engagement des teneurs de marché	Profil des principaux investisseurs
Australie	<p>L'État souverain est le principal émetteur sur le marché des obligations indexées, dont il détient 53 % environ de l'encours (5.9 milliards de dollars).</p> <p>Les investisseurs ont tendance à « acheter pour conserver ». 1 % seulement du volume total des transactions sur des titres d'États du Commonwealth porte sur des obligations indexées, le reste ayant trait à des obligations nominales.</p>	<p>Le marché compte quatre grands intermédiaires, contre plus du double pour le marché des produits nominaux. L'absence de couverture efficace contre les variations des cours a découragé certains intervenants sur le marché secondaire.</p>	<p>On dénombre actuellement 54 détenteurs d'obligations indexées, les 15 premiers détenant près de 90 % de l'encours. Ces investisseurs sont notamment des fonds de pension ou des sociétés d'assurance. Les investisseurs étrangers ont eu tendance à s'abstenir, car les intérêts sont soumis à une retenue à la source.</p>
Canada	<p>La liquidité est limitée, notamment du fait de la nature de l'instrument (valeur à « acheter pour conserver ») et du comportement des opérateurs. En 1999, le coefficient de rotation (volume des transactions/encours) des obligations à rendement réel (ORR) était inférieur à 1, alors qu'il ressortait à près de 12 pour l'ensemble des obligations du gouvernement du Canada.</p> <p>Les teneurs de marché ont l'habitude de ne pas investir dans les ORR, en raison de l'absence de couverture efficace contre les variations des cours. L'introduction des US Treasury Inflation Protected Securities (US TIPS – Titres du Trésor américain protégés contre l'inflation) et de nouvelles échéances pour les ORR, associée aux émissions limitées d'autres émetteurs canadiens, a facilité la mise en place d'un dispositif de couverture.</p>	<p>Les intervenants sur le marché primaire sont classés en différentes catégories. Selon les Modalités de participation aux adjudications, les négociants principaux (12 actuellement) sont tenus de faire, à chaque adjudication, une offre d'achat correspondant à un pourcentage minimum de leur limite de soumission et à des rendements raisonnables et de tenir les marchés secondaires.</p>	<p>La majorité des titres sont entre les mains d'importants fonds de pension exonérés d'impôt. Au milieu des années 90, 60 % de l'encours étaient détenus par 10 fonds.</p>

Tableau 1. (suite)

	Liquidité/développement du marché secondaire	Engagement des teneurs de marché	Profil des principaux investisseurs
États-Unis	<p>D'une manière générale, le marché des titres indexés sur l'inflation est moins liquide que celui des titres nominaux. Deux raisons à cela : d'une part, cet instrument est plutôt destiné à être conservé que négocié et, d'autre part, les volumes émis sont relativement moins importants et ces instruments sont nouveaux. Il y a une plus large répartition des émissions initiales de titres indexés sur l'inflation que pour les titres du Trésor à taux nominal et les investisseurs susceptibles de conserver les titres jusqu'à l'échéance, comme les fonds de pension et autres fonds de placement, participent davantage aux adjudications de titres indexés sur l'inflation. Les comptes étrangers et internationaux prennent également une part plus active aux adjudications sur offres concurrentes de titres indexés sur l'inflation qu'à celles de titres nominaux.</p>	<p>Les spécialistes en valeurs du Trésor participent activement aux adjudications de titres indexés sur l'inflation, dont 50 % environ leur sont adjugés. Les spécialistes en valeurs du Trésor vendent les titres aux investisseurs finaux, si bien que quelques semaines seulement après les adjudications, les stocks des opérateurs sont limités.</p>	<p>Lors des trois dernières adjudications de titres indexés sur l'inflation à 10 ans, les offres concurrentes retenues se sont réparties comme suit : spécialistes en valeurs du Trésor, 54 % ; fonds de placement, 27 % ; soumissionnaires étrangers et internationaux, 7 % ; fonds de pension, 4 % ; institutions financières, 4 % ; autres, 4 %.</p> <p>La répartition des offres concurrentes retenues lors des trois dernières adjudications de titres à 30 ans est également plus large pour les obligations indexées sur l'inflation que pour les obligations à taux fixe.</p>
France	<p>La liquidité des obligations indexées est inférieure à celle des obligations « classiques », mais cette situation tient en partie à l'importance de l'encours et à la présence plus marquée des investisseurs cherchant à « acheter pour conserver » sur ce genre de titres. Le rapport entre le volume quotidien des transactions et l'encours demeure supérieur à 1 % et l'écart de cours acheteur/vendeur à 10 et à 30 ans ne dépasse pas 2 points de base. Manifestement, les positions sur les obligations indexées ne peuvent pas être couvertes aussi facilement que dans le cas de la plupart des actifs.</p>	<p>Les 19 spécialistes en valeurs du Trésor sont teneurs de marché sur les obligations indexées. Leur engagement est suffisamment important pour qu'il existe une plate-forme de négociation électronique active. L'écart de cours acheteur/vendeur est de 2 points de base pour 5 millions à 10 ans et pour 2.5 millions à 30 ans.</p>	<p>Il y a un large éventail d'investisseurs. Lors de l'introduction des obligations indexées à 30 ans, en 1999, 40 % des titres émis avaient été achetés par des investisseurs étrangers. Les investisseurs sont essentiellement des sociétés d'assurance, des fonds de pension, des FCP et, dans une faible proportion, des particuliers.</p>

Tableau 1. (suite)

	Liquidité/développement du marché secondaire	Engagement des teneurs de marché	Profil des principaux investisseurs
Islande	Tous les instruments du Trésor islandais sont cotés à la Bourse des valeurs d'Islande. L'encours est actuellement constitué de 2 bons du Trésor sans coupon non indexés et de 7 obligations indexées sur l'inflation. Les titres indexés sont des titres à taux fixe remboursables <i>in fine</i> assortis d'échéances variant, pour l'heure, de 6 mois à 15 ans. L'Office national de gestion de la dette a conclu des contrats de tenue de marché avec quatre teneurs agréés.	Les opérateurs agréés sont tenus de faire des offres d'achat et de vente sur chaque titre pour 30 millions de couronnes et de renouveler les offres dans les 10 minutes si celles-ci sont acceptées. L'écart maximum de cours acheteur/vendeur est de 7 points de base.	La quasi-totalité des obligations émises en Islande est détenue par des investisseurs nationaux.
Nouvelle-Zélande	La faible liquidité des obligations indexées sur l'inflation se reflète dans le volume des transactions du marché secondaire. En 2001, le volume moyen des transactions ressortait aux alentours de 75 millions de dollars par mois (contre une moyenne mensuelle de quelque 19 milliards de dollars pour les obligations nominales). Le volume des transactions sur les obligations indexées sur l'inflation représente environ 0.5 % du volume total des transactions concernant les obligations et 6.3 % du marché total des . En comparaison des obligations nominales, la liquidité est limitée. Le processus de mise en évidence des prix est complexe, car les prix affichés sur les écrans indiquent uniquement le prix effectif du marché des obligations indexées sur l'inflation. Il n'existe pas de mécanisme de couverture pour les obligations indexées sur l'inflation.	Cinq banques nationales sont « faiseurs de prix » pour les obligations destinées aux opérations avec la clientèle, mais l'affichage de prix pour les opérations interbancaires est irrégulière.	Une première moitié environ de l'encours est détenue à l'étranger, la majorité de la seconde étant entre les mains d'institutions locales. Il n'existe pas de marché d'obligations indexées émises par des entreprises. Les gestionnaires de fonds n'ont pas créé de classe d'actifs distincte pour les d'obligations indexées sur l'inflation, ce qui a pesé sur la demande du produit.

Tableau 1. (suite)

	Liquidité/développement du marché secondaire	Engagement des teneurs de marché	Profil des principaux investisseurs
Royaume-Uni	<p>Le marché britannique des produits indexés est actuellement le premier marché d'obligations indexées au monde (valorisation : 73.5 milliards de livres sterling à la fin juin 2000).</p> <p>Le marché des fonds d'État indexés représente approximativement 20 % du marché des fonds d'État classiques, mais moins de 5 % du volume des transactions. En 1998, les émissions initiales représentaient quelque 6.8 % du volume total des transactions sur produits indexés, contre 1.3 % environ pour les fonds classiques.</p> <p>Les écarts de cours acheteur/vendeur sont de 25 pence pour 5 millions de livres pour les fonds d'État indexés, contre 5 pence environ pour les fonds classiques.</p> <p>Il n'existe pas de contrat à terme ni d'option sur des obligations indexées qui soit négocié sur des marchés organisés. Même si le London International Financial Futures and Options Exchange (LIFFE) a envisagé d'introduire des contrats à terme sur produits indexés, la faiblesse de la liquidité sur le marché au comptant l'en a dissuadé. Le marché de gré à gré des produits dérivés sur les obligations indexées et l'inflation à terme se développe.</p>	<p>On compte aujourd'hui 9 teneurs de marché sur le compartiment des produits indexés, dont 2 s'adressent exclusivement aux particuliers et un troisième aux particuliers comme aux investisseurs institutionnels. Les 6 autres s'intéressent essentiellement aux investisseurs institutionnels.</p>	<p>Les principaux intervenants sur le marché des titres indexés sont des teneurs de marché et autres opérateurs, fonds de pension, sociétés d'assurance, particuliers et quelques (rares, désormais) investisseurs internationaux.</p> <p>Les fonds de pension et les sociétés d'assurance détiennent quelque 75 % des fonds d'État indexés. Ces titres sont dans l'ensemble concentrés sur les échéances longues des obligations indexées (autour de 10 ans et plus).</p>
Suède	<p>La liquidité sur le marché des obligations indexées n'a rien de comparable avec celle du marché des obligations nominales. Le volume quotidien des transactions s'établit à quelque 100-150 millions de couronnes et la quotité moyenne de négociation est de 10 millions de couronnes.</p> <p>L'Office de la dette offre aux opérateurs agréés la possibilité d'échanger des obligations à échéances différentes afin de garantir une certaine liquidité.</p>	<p>On compte quatre teneurs de marché, qui se sont engagés à participer aux adjudications (émissions, échanges et rachats) tout en contribuant à garantir la liquidité et la viabilité de la détermination des prix sur le marché secondaire.</p>	<p>La population des investisseurs est restreinte. Les principaux investisseurs sont les caisses nationales de retraite, les sociétés d'assurance et d'autres fonds de pension. Les investisseurs étrangers se montrent de plus en plus intéressés.</p>

prix le plus avantageux. La majorité des pays ont précisé que l'émission d'obligations indexées leur avait parfois permis d'atteindre ce but.

Quatre pays seulement ont déclaré que leur programme leur avait parfaitement permis d'atteindre leurs objectifs initiaux. Quatre autres ont exprimé quelques inquiétudes quant à la façon dont a évolué leur marché de produits indexés. Un pays a jugé décevante son expérience des obligations indexées.

Les sondés ont donné des informations sur les caractéristiques de leur marché. Il apparaît clairement que les marchés des produits indexés ont tendance à être moins liquides, comptent moins d'intervenants et attirent une population d'investisseurs plus restreinte que les marchés des produits classiques. Pour nombre de pays interrogés, cette situation s'expliquerait par la nature de valeurs à « acheter pour conserver » qui est propre aux titres indexés et par la relative faiblesse de l'encours des émissions d'obligations indexées.

Les États souverains les plus rompus aux émissions semblent être les mieux placés pour proposer une référence pour la détermination de taux réels. Ceux dont les encours d'obligations à échéances diverses sont peu importants semblent être moins aptes à fournir une telle référence. Tous les pays ont souligné que les indicateurs du point mort d'inflation sont utiles aux pouvoirs publics et aux intervenants sur les marchés pour évaluer l'inflation future.

Quatre pays ont déclaré ne prendre aucune mesure pour atteindre leurs objectifs initiaux, soit parce qu'ils y sont parvenus, soit parce qu'ils ont changé d'objectifs. Les autres émetteurs ont explicité les mesures adoptées pour atteindre ou dépasser leurs objectifs initiaux. Ces mesures semblent manquer de cohérence d'un pays à l'autre, chacun réalisant les changements qui correspondent le mieux à son marché.

III. Réponses aux questions

1. *Quels sont les objectifs qui guident, dans votre pays, les activités générales de gestion de la dette ? Existe-t-il des objectifs spécifiques aux émissions de titres à taux indexé effectuées dans votre pays et de quelle manière le programme d'émission de titres indexés permet-il, selon vous, d'atteindre les objectifs de gestion de la dette publique dans leur ensemble ?*

Les sondés ont indiqué que les émissions de titres à taux indexé visent principalement à atteindre l'objectif général de gestion de la dette publique – qui consiste à émettre des titres, à les gérer et à amortir les emprunts au prix le plus avantageux. Les émissions de titres d'emprunt indexés peuvent y contribuer de différentes manières :

- Si les investisseurs apprécient d'être couverts contre le risque d'inflation, ils seront disposés à acquitter une prime en échange de la garantie des

rendements réels des titres indexés, ce qui offre à l'État un financement plus avantageux que les obligations à taux nominal.

- Si une part des actifs et des flux de trésorerie des pouvoirs publics est liée à l'inflation, l'émission d'obligations indexées leur permet de couvrir eux-mêmes leur portefeuille.
- Il est possible de lisser les excédents/déficits budgétaires, car par rapport aux obligations classiques, la volatilité associée au service de la dette en termes réels est moins importante. (Le coût du service de la dette est moins volatil parce que les flux réels restent fixes jusqu'à l'échéance, tandis que les flux liés aux obligations classiques fluctuent avec l'inflation.)

Les sondés ont également cité différents objectifs spécifiques aux émissions de titres à taux indexé :

- Les émissions offrent une possibilité de diversification, à la fois en termes d'instruments proposés aux investisseurs et de population d'investisseurs. Les obligations indexées, par exemple, peuvent convenir à des fonds de pension ou à des petits investisseurs.
- Les émissions peuvent favoriser la liquidité et accroître l'efficacité sur le marché.
- Les titres indexés peuvent offrir un taux de rendement réel qui est utile aux pouvoirs publics et aux intervenants sur les marchés.

2. *Estimez-vous que votre programme d'émission de titres indexés vous a parfaitement permis, ou va vous permettre, d'atteindre les objectifs initiaux qui avaient conduit à son adoption ?*

Les réponses à cette question ont été très variées. L'Islande, la France, le Royaume-Uni et les États-Unis ont déclaré que leur programme leur avait parfaitement permis d'atteindre leurs objectifs initiaux.

L'Australie, le Canada et la Suède, ont reconnu que l'émission de titres indexés avait représenté une source de financement avantageuse, tout en notant qu'une étude plus approfondie de la rentabilité de ces émissions serait nécessaire pour les dernières années. Certains de ces pays ont également signalé que leur marché n'était pas liquide et que les intervenants proposaient des écarts de cours acheteur/vendeur importants.

La Nouvelle-Zélande a jugé son expérience décevante, les investisseurs n'étant pas disposés à acquitter une prime pour se couvrir contre l'inflation. Selon elle, cette situation tient au fait que les investisseurs ont pensé que l'inflation resterait modérée, ainsi qu'au nombre relativement faible des investisseurs sur le marché.

3. *Pouvez-vous nous citer certains grands indicateurs qualitatifs de l'état actuel du marché des obligations d'État à taux indexé dans votre pays ?*

Tous les sondés, à l'exception de l'Islande, ont précisé que dans leur pays, le marché des obligations à taux nominal faisait de l'ombre à celui des titres à taux indexé. Pour de nombreux sondés, cette situation s'expliquerait par la nature de valeurs à « acheter pour conserver » propre aux titres indexés et par la relative faiblesse de l'encours des émissions. La plupart d'entre eux ont révélé que les teneurs de marché étaient moins nombreux et la population d'investisseurs moins diversifiée que sur le marché des produits classiques. Cependant, les États-Unis ont fait remarquer que la répartition des émissions initiales de titres indexés sur l'inflation était plus large que pour les titres d'État à taux nominal et que les investisseurs susceptibles de conserver le titre jusqu'à l'échéance participaient davantage aux adjudications de titres indexés sur l'inflation.

4. *Le programme d'émission d'obligations indexées des pouvoirs publics a-t-il contribué à l'émergence, sur votre marché, d'une référence fiable pour la détermination du « taux réel » à l'usage des pouvoirs publics et/ou des autres intervenants sur le marché des capitaux ? Si non, avez-vous des projets pour favoriser la mise en place d'une référence de détermination du taux réel dans votre pays ?*

Les obligations d'État indexées constituent une référence pour la détermination du taux réel qui permet de fixer le prix des émissions de sociétés en Australie, en Islande, au Royaume-Uni, aux États-Unis et, dans une certaine mesure, au Canada. Le Royaume-Uni estime que cette référence pourrait manquer de fiabilité, car la vigueur de la demande et la faiblesse de l'offre ont entraîné les rendements à la baisse.

La Nouvelle-Zélande a fait remarquer que les émissions avaient été concentrées sur une seule tranche afin d'accroître la liquidité. Elle n'a donc pas créé de courbe pouvant servir à déterminer les prix et le taux réel est rarement cité en référence sur le marché ou utilisé par les pouvoirs publics.

La France a déclaré qu'elle n'avait aucun projet visant à favoriser la mise en place d'une référence de détermination du taux réel.

Tous les pays ont indiqué que les indicateurs du point mort d'inflation (soit la différence entre les rendements des obligations nominales et ceux des obligations indexées) sont utiles aux pouvoirs publics et aux intervenants sur les marchés pour évaluer l'inflation future.

5. *Si l'évolution du marché n'a pas été conforme à vos objectifs initiaux, envisagez-vous de prendre des mesures pour atteindre ces objectifs – recentrage de vos efforts de commercialisation, par exemple, modification des conventions concernant les spécialistes en valeurs du Trésor,*

étude des mécanismes d'émission, efforts plus directs pour favoriser le développement du marché secondaire ? Plus généralement, quelles sont les principales caractéristiques de votre futur programme d'émission d'instruments indexés ?

Le Canada, la France, la Nouvelle-Zélande et les États-Unis ont déclaré ne prendre aucune mesure pour atteindre leurs objectifs initiaux, soit parce qu'ils y sont parvenus, soit parce qu'ils ont changé d'objectifs. Les autres émetteurs ont explicité les mesures adoptées pour atteindre ou dépasser leurs objectifs initiaux. Ces mesures semblent manquer de cohérence d'un pays à l'autre, chacun réalisant les changements qui correspondent le mieux à son marché. Voici une synthèse de ces mesures.

Australie : Le marché ayant estimé que les émissions n'étaient pas suffisamment transparentes et prévisibles, l'Australie a opté pour un calendrier d'adjudications annoncé par avance. Les émissions de 2000-01 ont été réparties sur quatre dates, pour un montant de 75 millions de dollars à chaque fois.

Canada : Les pouvoirs publics n'ont pris aucune mesure pour atteindre/dépassez les objectifs initiaux. Ils entendent maintenir les émissions à 1-2 milliards de dollars par an.

France : Le marché ayant évolué conformément aux objectifs initiaux, l'État s'attache à étoffer l'encours pour accroître la liquidité sur le marché secondaire.

Islande : Les pouvoirs publics ont limité la portée de l'indexation des prêts et des dépôts en allongeant l'échéance minimum des prêts et dépôts bancaires indexés. Ils se sont efforcés de réduire l'indexation sur les échéances courtes du marché bancaire, notamment pour attirer les investisseurs étrangers. (L'historique de l'indexation en Islande est retracé à la question 6.)

Nouvelle-Zélande : L'État estime que c'est aux intermédiaires de favoriser et de stimuler le développement du marché secondaire. Les émissions sont suspendues depuis 1999-2000.

Suède : L'État a profondément modifié son programme :

- Adoption de nouveaux systèmes de commission et d'opérateurs qui accroîtra la demande des opérateurs tout en leur donnant droit à des rémunérations plus importantes. Par rapport au système précédent, ces nouveaux contrats courent sur une seule année.
- Passage à des adjudications mensuelles (et non plus trimestrielles), qui se tiendront sous forme de périodes d'adjudications, sur une ou plusieurs journées d'affilée.
- Introduction de nouvelles obligations dont le capital est protégé contre toute déflation.

- Restructuration de la dette, privilégiant les obligations à coupon vis-à-vis des obligations sans coupon .

Royaume-Uni :

- Constitution d'une liste de teneurs de marché séparée pour les titres indexés, en septembre 1998.
- Abandon des ventes en continu au profit des adjudications à prix uniforme, en novembre 1998.
- L'État intervient en tant que teneur de marché en dernier ressort pour les fonds indexés, en proposant une cotation ou des cours à l'achat ou à la vente aux teneurs de marché concernés.

États-Unis : Ils ont l'intention de poursuivre les émissions régulières de titres à 10 ans.

6. *Souhaitez-vous faire des commentaires sur d'autres aspects du programme d'émission d'obligations indexées de votre pays ? Sur l'influence des excédents attendus, par exemple ?*

L'Australie, le Canada et les États-Unis, ont attiré l'attention sur leur situation actuelle d'excédent budgétaire et sur les réductions des volumes des émissions et/ou de la fréquence des adjudications.

Le Canada a indiqué que son programme pourrait être examiné dans un avenir relativement proche et que s'il est impossible de prévoir l'issue de cet examen, la situation du marché et les performances des adjudications seront déterminants à cet égard.

Le Royaume-Uni a déclaré s'être engagé à fournir, à court terme, une offre minimum de 2.5 milliards (au comptant) d'obligations indexées.

L'Islande a retracé l'historique de l'utilisation importante de l'indexation dans son pays. Elle a recouru à l'indexation après de longues périodes d'inflation élevée et variable parallèlement à un contrôle des taux d'intérêt nominaux. Dans les années 70, cela s'est traduit par des taux d'intérêt réels fortement négatifs, qui ont provoqué un net recul de l'épargne et de la désintermédiation financières. Pour que les taux d'intérêt réels redeviennent positifs, l'indexation a été introduite en liant les engagements financiers à l'évolution de « l'indice des conditions de crédit », fondé sur les indices de prix disponibles. Plus récemment, l'indexation a constitué une barrière entre le marché national et les marchés étrangers, car elle est relativement peu connue dans les autres pays, limitant ainsi les avantages pouvant découler de l'ouverture des marchés financiers. Par conséquent, l'Islande a entrepris dernièrement de limiter la portée de l'indexation pour les échéances courtes du marché des obligations d'État.

Annexe

Questionnaire – Expériences des obligations d'État indexées

Un nombre croissant d'émetteurs souverains de l'OCDE ont entrepris, ces dernières années, d'élargir la gamme des produits à revenu fixe proposés aux investisseurs en introduisant des obligations dont le rendement général est explicitement lié aux variations périodiques d'un indice des prix qui leur est propre.

Étant donné que divers membres souverains de l'OCDE disposent désormais d'importants programmes d'émission d'obligations indexées et que d'autres pays pourraient envisager de proposer de tels produits aux investisseurs, le groupe de direction du Groupe de travail de l'OCDE sur la gestion de la dette publique a décidé, lors de sa réunion de décembre 1999, qu'il serait utile d'étudier l'expérience pratique des émetteurs souverains qui gèrent actuellement des programmes d'émission d'obligations indexées.

L'objectif de ce questionnaire était de passer brièvement en revue les pratiques et l'expérience des pays membres intéressants qui émettent des titres indexés. Les réponses des sondés ont été examinées lors de la réunion du Groupe de travail en novembre 2000.

Questionnaire

1. Quels sont les objectifs qui guident, dans votre pays, les activités générales de gestion de la dette ? Existe-t-il des objectifs spécifiques aux émissions de titres à taux indexé effectuées dans votre pays et de quelle manière le programme d'émission de titres indexés permet-il, selon vous, d'atteindre les objectifs de gestion de la dette publique dans leur ensemble ?
2. Estimez-vous que votre programme d'émission de titres indexés vous a parfaitement permis, ou va vous permettre, d'atteindre les objectifs initiaux qui avaient conduit à son adoption ?
3. Pouvez-vous nous citer certains grands indicateurs qualitatifs de l'état actuel du marché des obligations d'État à taux indexé dans votre pays ?
 - la liquidité du marché ;
 - le développement du marché secondaire d'une manière générale, y compris la disponibilité sur le marché d'instruments de couverture appropriés ;
 - le nombre et l'engagement des teneurs de marché ;
 - la diversité de la population des investisseurs ;
 - le profil des principaux investisseurs ;
 - toute autre mesure que vous jugez pertinente.

Votre expérience du marché des obligations d'État à taux nominal constituerait une référence intéressante.

4. Le programme d'émission d'obligations indexées des pouvoirs publics a-t-il contribué à l'émergence, sur votre marché, d'une référence fiable pour la détermination du « taux réel » à l'usage des pouvoirs publics et/ou des autres intervenants sur le marché des capitaux ? Si non, avez-vous des projets pour favoriser la mise en place d'une référence de détermination du taux réel dans votre pays ?
5. Si l'évolution du marché n'a pas été conforme à vos objectifs initiaux, envisagez-vous de prendre des mesures pour atteindre ces objectifs – recentrage de vos efforts de commercialisation, par exemple, modification des conventions concernant les spécialistes en valeurs du Trésor, étude des mécanismes d'émission, efforts plus directs pour favoriser le développement du marché secondaire ? Plus généralement, quelles sont les principales caractéristiques de votre futur programme d'émission d'instruments indexés ?
6. Souhaitez-vous faire des commentaires sur d'autres aspects du programme d'émission d'obligations indexées de votre pays ? Sur l'influence des excédents attendus, par exemple ?

Chapitre 4

Les émissions électroniques et l'avenir des systèmes de spécialistes en valeur d'État

par

Birgitte Sogaard Holm*

Banque centrale du Danemark, Direction des marchés de capitaux,
Service de la gestion de la dette de l'administration centrale

I. Introduction et synthèse

L'intégration et la mondialisation des marchés internationaux de capitaux ont intensifié la concurrence entre les émetteurs souverains pour s'assurer les conditions d'emprunt les plus avantageuses (autrement dit les moins onéreuses). L'introduction de l'euro a exacerbé cette tendance chez les gestionnaires de la dette de l'UE. Parallèlement à cette intensification de la concurrence, on a observé un renforcement de la convergence des mesures et des techniques mises en œuvre, ce qui s'est traduit par une standardisation accrue des politiques de gestion de la dette publique dans les pays membres de l'OCDE. La place grandissante accordée à la liquidité et à la diversification de la population d'investisseurs a favorisé cette évolution. Entre autres exemples, on retiendra l'adaptation des procédures d'émission dans de nombreux pays destinée à augmenter la liquidité et à élargir la population d'investisseurs, ainsi que l'utilisation d'opérations de rachat et d'échange visant à concentrer la dette sur un nombre inférieur de séries plus liquides.

De plus en plus, les procédures et les techniques de gestion de la dette bénéficient du concours de nouveaux systèmes électroniques. Ce chapitre passe en revue les initiatives prises par les gestionnaires de la dette des pays de

* Ce chapitre a été rédigé en collaboration avec Lori Santamarena, Chuck Andreatta et Nadir Isfahani du Trésor des États-Unis, Bureau de la dette publique. L'auteur a également bénéficié des commentaires précieux de collègues du Service de gestion de la dette publique de la Banque centrale du Danemark (Danmarks Nationalbank).

l'OCDE dans la mise en œuvre de ces systèmes sur le *marché primaire*. En outre, il analyse leur impact sur la structure du marché.

Sur le marché primaire, les systèmes électroniques sont utilisés pour : 1) des adjudications électroniques (systèmes qui traitent également des opérations de rachat et d'échange dans certains cas) ; 2) des émissions consortiales ; 3) des émissions s'adressant directement aux particuliers. Un nombre croissant d'émetteurs utilise des *systèmes d'adjudication électronique*. L'automatisation des procédures d'adjudication représente un gain d'efficacité par rapport aux procédures manuelles dans la mesure où elle accroît leur rapidité, leur fiabilité et leur rentabilité. De plus, au même titre que la publication de calendriers d'adjudication, l'introduction de systèmes d'adjudication électronique a renforcé la transparence. Tous ces facteurs jouent un rôle important dans la concurrence que se livrent les émetteurs souverains.

L'adjudication est le mode d'émission le plus utilisé. Cela étant, après l'introduction de l'euro, de nombreux pays de l'UE (notamment les plus petits) ont fait appel à des *émissions consortiales* en plus des adjudications. Cette méthode d'émission est particulièrement efficace pour accumuler rapidement un encours considérable. Mais jusqu'ici, l'expérience montre que les contacts entre le personnel de commercialisation et les investisseurs demeurent très importants, bien qu'il soit techniquement possible de soumettre des offres directement *via* le système électronique.

Un aspect particulier de la commercialisation électronique est *l'émission visant directement les particuliers*. Les progrès technologiques – notamment l'Internet – permettent aux émetteurs de s'adresser directement aux particuliers. Jusqu'ici, seul un nombre limité de pays ont eu recours à cette possibilité. Le principal facteur pris en compte est le coût. Par conséquent, les différents systèmes électroniques de vente directe aux particuliers reflètent différentes stratégies de réduction des coûts.

Un aspect stratégique important lié à l'émission électronique est la possibilité de cibler directement une plus vaste population d'investisseurs. Parallèlement à la mondialisation des marchés de capitaux, et notamment à la mise en place du marché obligataire de la zone euro, les émetteurs ont été de plus en plus soucieux de toucher une population d'investisseurs vaste et diversifiée. Dans ce contexte, la question de l'avenir des spécialistes en valeurs d'État est très controversée. A l'heure actuelle, la participation aux adjudications est réservée aux banques et, dans de nombreux pays, à un groupe de spécialistes en valeurs d'État qui jouent un rôle essentiel dans la distribution d'obligations aux investisseurs finaux. Dans la mesure où de nouvelles solutions techniques permettent désormais de destiner les émissions directement aux investisseurs finaux, nous traiterons également de l'avenir des systèmes d'intermédiaires.

II. Les systèmes d'adjudication électronique

Un nombre croissant de pays adopte des systèmes d'adjudication électronique (ou des systèmes électroniques d'émission en continu comme dans le cas des Pays-Bas). Le tableau 1 présente les systèmes d'adjudication utilisés dans quelques pays de l'OCDE.

La plupart des pays de l'OCDE disposent déjà ou ont l'intention de se doter (prochainement) d'un système d'adjudication électronique. La République tchèque par exemple est en train d'introduire le Bloomberg Auction System, la Slovaquie envisage la mise en place d'un système de spécialistes en valeur d'État (s'appuyant sur une plate-forme électronique) et le Royaume-Uni prévoit d'automatiser l'intégralité de son processus d'émission.

Tableau 1. **Systèmes d'adjudication électronique dans quelques pays de l'OCDE**

	Nom du système	Délai d'adjudication (min)
Allemagne	Automatisiertes Bietungs System	« Immédiatement »
Australie	Reserve bank of Australia Information and Transfer System	30
Autriche	Austrian Direct Auction System	3
Belgique	Bloomberg Auction System	5
Danemark	DN Skatkammer (adjudication de bons du Trésor)	30
	SAXESS (vente d'obligations en continu)	–
Espagne	CADE (système de gestion dématérialisée des titres de la Banque d'Espagne)	5
États-Unis	TAAPS	10-15
Finlande	Bloomberg Auction System	5
France	TELSAT	« moins de 5 min »
Grèce	Système de négociation électronique (HDAT)	« quelques heures »
Hong-Kong	Exchange Fund Bills and Notes Clearing and Settlement System	
Irlande	Bloomberg Auction System	5
Italie	National Interbank Datatransmission Network	30
Mexique	Primaria (conçu et géré par la Banque centrale)	90
Norvège	Système électronique fourni par la Bourse d'Oslo (ASTF – un système australien)	2-3
Nouvelle-Zélande	Austraclear	60
Pays-Bas	MTS Amsterdam (vente en continu – obligations à long terme)	–
	Bloomberg (adjudication de bons du Trésor)	4-5
Portugal	Bloomberg Auction System	« moins de 5 min »
Royaume-Uni	Bloomberg Auction System	15
Suède	SAXESS	15
Turquie	Système électronique de transfert de fonds et système électronique de transfert de titres	90

Source : OCDE, *Dette de l'administration centrale : annuaire statistique 1980-1999* ; Bureaux de gestion de la dette des pays de l'OCDE.

La procédure de base d'une adjudication électronique est en principe similaire aux adjudications traditionnelles par soumission d'enchères concurrentes, sauf que les offres sont soumises par voie électronique et non par télécopie ou par téléphone. Ce système permet d'automatiser les procédures depuis la soumission des offres jusqu'à l'adjudication. L'automatisation apporte par conséquent un gain d'efficacité. On retiendra plus particulièrement les avantages suivants :

1. Le délai entre la soumission des offres et l'adjudication peut être notablement réduit. Il est généralement inférieur à 30 minutes pour les systèmes d'adjudication électronique et peut descendre en-deçà de 5 minutes dans certains cas (voir tableau 1). Par conséquent, les risques sont moins importants pour les soumissionnaires, dans la mesure où ils peuvent être informés plus rapidement de leurs positions ce qui, partant, réduit la probabilité d'une évolution inattendue des prix pendant le délai d'adjudication. C'est pour cette raison que le « délai d'adjudication » est devenu un paramètre intervenant dans la concurrence entre les émetteurs souverains.
2. Avec un système de traitement direct (STD) entièrement automatisé, le risque opérationnel (le risque d'erreur dans la communication et l'enregistrement des transactions par exemple) devrait en principe être également réduit, dans la mesure où les transactions n'impliquent pas d'interventions manuelles.
3. Les STD sollicitant moins de main-d'œuvre, ils sont également plus rentables.
4. Les systèmes d'adjudication électronique sont modulables ; ils peuvent théoriquement traiter un nombre illimité d'offres. L'émetteur bénéficie également d'un meilleur vecteur de distribution pouvant permettre un lien direct avec les investisseurs. Cela étant, à quelques exceptions près, le principal lien avec les investisseurs – et donc la structure qui relie les intervenants du marché (émetteurs, opérateurs, investisseurs institutionnels et particuliers) – n'a pas changé, malgré la prolifération des systèmes d'adjudication électronique. La participation aux adjudications continue d'être réservée aux banques et, dans de nombreux pays, à un groupe restreint de spécialistes en valeurs d'État. De nouvelles technologies permettent toutefois d'émettre des titres en ciblant directement les investisseurs finaux, court-circuitant ainsi le système des spécialistes. C'est la raison pour laquelle on reviendra dans la partie VI sur l'avenir des spécialistes en valeur d'État.
5. L'introduction de systèmes d'adjudication électronique a encore amélioré la transparence, déjà renforcée par la publication régulière de calendriers d'adjudications.
6. Un système d'adjudication électronique permet également de faciliter des transactions complexes comme des opérations de rachat et d'échange.

III. Les émetteurs doivent-ils développer leur propre système d'adjudication électronique ?

Un aspect stratégique essentiel est la question de savoir si les émetteurs devraient développer leur propre système d'adjudication (interne). Certains pays, comme la France, utilisent des systèmes développés en interne, tandis que d'autres utilisent des plates-formes élaborées par des diffuseurs d'information financière de renom, comme celle de Bloomberg – *Bloomberg Auction System* (voir tableau 1).

Un nombre croissant de pays utilisent les systèmes de diffuseurs de renom. On distingue trois raisons à cela. Premièrement, les coûts de développement déjà élevés de nouveaux systèmes continuent d'augmenter et, par conséquent, cette solution s'avère souvent plus rentable. Deuxièmement, les capacités des systèmes des diffuseurs ont déjà été amplement testées et leur réputation est reconnue sur le marché. Troisièmement, ces systèmes sont également choisis pour leur portée internationale. Compte tenu du fait que la plupart des institutions financières ont accès à un diffuseur international comme Bloomberg, les systèmes d'adjudication administrés par de tels diffuseurs permettraient à l'émetteur d'accéder facilement aux marchés internationaux.

Plutôt que de s'impliquer directement dans le développement de systèmes internes, de nombreux émetteurs souverains se limitent à un rôle de soutien, notamment en renforçant la transparence du marché. Ce rôle comprend la mise en place de canaux d'information de qualité. Par exemple, de nombreux émetteurs souverains ont développé leur propre site web, où ils publient régulièrement des données concernant la gestion de la dette publique.

IV. Émission consortiale et émission d'obligations par voie électronique

Les systèmes électroniques peuvent également être utilisés pour des émissions consortiales. Ces deux dernières années, les émissions consortiales (c'est-à-dire la vente de titres aux investisseurs par l'intermédiaire d'un consortium de banques) ont notamment été utilisées par les petits pays de la zone euro afin d'atteindre un encours initial important et d'augmenter ainsi rapidement la liquidité des titres émis¹. Les émissions consortiales permettent également d'élargir la population d'investisseurs.

Dans le cadre des émissions consortiales, les opérateurs sont les principaux intermédiaires entre les émetteurs et les investisseurs finaux. Les systèmes électroniques, notamment l'Internet, peuvent être utilisés de différentes façons en tant qu'instrument du processus d'émission consortiale. Ils sont généralement fournis par des banques d'investissement participant au consortium.

Encadré 1. Structures des émissions consortiales

Les émissions consortiales se distinguent par le nombre de carnets d'ordres électroniques et par l'accessibilité de ces derniers.

- Dans le système du carnet d'ordres commun (*pot syndicate*), la totalité des ordres des investisseurs est regroupée dans un carnet d'ordres unique. Normalement, seul l'émetteur et le(s) chef(s) de file y ont accès. Dans certains cas, les co-chefs de file réservent des titres pour les vendre à leurs investisseurs respectifs. Dans d'autres, les co-chefs de file ne réservent pas de titres mais perçoivent une compensation financière au titre de leur implication dans la transaction.
- Dans le système de *réserve intégrale* de l'émission (*full retention*), chacun des chefs et des co-chefs de file réservent des titres indépendamment et les répartissent entre leurs investisseurs. Dans ce système, le processus de constitution du carnet d'ordres n'est pas transparent pour l'émetteur et ce sont soit l'émetteur soit les chefs de file qui contrôlent l'ensemble du processus de distribution des obligations.

Au cours de la période de commercialisation, l'Internet constitue un outil efficace pour diffuser rapidement des informations à un grand nombre d'investisseurs potentiels. Ainsi, l'émetteur peut atteindre des investisseurs potentiels qui n'auraient pas été informés de l'émission en temps normal. Pendant le processus de constitution du carnet d'ordres, l'Internet peut être utilisé par les investisseurs pour soumettre des offres directement et/ou par les agents de commercialisation, qui peuvent transmettre les ordres reçus par téléphone ou par d'autres moyens. La constitution d'un carnet d'ordres par voie électronique permet de fournir à l'émetteur et au consortium des informations en temps réel sur le processus de soumission des offres, renforçant ainsi la transparence de la formation des prix. Le degré de transparence dépend de la structure de l'émission consortiale (voir encadré 1).

La Finlande, le Portugal et l'Espagne, ont utilisé l'Internet comme nouvel outil dans le cadre de transactions consortiales. Avec l'émission consortiale d'un nouveau titre de référence à 10 ans (5.75 % 2011) en février 2000, la Finlande a été le premier émetteur souverain à utiliser l'Internet dans le cadre d'une telle opération. Le Portugal a suivi son exemple en émettant une obligation de référence à 5 ans (obligation du Trésor 5.25 % 2011) en mars 2000.

Cela étant, jusqu'ici, l'expérience montre que, malgré la possibilité technique pour les investisseurs de soumettre des offres directement *via* ce système, les contacts entre le personnel de commercialisation et les investisseurs conservent une place importante. A cet égard, ces émissions consortiales de titres d'État ont été assez comparables à des émissions d'obligations classiques. Les émissions consortiales se sont surtout distinguées par la capacité des émetteurs (et du consortium) à suivre la constitution du carnet d'ordres en temps réel².

V. Émissions ouvertes aux particuliers

Bien que les émetteurs soient désormais en mesure, techniquement, de s'adresser directement aux particuliers, les initiatives dans ce sens restent limitées. L'Espagne, la Suède et les États-Unis par exemple ont mis en place des systèmes qui permettent aux particuliers de participer directement aux adjudications *via* l'Internet (voir tableau 2). Cela étant, les montants émis par ce biais sont relativement limités.

La structure du marché des petits investisseurs diffère selon les pays. Certains pays comme le Portugal et la Suède émettent des instruments spécifiquement conçus pour les particuliers, tandis que d'autres n'émettent pas d'instruments spécifiques, mais appliquent des procédures et des mécanismes spéciaux pour vendre des instruments de dette standards aux particuliers. En Autriche par exemple, les particuliers peuvent soumettre des offres dans le cadre d'adjudications régulières par le biais du système de spécialistes en valeur d'État. D'autres pays ne prévoient aucune mesure spécifique pour les particuliers. Selon un rapport du Groupe Brouhns sur l'utilisation d'instruments de la dette adaptés aux particuliers dans les pays de l'UE, la majorité des États membres en émettent. Cela étant, les ventes aux particuliers ne représentent que 1 % à 20 % du total de la dette³. Bien qu'il n'existe aucune étude statistique officielle

Tableau 2. Émissions électroniques ouvertes aux particuliers dans quelques pays de l'OCDE

	Nom du système	Commentaire
Espagne	TESORO.ES	Les particuliers peuvent acheter des obligations à court terme et à long terme sur l'Internet. En 2000-2001, le montant des émissions a atteint 2 millions d'euros. Le règlement est transféré à la Banque d'Espagne.
États-Unis	Treasury Direct	
Suède	RiksgäldsSpar	

détaillée et complète concernant les pays de l'OCDE, les chiffres disponibles indiquent que la part des petits investisseurs est relativement faible.

Lorsque les émetteurs envisagent de vendre directement leurs titres aux particuliers, ils doivent évaluer les frais de distribution correspondants. Les différentes approches choisies à cet effet reflètent autant de conceptions et de stratégies de réduction des coûts adoptées par les émetteurs. Ces stratégies influenceront elles-mêmes sur les choix des émetteurs souverains concernant le recours aux nouvelles technologies sur le marché des petits investisseurs. L'Espagne et la Suède sont actuellement les pays les plus avancés à cet égard, avec la mise en place de systèmes permettant aux particuliers d'acheter des obligations directement auprès de l'organisme de gestion de la dette.

Un argument souvent avancé en faveur des émissions accessibles aux particuliers consiste à dire que les intermédiaires, comme les banques, ont tendance à recommander leur propres produits aux particuliers (au lieu d'obligations d'État). Par exemple, si une banque appartient à un groupe qui détient également un établissement de crédit hypothécaire, elle n'a que peu d'intérêt à conseiller à ses clients d'acheter des obligations d'État plutôt que des obligations hypothécaires. L'émission directe permettrait de contourner cet obstacle. Le revers de la médaille, c'est que la gestion d'un système – même électronique – permettant aux particuliers d'acheter directement des obligations demande beaucoup de main-d'œuvre, ce qui la rend relativement onéreuse. Les particuliers achètent généralement des titres en petite quantité et le règlement de la transaction implique une ou plusieurs banques. Le coût total (c'est-à-dire le coût de l'émission directe plus les frais de gestion) doit être comparé aux coûts engendrés par une émission réservée à des investisseurs institutionnels.

VI. L'avenir des spécialistes en valeurs d'État

L'émission par voie électronique assure un meilleur canal de distribution en permettant notamment d'entrer directement en relation avec les investisseurs finaux. Avec l'augmentation du nombre d'investisseurs finaux pouvant accéder directement aux systèmes d'émission électronique, le rôle des opérateurs (spécialisés en valeurs d'État) va diminuer. On semble malgré tout s'accorder sur le fait qu'en dépit de l'expansion des systèmes électroniques, ce rôle continuera d'être important dans un proche avenir.

Pourquoi ? Supposons qu'un emprunteur émette des obligations exclusivement *via* un système électronique permettant aux opérateurs et aux investisseurs finaux de soumettre des offres. De prime abord, cela impliquerait une demande plus importante et une intensification de la concurrence lors du processus de soumission et donc, une réduction des coûts d'emprunt pour l'émetteur. Cela étant, l'augmentation (potentielle) du nombre de soumissionnaires doit être mise en balance avec les avan-

tages que présente le fait d'avoir un nombre restreint de spécialistes en valeurs d'État agréés qui sont obligés d'acheter un certain volume d'obligations.

Parmi les arguments plus spécifiques en faveur de l'intermédiation des spécialistes en valeurs d'État, on en retiendra deux : *premièrement*, ces spécialistes limitent le risque d'exécution (c'est-à-dire le risque de ne pas réussir à vendre suffisamment de titres lors de l'adjudication). De nombreux pays ont des jours fixes pour les adjudications ou un délai déterminé entre ces dernières et publient des calendriers d'adjudication. Cela étant, tout en renforçant la transparence du marché, les émetteurs sont devenus plus vulnérables aux conditions de marché prévalant à une date donnée. Cela a eu pour effet de rendre les émetteurs plus dépendants des spécialistes en valeurs d'État, qui peuvent temporairement acheter les titres restants dans le carnet d'ordres lorsque la demande est insuffisante. *Deuxièmement*, la participation exclusive des spécialistes en valeurs d'État aux adjudications constitue généralement un privilège qui leur est octroyé en contrepartie d'obligations de tenue de marché sur le marché secondaire. Dans la mesure où les accords avec les spécialistes définissent un ensemble de privilèges et de d'obligations, la suppression d'un privilège pourrait compromettre leur volonté à remplir leurs obligations. L'absence d'obligations de tenue de marché risque d'être préjudiciable au volume des transactions et, partant, à la liquidité, dans la mesure où les intervenants du marché seront moins enclins à prendre des positions s'ils courent plus de risques de ne pas pouvoir s'en défaire. Cela est particulièrement vrai lorsque le marché connaît des difficultés. La baisse de la liquidité, elle, aura un impact négatif sur les coûts d'emprunt de l'émetteur souverain. En effet, la liquidité constitue elle aussi un facteur de concurrence essentiel.

Même si les spécialistes en valeurs d'État conservent une place importante sur le marché primaire, les émetteurs pourront toujours profiter des autres canaux de distribution qu'offrent les systèmes électroniques. Les systèmes d'émission électronique permettent d'ouvrir un réseau de spécialistes en valeurs d'État sur l'étranger et d'élargir la population d'investisseurs. Ils permettent aux banques d'investissement, quelle que soit leur origine, d'assumer le rôle de spécialistes en valeurs d'État dans n'importe quel pays.

Par conséquent, les émetteurs recourent de plus en plus à un réseau international étendu de spécialistes en valeurs d'État⁴. Plus que par le passé, ils font appel à des spécialistes étrangers. De plus, la concentration du secteur des banques d'investissement actives à l'échelle mondiale se traduit par l'apparition de spécialistes ayant un champ d'action plus étendu au niveau international. Le rôle des banques locales en tant que spécialistes en valeurs d'État est par conséquent en régression.

De façon plus générale, les entreprises d'investissement vont également continuer de jouer un rôle dans la mesure où l'on aura besoin d'intermédiaires professionnels capables d'offrir des conseils en investissement élaborés, de trai-

ter les informations (collecte, gestion et interprétation) et d'exécuter les ordres (concernant notamment les produits non standardisés comme les instruments dérivés). Cette demande concerne les particuliers au même titre que les investisseurs institutionnels.

VII. L'avenir des marchés primaires de la dette

La délimitation traditionnelle du marché entre les segments émetteur-opérateur et opérateur-investisseur tend de plus en plus à s'estomper. Il existe désormais de nombreux exemples d'émissions sollicitant directement les particuliers et, de plus en plus, les investisseurs peuvent (du moins dans une certaine mesure) échanger des titres directement. Cela étant, comme on le verra dans le chapitre 5, la plupart des transactions passent encore par un intermédiaire, la majeure partie des obligations étant distribuée aux investisseurs finaux par des spécialistes en valeurs d'État. En d'autres termes, même si les émetteurs sollicitent de plus en plus souvent les investisseurs directement, l'organisation fondamentale du marché ne devrait pas changer dans un futur proche. Comme on l'a vu précédemment, un des aspects essentiels d'une émission ciblant directement les investisseurs est l'augmentation du risque d'exécution. Les émetteurs doivent évaluer le potentiel d'élargissement et d'internationalisation de la population d'investisseurs par rapport à ce risque. De toute évidence, un facteur important est la bonne disposition des investisseurs institutionnels à acheter directement sur le marché primaire, afin d'absorber une partie du risque d'exécution. Certaines enquêtes indiquent que les investisseurs institutionnels ne sont pas très désireux d'accéder au marché primaire.

A court terme, les émetteurs pourraient opter pour une sorte de « compromis » en recourant aux systèmes électroniques afin de constituer un réseau international plus étendu de spécialistes en valeurs d'État et, partant, de mieux diversifier la population d'investisseurs. Ce choix pourrait favoriser une baisse des coûts d'emprunt et faciliter les émissions à venir.

A plus long terme, l'intégration accrue du segment institutionnel ainsi que les efforts supplémentaires déployés par les émetteurs afin de s'adresser directement aux particuliers, vont se traduire par un phénomène de désintermédiation (et donc par l'évolution du rôle des opérateurs).

VIII. Conclusion

Les systèmes électroniques renforcent l'efficacité des émissions de titres d'État grâce à l'amélioration de leur rapidité, de leur fiabilité et de leur rentabilité. Ils peuvent contribuer à l'objectif plus général de réduction des coûts d'emprunt. Cela étant, un système d'émission électronique n'est rien d'autre qu'un outil servant à émettre des obligations. Sa mise en place devrait s'accompagner de considérations stratégiques concernant le principal objectif de la gestion de la dette, à savoir minimiser les coûts d'emprunt tout en maintenant un niveau de risques acceptable.

Notes

1. L'Autriche, la Belgique, la Finlande, la Grèce et le Portugal ont procédé à des émissions consortiales d'obligations de référence (voir Danmarks Nationalbank, *Government Borrowing and Debt 2000*).
2. Le terme « e-bond » (obligation électronique) a quelquefois été utilisé pour décrire les émissions consortiales de la Finlande, du Portugal et de l'Espagne, bien que les systèmes électroniques n'y aient tenu qu'une place très limitée. Pour mieux définir la notion d'obligation électronique, il conviendrait de recourir au critère de l'utilisation systématique de technologies en ligne afin de faciliter l'émission d'obligations, notamment pour la tournée des investisseurs, la diffusion de rapports d'études et de prospectus, l'enregistrement en ligne des pré-réservations de titres par les clients, ainsi que la répartition en ligne des obligations sur les comptes de la clientèle.
3. Progress Report on European Union (EU) government bond instruments, Economic and Financial Committee Group on EU Government Bills and Bonds, novembre 2000. Ce rapport (en anglais uniquement) peut être téléchargé sur http://europa.eu.int/comm/economy_finance/efc/efc_reports_en.htm
4. Voir *Progress Report on Primary Dealership in EU Public Debt Management*, Economic and Financial Committee Group on EU Government Bills and Bonds, novembre 2000.

Bibliographie

- Economic and Financial Committee Group on EU Government Bills and Bonds,
Progress Report on European Union (EU) Government Bonds and Instruments, novembre 2000.
- Economic and Financial Committee Group on EU Government Bills and Bonds,
Progress Report on Primary Dealership in EU Public Debt Management, novembre 2000.
- Danmarks Nationalbank,
Danish Government Borrowing and Debt, 2000.
- The Bond Market Association,
eCommerce in the Fixed-Income Markets – The 2000 Review of Electronic Transaction Systems.
- OCDE 2000,
Dette de l'administration centrale : annuaire statistique, 1980-1999.

Chapitre 5

Impact des systèmes électroniques sur les marchés secondaires

par

Birgitte Søgaaard Holm*

Banque centrale du Danemark, Direction des marchés de capitaux,
Service de la gestion de la dette de l'administration centrale

I. Introduction

L'utilisation des systèmes de négociation électronique (SNE) s'est considérablement développée, ces dernières années, sur les marchés de la dette publique. La plupart des gestionnaires de la dette des pays de l'OCDE ont déjà introduit des systèmes de négociation électronique ou prévu de le faire dans un avenir proche. Par rapport aux marchés de changes et d'actions, pourtant, l'utilisation des SNE sur les marchés de la dette publique a pris du retard.

Plusieurs raisons expliquent que les SNE ont gagné du terrain sur les marchés de la dette publique au cours des dernières années.

D'une manière générale, les progrès technologiques ont rendu les SNE moins onéreux et plus conviviaux. Les investisseurs ont donc fait davantage pression pour que cette technologie soit introduite sur les marchés de la dette publique. Il est désormais tout à fait possible de négocier en parallèle différents types d'instruments financiers sur le même système électronique. Aujourd'hui, on peut également s'assurer de la diversification de son portefeuille simplement et à moindre coût. De plus, les instruments de la dette publique se sont standardisés et homogénéisés. Ils sont donc davantage adaptés à la négociation électronique, car les parties sont moins contraintes qu'hier d'établir un dialogue préalable aux transactions.

* Ce chapitre a été rédigé en collaboration avec Lori Santamorena, Chuck Andreatta et Nadir Isfahani du Trésor des États-Unis, Bureau de la dette publique. L'auteur a également bénéficié des commentaires précieux de collègues du Service de gestion de la dette publique de la Banque centrale du Danemark (Danmarks Nationalbank).

Ce chapitre traitera de l'impact des systèmes de négociation électronique sur les marchés secondaires (l'impact des systèmes de négociation électronique sur les marchés primaires est examiné au chapitre 4). A cette fin, nous commencerons par étudier, dans la section ci-dessous, les facteurs de la pénétration des systèmes électroniques. Nous aborderons ensuite l'impact des systèmes de négociation électronique sur le fonctionnement des marchés secondaires. Puis, nous analyserons la concurrence entre les différents fournisseurs de systèmes. Les scénarios futurs seront développés dans la dernière partie.

II. Pénétration des systèmes de négociation électronique

Dans un premier temps, c'est-à-dire au cours des années 70 et 80, l'évolution de la structure des marchés de la dette a été dictée par le financement de déficits importants. Dans un deuxième temps, pendant les années 90, la mondialisation du secteur de la finance, le développement des technologies de l'information et de la communication, ainsi que la déréglementation des marchés des capitaux ont joué un rôle essentiel dans l'évolution des marchés primaire et secondaire de la dette publique (voir le chapitre 1).

Les systèmes de négociation électronique favorisent la mondialisation de plusieurs manières. La plus évidente est que les SNE facilitent considérablement les opérations transnationales. De plus, ils peuvent accueillir un nombre de participants quasiment illimité, contrairement aux formules de négociation traditionnelles, comme le parquet, où le nombre des participants est physiquement limité. Enfin, la notion même de contrainte « physique » n'a plus aucun sens. Pour participer à un système de négociation électronique, il suffit : 1) d'installer un terminal (ou un micro-ordinateur) et 2) de se connecter au SNE.

III. Facteurs influant sur l'utilisation des systèmes de négociation électronique

Les systèmes de négociation électronique sont apparus il y a plus de dix ans, mais seulement de façon relativement récente sur les marchés de la dette publique. Plusieurs facteurs expliquent ce développement :

- Les progrès technologiques et l'amélioration des systèmes de négociation électronique.
- Plus particulièrement, la communication entre les différents systèmes et leur convivialité se sont améliorées¹. A titre d'exemple, un opérateur peut désormais voir sur le même écran les prix affichés par les différents systèmes et bénéficier, parmi toutes les offres, du prix le plus avantageux.
- Les pressions exercées par les investisseurs pour réduire les coûts de négociation.

- La négociation électronique est généralement moins coûteuse que les circuits de négociation traditionnels comme les services de courtage reposant sur la reconnaissance vocale. Les systèmes de négociation entièrement automatisés autorisant le traitement direct sont particulièrement efficaces ; les opérations sont en effet traitées directement par le post-marché sans aucune intervention humaine.
- Diversification des portefeuilles. La mondialisation permet aux investisseurs de diversifier leur portefeuille et d'exercer une pression à la baisse sur les coûts de négociation transnationale. C'est surtout vrai pour les investisseurs institutionnels comme les fonds de pension qui, compte tenu de leur croissance, revêtent une importance grandissante pour les marchés financiers, marchés de la dette publique inclus. L'introduction de l'euro a accéléré le processus de diversification, puisque les investisseurs peuvent désormais répartir leurs investissements sur plusieurs pays sans aucun risque de change. Les investisseurs institutionnels ont donc diversifié davantage leurs portefeuilles, car nombre d'entre eux sont généralement assujettis à des règles de placement des émissions limitant le volume des investissements en devises. De plus, les investisseurs institutionnels diversifient fréquemment leur portefeuille en fonction d'un indice obligataire. La création d'une place de marché où ils peuvent échanger en parallèle des obligations de différents émetteurs souverains est donc très pratique pour eux.
- Standardisation des produits de la dette publique. Les gestionnaires de la dette ont eu tendance à standardiser leur politique d'émission. La plupart des pays émettent des titres à taux fixe remboursables *in fine*, assortis d'échéances de 2 à 30 ans, pour conférer une prime de liquidité aux titres de référence afin de minimiser les coûts d'emprunt. De ce fait, les instruments de la dette publique se sont standardisés et homogénéisés. Ils sont donc davantage adaptés à la négociation électronique, car les parties sont moins contraintes qu'hier d'établir un dialogue préalable aux transactions.

IV. Définition et caractéristiques des systèmes de négociation électronique

Il est difficile de donner une définition précise des systèmes de négociation électronique en raison de la grande variété des systèmes et de leur conception. Une étude de la BRI définit les systèmes de négociation électronique en ces termes :

Un dispositif qui propose tout ou partie des services suivants : routage électronique des ordres (transmission des ordres des utilisateurs au système d'exécution), exécution automatisée des ordres (transformation des ordres en transactions) et diffusion électronique des informations pré-transactions (cotation et profondeur des cours à l'achat/à la vente) et des informations post-transactions (données sur les prix et les volumes des transactions).

Cette définition est très large, car elle inclut les systèmes qui ne prévoient pas l'exécution automatisée des opérations. Une définition plus restrictive ne

comprendrait que les systèmes autorisant l'exécution automatisée des opérations. *The Bond Market Association* (TBMA – l'Association américaine du marché obligataire) classe les systèmes de négociation électronique en différentes catégories : rapprochement croisé des ordres, plates-formes de courtage électronique, systèmes à opérateur(s) unique ou multiples. On trouvera de plus amples détails sur ces systèmes dans les annexes au présent chapitre.

La description que nous en donnons repose sur les fonctions qu'ils proposent. Aucune distinction n'est donc faite dans ce chapitre sur des critères de statut réglementaire (bourse, marché de courtiers ou de gré à gré)².

Un large éventail de systèmes de négociation électronique (SNE) s'est développé en réaction à l'expansion des marchés et aux progrès technologiques. On peut dégager trois caractéristiques générales³ :

- *Les systèmes de négociation électronique ne sont pas soumis aux contraintes physiques et permettent des interactions multilatérales en continu.* La négociation par téléphone est elle aussi libérée des contraintes physiques, mais elle n'autorise pas les interactions multilatérales en continu.
- *Les systèmes de négociation électronique sont évolutifs.* Contrairement au parquet, où le nombre des participants est physiquement limité, un système électronique peut accueillir un nombre de participants quasiment illimité. Les systèmes de négociation électronique sont donc idéalement placés pour exploiter les économies d'échelles potentielles de la négociation de titres [voir ci-après].
- *Les systèmes de négociation électronique sont intégrés.* Les systèmes de négociation électronique permettent un traitement direct.

V. Présentation générale des SNE dans les pays de l'OCDE

Au total, le nombre des systèmes de négociation électronique des marchés obligataires aux États-Unis et en Europe (obligations d'État, de sociétés, des collectivités locales, etc. incluses), tel qu'il ressort d'une récente étude de *The Bond Market Association*, est passé de 10 en 1997 à 65 en 2001 (voir le tableau 1).

Les obligations du gouvernement des États-Unis se négociaient sur 9 systèmes de négociation électronique en 1997 et 34 en 2001. Les obligations d'État européennes s'échangeaient sur 22 systèmes en 2001.

La plupart des pays de l'OCDE ont mis en place des systèmes de négociation électronique ou devraient le faire dans un avenir proche. Le tableau 2 donne un aperçu des systèmes de négociation électronique de quelques pays de l'OCDE.

VI. Impact des SNE sur la structure du marché secondaire

S'agissant des structures des marchés, les systèmes électroniques ont eu un impact plus important sur le marché secondaire que sur le marché primaire⁴. La

Tableau 1. Les systèmes de négociation électronique sur les marchés obligataires : 1997-2001

Type de système	1997	1998	1999	2000	2001
Rapprochement croisé des ordres	2	6	8	22	20
Plates-formes de courtage électronique	1	0	5	10	15
A opérateurs multiples	0	4	3	9	11
A opérateur unique	7	12	13	17	19
Autre	0	2	1	0	0
Total	10	24	30	58	65
<i>dont</i> systèmes concernant les obligations du gouvernement des États-Unis	9	20	27	34	34
<i>dont</i> systèmes concernant les obligations d'État européennes	n.d.	n.d.	n.d.	9	22

Note : Le nombre et le type des systèmes électroniques changent fréquemment. On trouvera sur le site Internet de *The Bond Market Association* (www.bondmarkets.com/research) une mise à jour de cette étude proposant une fonction de recherche.

Source : The Bond Market Association, *eCommerce in the Fixed-Income Markets – The 2000 review of electronic transaction systems*, novembre 2000 et mise à jour du site Internet en date du 12 novembre 2001.

négociation d'obligations d'État par voie électronique a littéralement explosé. La prolifération des systèmes de négociation électronique influe à la fois sur l'investisseur et sur l'émetteur.

Pour l'investisseur, la négociation électronique implique une diminution des coûts de négociation et facilite la diversification de son portefeuille. Pour l'émetteur, ce type de négociation permet d'accéder plus facilement aux investisseurs (et donc de continuer à diversifier sa population d'investisseurs) et d'accroître la liquidité. Ces éléments contribuent eux-mêmes à la réduction des coûts d'emprunt.

a) Des marchés plus efficaces et des coûts de négociation moins élevés

Comme on l'a vu précédemment, la demande des investisseurs institutionnels quant à une diminution des coûts de négociation a constitué un facteur déterminant de l'introduction des SNE. La négociation électronique peut contribuer à la réduction de ces coûts de plusieurs manières : premièrement, en faisant baisser les coûts directs en termes de frais et commissions ; deuxièmement, en jouant sur les coûts indirects lorsque les écarts de cours acheteur/vendeur se resserrent. L'écart de cours acheteur/vendeur reflète l'efficacité du marché et dépend, entre autres, de la liquidité du marché. Plus le marché est liquide, plus les écarts de cours sont faibles. Ces deux phénomènes sont avérés sur le marché

Tableau 2. Les systèmes de négociation électronique dans quelques pays de l'OCDE

	Nom du système	Volume moyen des obligations négociées chaque jour (en millions d'euros)
Allemagne	Eurex	500
Autriche	EuroMTS	n.d.
Belgique	MTS Belgique	300
Corée	KTS	180
Danemark	SAXESS	2.060
Espagne	Senaf	1.583
États-Unis	MTS Espagne	n.d.
	TradeWeb	9.130
	Garban	6.850
	e-Speed	n.d.
Finlande	BrokerTec	n.d.
	Néant, mais une plate-forme électronique devrait être mise en service en 2002.	-
France	MTS France/EuroMTS	350/400
	Instinet	n.d.
	Broker Tec	60
Grèce	HDAT	n.d.
Hong-Kong	Néant	-
Irlande	Néant	-
Islande	Bourse d'Islande	12
Italie	MTS Italie	n.d.
	MOT	n.d.
Japon	MTS Japon	-
Luxembourg	Néant	-
Pays-Bas	MTS Amsterdam	500
Portugal	MTS Portugal	150
République tchèque	RM Systém	55
Royaume-Uni	Néant, mais un système électronique sera introduit prochainement.	-
Singapour	Néant	-
Suède	SAXESS	n.d.
Suisse	SWX	200
Turquie	ATS	1.667

des États-Unis. Les études montrent en outre que la négociation électronique induit généralement des coûts plus faibles que la négociation traditionnelle sur le parquet⁵.

Enfin, le recours au traitement direct, qui permet de transmettre au service de gestion des risques et au post-marché automatiquement, par voie électronique, les détails d'une transaction conclue, diminue les coûts administratifs de la négociation. Comme on l'a vu, le traitement direct nécessite moins de main-d'œuvre et il est donc plus rentable.

En somme, du point de vue des émetteurs, la négociation électronique a un impact positif sur l'efficacité des marchés et les coûts d'emprunt.

b) SNE et liquidité

Parmi les caractéristiques des marchés de la dette publique, la liquidité a pris une importance croissante. C'est un élément décisif pour les investisseurs qui négocient des obligations d'État et pour les émetteurs qui cherchent à minimiser leurs coûts d'emprunt. Il est pourtant difficile de la mesurer. Habituellement, l'encours, le volume des transactions et les écarts de cours acheteur/vendeur sont utilisés pour évaluer la liquidité (voir également le chapitre 1). Plus l'encours et le volume des transactions sont importants et les écarts de cours acheteur/vendeur restreints, plus le marché étudié est liquide⁶.

Les émetteurs mettent l'accent sur la liquidité, car elle permet de jouer directement sur les coûts d'emprunt. Les investisseurs, quant à eux, sont prêts à acquitter une prime de liquidité pour les obligations présentant un rendement élevé, car ils sont ainsi assurés de pouvoir revendre leurs titres même sur des marchés chahutés sans pour autant peser sur le cours de marché. Parallèlement, la liquidité est devenue le principal baromètre de la concurrence.

Les systèmes de négociation électronique peuvent accueillir un nombre considérable de participants. On présume fréquemment qu'il existe un lien positif entre le nombre de participants d'un système et le volume des transactions, et donc la liquidité. Le rôle des spécialistes en valeurs d'État et/ou des teneurs de marché est déterminant à cet égard. Pour garantir la liquidité des marchés, même en période de tension, de nombreux pays de l'OCDE ont encore recours à des systèmes de spécialistes en valeurs d'État, qui prévoient des obligations de tenue du marché secondaire. On pourrait en conclure que les systèmes de négociation électronique ne suffisent pas en eux-mêmes à accroître la liquidité. De fait, il est intéressant d'étudier l'usage qui est fait des obligations de tenue de marché dans les systèmes de négociation électronique. Le système d'intermédiaires en valeurs d'État EuroMTS constitue un parfait exemple à cet effet. Les obligations de tenue de marché sur EuroMTS sont exposées en détail dans l'encadré 1⁷.

c) SNE et transparence

La négociation électronique favorise la collecte et la diffusion, à un moindre coût, des informations concernant les transactions, ce qui contribue par là-même à renforcer la transparence du marché. La capacité des systèmes de négociation électronique à fournir davantage d'informations et donc à accroître la transparence est fonction de la configuration effective de chaque système.

Encadré 1. La tenue de marché sur EuroMTS

Dans le système EuroMTS, les teneurs de marché ont l'obligation de proposer en permanence des prix fermes à l'achat et à la vente, pour un ensemble de titres donné. En général, les prix doivent être affichés chaque jour, pendant au moins 5 heures et pour une quantité minimum définie ; dans certains cas, ces prix doivent s'inscrire dans un écart maximum. Les titres sont attribués aux teneurs de marchés selon une procédure spécifique et ils sont renouvelés tout au plus une fois par mois.

Les obligations sont résumées dans le tableau ci-dessous. Elles varient entre les pays qui ont adhéré les premiers à ce système (Allemagne, France et Italie) et ceux qui l'ont rejoint plus tard (Autriche, Belgique, Espagne, Finlande, Grèce, Pays-Bas et Portugal).

Fourchette d'échéances	Cotation min. (en millions d'euros)	Écart maximum pays pionniers	Écart maximum autres pays
1.25-3.5	10	4	5
3.5-6.5	10	5	7
6.5-13.5	10	7	10
> 13.5	5	20	25

Source : Règles du système EuroMTS (*Rules of the EuroMTS system*), EuroMTS Limited.

La transparence des marchés se définit d'ordinaire comme la capacité des intervenants à obtenir des informations au cours de la négociation. La transparence peut s'évaluer dans son ensemble, mais d'une manière générale, on fait la distinction entre les informations pré-transactions et les informations post-transactions. Les *informations pré-transactions* renvoient à la disponibilité des informations concernant les prix d'achat et les prix de vente, tandis que les *informations post-transactions* font référence aux informations sur les opérations passées. Le niveau de transparence dépend de la personne à qui s'adresse l'information : le public et/ou les intervenants. L'anonymat désigne la non-divulgaration des informations relatives à l'identité de la contrepartie.

Dans la pratique, le niveau de la transparence et de l'anonymat varie selon les marchés et aussi selon les systèmes électroniques. En fait, leur potentiel de

transparence est loin d'être exploité. Cette situation tient en partie à des publications peu convaincantes concernant les effets de la transparence sur la liquidité et l'efficacité du marché⁸. D'une part, il est avéré qu'une augmentation du volume des informations pré-transactions accroît la liquidité, puisque les opérateurs (non informés) se montrent plus actifs. D'autre part, en cas d'amélioration de la transparence, les teneurs de marché ont plus de mal à dénouer d'importantes positions ouvertes sans affecter les cours (ce qui pèse sur la liquidité). Une étude empirique de l'italien MTS, une plate-forme de courtage électronique, montre que l'anonymat réduit les coûts de négociation pour les opérations importantes, diminue la volatilité des cours et accroît l'efficacité⁹. De plus, les travaux publiés laissent également entendre que les opérateurs informés seront en moins bonne posture lorsque la transparence augmentera, alors que les opérateurs non informés ne s'en porteront que mieux.

En clair, les opérateurs qui tirent profit de ces asymétries de l'information n'ont pas intérêt à faire pression pour accroître la transparence et donc limiter cette asymétrie. Les études indiquent que l'une des raisons pour lesquelles les opérateurs ont pris une part active à la promotion des systèmes dans lesquels ils détiennent une participation est que ces systèmes leur procurent un accès élargi et exclusif aux informations ayant trait aux opérations. Autrement dit, si les systèmes détenus par des opérateurs restent prépondérants, les opérateurs qui y participent pourront continuer à bénéficier des asymétries de l'information.

d) Le rôle d'une contrepartie centrale

Les questions liées à la transparence, et notamment à l'anonymat, relèvent d'une contrepartie centrale¹⁰. On peut définir une contrepartie centrale comme suit :

... un intermédiaire qui intervient dans les transactions entre un acheteur et un vendeur. La contrepartie centrale joue le rôle d'acheteur ou de vendeur, respectivement, pour chaque transaction conclue. Cela implique que la contrepartie supporte tous les risques.

Si le risque de crédit est élevé, il est préférable que la négociation se fasse en recourant à une contrepartie centrale. Dans un système électronique, le risque de crédit augmente parallèlement à l'anonymat, à l'élargissement de l'accès à des participants peu solvables et à la présence croissante de produits plus risqués. A titre d'exemple, le risque de crédit (potentiel) sur les contrats d'échange a tendance à être élevé. C'est pourquoi l'intensification de la négociation électronique de produits dérivés donnera encore plus d'acuité à la question de la contrepartie centrale.

Dans les plates-formes de courtage électronique, la demande d'anonymat total est forte et la négociation s'y fait généralement par l'intermédiaire d'une contrepartie centrale. On a donc introduit une contrepartie centrale dans

EuroMTS, un compartiment d'investisseurs institutionnels sélectif, réservé aux spécialistes en valeurs d'État remplissant un certain nombre de conditions. De même, lorsque les investisseurs ont davantage de possibilités de négocier directement les uns avec les autres, la solvabilité revêt une importance encore plus grande. Le rôle joué par la contrepartie centrale devient donc décisif.

e) SNE et stabilité financière

Quel est l'impact des SNE sur la volatilité et la stabilité du marché de la dette publique ? En général, la stabilité financière s'améliore lorsque les marchés gagnent¹¹.

- *en efficacité.* L'équilibre des cours qui sous-tend l'offre et la demande, ainsi que les ajustements se font avec le moins d'interruptions possibles, en l'absence de volatilité excessive sans lien avec l'évolution des paramètres fondamentaux ;
- *en liquidité.* Les transactions sont exécutées rapidement sans fluctuation démesurée des cours ;
- *en organisation.* Des ordres équivalents sont exécutés à des prix globalement équivalents ;
- *en stabilité et en résistance.* Les caractéristiques ci-dessus demeurent valables en temps d'incertitude et de tension sur le marché.

Puisque les systèmes de négociation électronique permettent d'accroître la liquidité en abaissant les coûts de négociation et en augmentant le nombre de participants, une amélioration de la liquidité des marchés de la dette publique s'accompagnerait d'un renforcement de l'efficacité des marchés et de leur stabilité.

Mais quant à savoir si le système conserve sa liquidité (et donc sa stabilité et sa résistance) en période de tension, c'est une autre affaire. C'est là que les obligations de tenue de marché jouent un rôle déterminant. Un système assorti d'obligations de tenue de marché, comme EuroMTS, devrait être plus stable en période de tension, car les teneurs de marché sont contraints de coter des prix indépendamment des conditions du marché. Pourtant, avec la situation extrêmement tendue de l'après-11 septembre 2001, les teneurs de marché du système MTS ont suspendu, sur les écrans, la cotation dans les deux sens.

VII. La concurrence entre les fournisseurs de systèmes

Jusqu'à présent, nous nous sommes principalement intéressés aux utilisateurs des systèmes de négociation électronique : émetteurs, opérateurs et investisseurs. Dans cette partie, nous nous attacherons aux fournisseurs de systèmes. Comme on l'a vu précédemment, le nombre des systèmes de négociation électro-

nique a fortement augmenté depuis 1997 (voir le tableau 1). Si cette tendance se poursuit, elle pourrait entraîner, comme le craignent certains analystes, une fragmentation de la liquidité. Cependant, la fusion en mai 2001 de deux systèmes de négociation électronique (BondClick et BondVision – ce dernier étant une subdivision d'EuroMTS) est dans l'ensemble apparue comme le point de départ d'un mouvement de concentration dans le secteur.

De toute évidence, il est difficile de prévoir quelle sera, demain, la structure du marché. En témoigne le fait que de nombreuses banques d'affaires importantes se couvrent en prenant des participations dans plusieurs des sociétés qui exploitent les systèmes électroniques. Il est donc plus judicieux d'évoquer les principaux facteurs qui affectent la concurrence entre les fournisseurs de systèmes.

a) Économies d'échelle

Les économies d'échelle sont inhérentes à la négociation de titres. La négociation des titres se caractérise par le poids des coûts fixes liés à la création d'un système de négociation (les frais d'entrée) et la relative faiblesse des coûts induits par l'accroissement du volume des transactions dans le système ou du nombre de participants. En d'autres termes, les coûts fixes, à savoir les frais d'entrée, sont très élevés et les coûts marginaux très bas. C'était déjà le cas avant l'introduction des systèmes de négociation électronique.

Les frais d'entrée ont probablement diminué au fil des progrès technologiques, entraînant ainsi une intensification de la concurrence. Plus récemment, pourtant, on a pu observer un ralentissement des arrivées de nouveaux systèmes sur le marché de la dette publique. Cette évolution pourrait indiquer une certaine saturation du marché ou un relèvement des barrières à l'entrée sur le marché de la dette publique en liaison avec la liquidité. Cette barrière, c'est *l'effet de réseau*.

b) L'effet de réseau

On suppose que la liquidité du système augmente parallèlement au nombre des participants, puisque les investisseurs peuvent négocier avec des écarts moins importants, tandis que l'achat et la vente peuvent se faire sans que le prix des titres n'évolue au détriment de l'investisseur. De fait, les investisseurs privilégient les places de marché importantes en raison des effets positifs découlant du nombre élevé des participants (l'effet de réseau).

En outre, l'effet de réseau peut également faire office de barrière à l'entrée et faire de la négociation électronique un « monopole naturel ». Cette situation peut résulter d'une « trop grande » concentration, c'est-à-dire que les intervenants actuels sont peu incités à introduire de nouvelles technologies pour satisfaire les besoins des clients. Par exemple, les grandes places boursières ont été les dernières à remplacer le parquet par des systèmes de négociation automatique (à la

Bourse de New York, le parquet représente encore une part importante des échanges de titres).

c) *Les émetteurs devraient-ils proposer des systèmes de négociation électronique ?*

Comme on l'a déjà vu, les actuels fournisseurs (et détenteurs) des systèmes de négociation électronique sont traditionnellement de grandes banques d'investissement internationales. Ce sont des intervenants importants sur le marché et comme les fournisseurs de systèmes, elles entendent conserver (voire renforcer) leur position sur le marché. Mais qu'en est-il des émetteurs ? Devraient-ils eux aussi envisager de consolider leur propre position en fournissant des systèmes électroniques ?

Pour l'émetteur, la création d'un système de négociation électronique sera probablement trop onéreuse. Les économies d'échelle induites par la négociation de titres ne sont pas une raison suffisante pour qu'un émetteur développe son propre système de négociation électronique. De plus, la mondialisation et les autres facteurs concurrentiels en présence favorisent la centralisation des places de marché, permettant de négocier en parallèle les instruments de la dette de divers émetteurs. Les investisseurs pourraient donc opter pour les places de marché leur permettant de négocier toute une palette d'instruments, et ne plus recourir aux différents systèmes de chaque émetteur souverain.

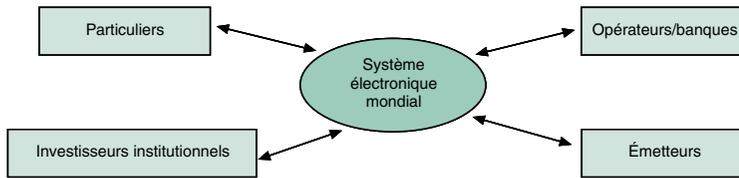
Au lieu de prendre part directement au développement de nouveaux systèmes électroniques (pour les marchés primaire et secondaire) les émetteurs souverains peuvent contribuer à renforcer l'infrastructure des marchés, et notamment en accroissant leur transparence.

VIII. L'avenir des marchés secondaires de la dette

Le développement des systèmes électroniques peut bouleverser la structure des marchés de la dette publique. Pour illustrer leur potentiel, le schéma 1 donne les grandes lignes du marché électronique « par excellence » ou absolu, composé d'un marché mondial unique où tous les intervenants – émetteurs, investisseurs, intermédiaires – interagissent les uns avec les autres. Il n'y a pas de frontière entre les compartiments des investisseurs institutionnels et les compartiments des opérations avec les particuliers, aucune séparation géographique, donc, et les marchés d'émetteur à opérateurs et d'opérateurs à investisseurs, ainsi que les marchés primaire et secondaire sont eux aussi totalement intégrés.

Dans la pratique, l'intégration totale des marchés de la dette est fort peu probable, mais au vu de la situation actuelle, on peut s'attendre à la voir s'intensifier dans certains secteurs du marché.

Schéma 1. Le marché électronique « suprême » de la dette publique



La frontière traditionnelle entre un segment d'émetteur à opérateur et un segment d'opérateur à investisseur commence à s'estomper. Il existe des exemples d'émissions directes auprès des particuliers, tandis que les investisseurs sont jusqu'à un certain point autorisés à négocier directement les uns avec les autres. La plupart des échanges, cependant, continuent de se faire *via* un intermédiaire ; la distribution des obligations aux investisseurs finaux par les spécialistes en valeurs d'État reste la principale méthode d'émission des titres d'emprunt.

Sur le marché secondaire, la structure des compartiments des investisseurs institutionnels a beaucoup plus changé que celle des compartiments des opérations avec les particuliers :

- Les particuliers peuvent négocier par voie électronique *via* des systèmes à opérateur(s) unique ou multiples, mais la contrepartie reste une banque. Dans la plupart des cas, il leur est impossible d'interagir directement avec d'autres investisseurs.
- Sur le marché entre opérateurs, ces derniers peuvent négocier les instruments de différents émetteurs souverains sur le même système. Ces marchés sont exclusivement des marchés de « grossistes », dans le sens où seules des banques remplissant certains critères sont autorisées à y participer ; les investisseurs institutionnels sont interdits d'accès au système électronique. Ces systèmes mettant l'accent sur la liquidité, qui est soutenue, dans certains systèmes, par des obligations de tenue de marché.
- Sur les marchés d'opérateur à investisseurs institutionnels, les systèmes de rapprochement croisé des ordres offrent davantage d'interactions entre les investisseurs institutionnels et les opérateurs.

Dans un proche avenir, on obtiendra probablement la situation suivante : le compartiment des investisseurs institutionnels restera sans doute séparé du

compartiment des opérations avec les particuliers, mais tous deux devraient connaître des changements :

- Sur le compartiment des opérations avec les particuliers, les investisseurs devraient se voir proposer des possibilités supplémentaires d'acheter et de négocier des obligations directement sur l'Internet. Dans la plupart des pays de l'OCDE, cependant, les particuliers ne représentent habituellement qu'une faible proportion de l'ensemble des investisseurs.
- Sur le compartiment des opérations avec les investisseurs institutionnels, ces derniers et les intermédiaires (banques/opérateurs) seront probablement davantage intégrés. L'actuelle ligne de démarcation entre les compartiments des investisseurs institutionnels « sélectifs » (où seuls les opérateurs remplissant certains critères sont admis) et les marchés destinés aux autres intermédiaires et investisseurs institutionnels, devrait devenir plus floue. Ce processus d'intégration devra de plus en plus tenir compte des différences de solvabilité. La gestion du risque de crédit et la volonté de préserver l'anonymat favorisent l'introduction d'un mécanisme de contrepartie centrale.

Ces changements structurels (le processus d'intégration sur les compartiments des investisseurs institutionnels et les émetteurs ciblant directement les particuliers) contribuent à renforcer la désintermédiation. Les intermédiaires devront modifier la teneur de leurs activités en donnant des conseils en placement ou en traitant des informations (collecte, gestion et interprétation), ou encore en exécutant des ordres sortant de l'ordinaire.

Enfin, comme on l'a vu précédemment, on peut s'attendre à un regroupement des fournisseurs de systèmes afin d'éviter une fragmentation de la liquidité. Ce sera notamment le cas des plates-formes de courtage électronique où la liquidité joue un rôle déterminant. Parallèlement, toutefois, les SNE devraient se développer à la fois sur le plan géographique et en admettant de nouveaux instruments à la négociation. En ce qui concerne le premier point, les systèmes de négociation électronique vont probablement être introduits dans un nombre croissant de pays, notamment les marchés émergents. S'agissant des instruments, les premières initiatives de négociation de produits dérivés sur des SNE ont déjà vu le jour¹². Puisque le risque de crédit est un aspect important des échanges de produits dérivés, le rôle d'une contrepartie centrale a pris une importance croissante.

IX. Conclusion

Le développement des systèmes de négociation électronique place les émetteurs souverains face à un défi de taille. Les systèmes de négociation électronique font évoluer les pratiques et les structures du marché, notamment en

modifiant les relations actuelles entre investisseurs, émetteurs et intermédiaires. En ce qui concerne la stratégie, comme sur les marchés primaires, la principale ligne de conduite des émetteurs pour saisir les opportunités et les défis des SNE doit être de chercher à abaisser les coûts d'emprunt.

Notes

1. D'un point de vue technique, les systèmes ont gagné en capacités de communication et en convivialité grâce au développement de l'interface utilisateur graphique (IUG).
2. Ce chapitre ne traite ni du contrôle, ni de la réglementation des systèmes de négociation électronique. Sur le plan réglementaire, les pays de l'OCDE ont réagi de façon très variée à l'évolution de ces systèmes. Certains d'entre eux n'ont introduit aucune nouvelle réglementation, alors que d'autres ont déjà mis en place des réglementations sur certains aspects de ces systèmes, voire sur l'ensemble des dispositifs. Ces prochaines années, la réglementation des systèmes de négociation électronique devrait être à l'ordre du jour dans de nombreux pays de l'OCDE.
3. Comité sur le système financier mondial de la BRI, *The Implications of electronic trading in financial markets* (en anglais uniquement), janvier 2001.
4. L'impact sur les structures du marché primaire est décrit au chapitre 4.
5. Ian Domowitz et Benn Steil, *Automation, Trading Costs, and the Structure of the Trading Services Industry* (en anglais uniquement), Brookings-Wharton Papers on Financial Services, 1999.
6. Pour plus de précisions sur la liquidité des marchés de la dette publique, voir Comité sur le système financier mondial de la BRI, *Market Liquidity : Research Findings and selected Policy Implications* (en anglais uniquement), mai 1999.
7. Le rôle que pourraient jouer les spécialistes en valeurs d'État compte tenu des perspectives d'intensification des relations entre émetteurs et investisseurs finaux est traité au chapitre 4.
8. Pour un bref aperçu des travaux publiés sur la transparence, voir A. Holland, *Dealership Markets and Transparency: A Brief Review of the Academic Literature* (en anglais uniquement).
9. A. Scalia et V. Vacca, *Does Market Transparency matter? A case Study* (en anglais uniquement), Banque d'Italie, *Economic research discussion papers*, n° 359, octobre 1999.
10. Le rôle de la contrepartie centrale est traité plus en détail dans A. Holland, *Electronic Trading in Government Bond Markets : Issues and Implications* (en anglais uniquement), mai 2000.
11. L'étude de la BRI sur la négociation électronique analyse la stabilité financière de façon plus approfondie (*The Implications of electronic trading in financial markets* [en anglais uniquement]).
12. SwapCross et SwapsWire sont des systèmes électroniques permettant de négocier des produits dérivés.

Annexe

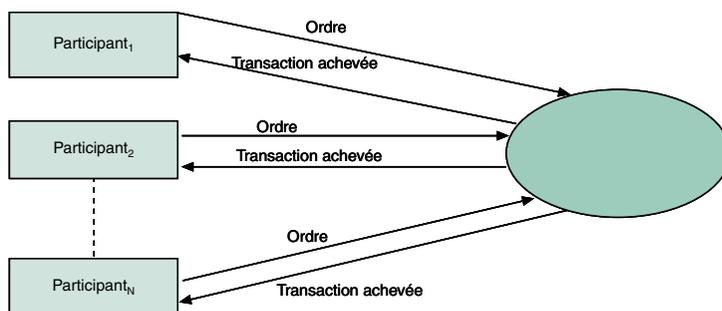
Types de systèmes de négociation électronique

The Bond Market Association (TBMA – Association américaine du marché obligataire) publie un recensement des systèmes de négociation électronique sur les marchés obligataires. Les systèmes y sont classés en plusieurs catégories : rapprochement croisé des ordres, plateformes de courtage électronique, systèmes à opérateur(s) unique ou multiples.

Dans les *systèmes de rapprochement croisé des ordres*, les participants introduisent des ordres d'achat ou de vente dans le système, qui établit automatiquement un rapprochement des ordres en fonction des prix. Les participants sont des opérateurs et/ou des investisseurs institutionnels. Si les participants sont uniquement des opérateurs, on parle de *plate-forme de courtage électronique* ; les principaux exemples en sont EuroMTS et BrokerTec. Ces systèmes remplacent les traditionnels services de courtage reposant sur la reconnaissance vocale.

La structure des systèmes de rapprochement croisé des ordres et/ou entre opérateurs est détaillée dans le schéma 2.

Schéma 2. Systèmes de rapprochement croisé des ordres

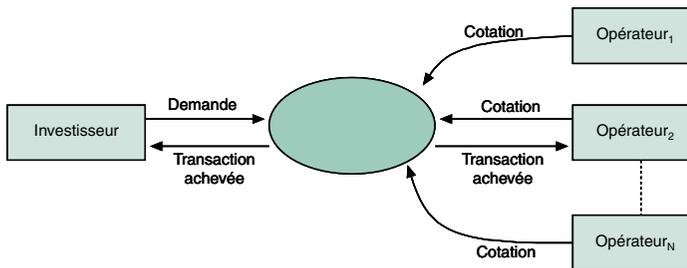


Dans les *systèmes de rapprochement croisé des ordres*, l'interaction des participants est entièrement multilatérale.

Il existe aussi un certain nombre de systèmes dits à opérateur(s) unique ou multiples, où les interactions sont bilatérales. Dans une certaine mesure, ces systèmes remplacent la négociation téléphonique.

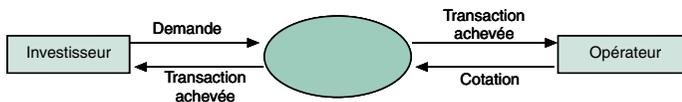
Les *systèmes à opérateurs multiples* transmettent aux investisseurs les ordres groupés de deux opérateurs ou plus, alors que les ordres peuvent être exécutés en choisissant parmi plusieurs cotations. Par rapport à la négociation téléphonique, les systèmes à opérateurs multiples présentent divers avantages : une plus grande transparence, des coûts de transaction moins élevés et davantage de possibilités de révision, car il est possible de prouver que l'opérateur a effectivement négocié au meilleur prix. La structure des systèmes à opérateurs multiples est illustrée dans le schéma 3.

Schéma 3. Les systèmes à opérateurs multiples



Dans les *systèmes à opérateur unique*, les investisseurs peuvent exécuter des transactions directement avec l'opérateur de leur choix, l'opérateur intervenant en qualité de commettant dans chaque transaction (voir le schéma 4).

Schéma 4. Les systèmes à opérateur unique



Bibliographie

Allison Holland,

UK Debt Management Office (Office britannique de gestion de la dette), *Electronic trading in Government Bond Markets: Issues and Implications* (en anglais seulement), document rédigé pour le dixième atelier de l'OCDE on Government Securities Markets and Public Debt Management in Emerging Markets, mai 2000.

Allison Holland,

UK Debt Management Office (Office britannique de gestion de la dette), *Dealership Markets and Transparency: A Brief Review of the Academic Literature* (en anglais seulement), document rédigé pour le dixième atelier de l'OCDE on Government Securities Markets and Public Debt Management in Emerging Markets, mai 2000.

Ian Domowitz et Benn Steil,

Automation, Trading Costs and the Structure of the Trading Services Industry (en anglais seulement), Brookings-Wharton Papers on Financial Services, 1999.

Comité sur le système financier mondial de la BRI,

The Implications of electronic trading in financial markets (en anglais seulement), janvier 2001.

Comité sur le système financier mondial de la BRI,

Market Liquidity: Research Findings and Selected Policy Implications (en anglais seulement), mai 1999.

The Bond Market Association,

eCommerce in the Fixed-Income Markets – The 2000 review of electronic transaction systems (en anglais seulement).

A. Scalia et V. Vacca,

Does Market Transparency matter? A case Study (en anglais seulement), Banque d'Italie, *Economic research discussion papers*, n° 359, octobre 1999.

Chapitre 6

Rôle et structure des offices de gestion de la dette

par

Lars Kalderen*

Ancien directeur général de l'Office suédois de la dette publique

et

Hans Blommestein

Secrétaire du Groupe de travail de l'OCDE sur la gestion de la dette publique

I. Introduction

Organisation des offices de gestion de la dette dans la zone de l'OCDE : tendances actuelles

Un nombre croissant de gouvernements des pays de l'OCDE accordent plus d'autonomie à la *composante opérationnelle* de leur dispositif de gestion de la dette. Il s'agit de mettre en œuvre les mesures de gestion de la dette de façon plus autonome par le biais d'offices de gestion de la dette. Malgré la diversité observée au niveau de leur position dans l'organigramme de l'administration publique et d'autres caractéristiques institutionnelles des offices de gestion de la dette, on s'accorde généralement sur le fait que ces organismes devraient bénéficier d'une autonomie suffisante par rapport à la sphère politique et s'occuper principalement des aspects opérationnels de la gestion de la dette souveraine. Dans ce chapitre, le terme d'« office autonome de gestion de la dette » désigne un office de gestion de la dette qui bénéficie d'une assez large autonomie opérationnelle vis-à-vis de la sphère politique. Le terme générique « office de gestion de la dette » (ou « office de la dette » tout court), recouvre en outre les services de gestion de la dette intégrés à un ministère, voire à la Banque centrale.

* Lars Kalderen a été le premier président des Ateliers sur les marchés de titres d'emprunt d'État et la gestion de la dette organisés chaque année par l'OCDE.

Précédents travaux de l'OCDE sur l'organisation des offices de gestion de la dette

Parmi les travaux déjà menés sur les caractéristiques institutionnelles des offices de gestion de la dette, citons un rapport de l'OCDE en deux volumes¹ datant de 1982-83 (le premier Livre vert, appelé ainsi en référence à la couleur de la couverture) et le rapport de l'OCDE intitulé *Les titres publics et la gestion de la dette dans les années 90* (le second Livre vert²). Plus récemment, en 1995-96³, l'OCDE et le FMI ont fait le point sur le sujet dans le cadre d'un projet commun.

Structure du chapitre

Le présent chapitre comporte cinq sections, dont cette introduction.

La *section II* retrace l'évolution à laquelle on a assisté, au cours des 25 dernières années, en matière d'implantation des offices de gestion de la dette : on est passé d'entités installées au sein du ministère des Finances et travaillant généralement en partenariat avec des équipes de la Banque centrale, à des offices de la dette plus autonomes, placés en dehors du ministère des Finances et fonctionnant comme des organismes publics s'occupant principalement de mettre en œuvre les mesures de gestion de la dette.

La *section III* évalue les arguments présentés à l'appui de la création d'offices autonomes de gestion de la dette, notamment : renforcement de la transparence, clarification de la chaîne de responsabilité, amélioration de l'efficacité et offre de perspectives de carrière et d'échelles de rémunération plus susceptibles d'attirer des spécialistes de la finance, et de les retenir.

La *section IV* analyse les réponses reçues à un questionnaire diffusé récemment par l'OCDE sur les aspects institutionnels de la gestion de la dette. Les offices de la dette de l'Australie, de la Belgique, de l'Irlande, de la Nouvelle-Zélande, de la Suède et du Royaume-Uni font l'objet d'une description détaillée.

Enfin, la *section V* évoque les futurs enjeux de la gestion de la dette. On verra que les progrès spectaculaires des technologies de l'information et de la communication influenceront largement les choix institutionnels qui seront faits pour les offices autonomes de gestion de la dette.

II. Examen des facteurs à l'œuvre dans l'évolution vers des offices autonomes de gestion de la dette

Contexte économique et financier

Au fond, la gestion de la dette telle qu'elle est pratiquée aujourd'hui trouve ses origines dans les années 70. A cette époque, nombre de pays de l'OCDE étaient confrontés à des chocs pétroliers, à une résurgence de l'inflation, à la montée du chômage et au creusement de leur déficit budgétaire et de celui de

leur balance des paiements. États et marchés de capitaux avaient à faire face à une volatilité sans précédent des flux de capitaux et à une accumulation de la dette extérieure et intérieure à laquelle ils n'étaient pas préparés. Pour faire face à ces défis inédits, les pouvoirs publics et les organisations internationales ont dû renforcer leur *capacité institutionnelle* à gérer la dette nationale et en devises. De nombreux pays ont en outre été amenés à compléter leur arsenal législatif et à créer de nouvelles structures et institutions. Le ministère en charge du Plan, le ministère de l'Économie, mais aussi les autorités judiciaires (le ministère de la Justice, notamment) ont donc eux aussi été mis à contribution. Au cours de cette phase de renforcement des institutions, les acteurs en présence se sont parfois livrés une rude concurrence pour tenter d'obtenir davantage de moyens. Il a également fallu s'entendre sur une certaine « division du travail » et une certaine répartition des responsabilités (et, accessoirement, résoudre les conflits de compétences).

A cette époque, le concept de « *gestionnaire de la dette publique* » avait deux acceptions : 1) le réseau d'organismes chargés de la gestion de la dette sous la responsabilité de la plus haute autorité politique du pays (c'est dans cette acception que le terme est utilisé par le second Livre vert de l'OCDE) ou 2) le haut fonctionnaire en charge de la gestion de la dette. Dans les pays qui ont une dette extérieure, ce haut fonctionnaire a par ailleurs souvent la tâche de négocier avec les bailleurs de fonds et les investisseurs étrangers.

Sur les marchés des capitaux, suite aux turbulences enregistrées dans les années 70, de nombreuses innovations ont été apportées aux techniques financières : de nouveaux instruments financiers et de nouveaux compartiments de marché ont ainsi vu le jour. Ces innovations se sont diffusées à un nombre toujours plus important de pays de l'OCDE, ainsi qu'aux marchés émergents. Le décor était ainsi planté pour l'avènement d'un marché financier mondialisé.

Comme on l'a vu au chapitre 1, le financement par les marchés des déficits budgétaires a représenté un des principaux facteurs de croissance du marché mondial des titres d'État dans les années 70 et 80. De nombreux gouvernements des pays de l'OCDE ont adopté des mesures visant à favoriser une gestion de la dette publique obéissant aux mécanismes du marché en améliorant les modalités de fonctionnement des marchés primaire et secondaire.

Pratiquement tous les pays de l'OCDE ont développé leurs marchés d'instruments publics à revenu fixe car ils cherchaient un moyen de financer leur déficit budgétaire si bien qu'aujourd'hui, dans la plupart de ces pays, les segments des valeurs mobilières à revenu fixe sont dominés par les marchés de la dette publique.

Le rapport de l'OCDE de 1993 (le second Livre vert de l'OCDE)

Le rapport de l'OCDE de 1993 contient un certain nombre de pistes de réflexion intéressantes sur les caractéristiques institutionnelles des gestionnaires de la dette publique.

D'emblée, il recommande fortement de confier au ministère des Finances la définition des grandes lignes de la politique de gestion de la dette publique, tout en présentant de nombreuses solutions institutionnelles envisageables pour la mise en œuvre de cette politique (l'aspect opérationnel de la gestion de la dette).

Le rapport note que le rôle de la Banque centrale dans la mise en œuvre de la politique de gestion de la dette publique varie d'un pays à l'autre : dans certains pays, la Banque centrale a un simple rôle d'*agent financier* de l'État alors que dans d'autres, elle assume la totalité des fonctions de *gestionnaire de la dette publique*. Dans ce dernier cas, la coordination entre politique de gestion de la dette et politique monétaire devient une simple question de bonne collaboration entre les services de la Banque centrale. Toujours selon le rapport, cette approche présente en outre l'avantage des contacts étroits qu'entretient normalement une Banque centrale avec les intervenants du marché. Pour qu'elle s'effectue dans de bonnes conditions, il n'en demeure pas moins que la coordination entre politique de gestion de la dette et politique monétaire peut nécessiter un dispositif plus formalisé. Il peut même être préférable, si l'on peut craindre que le gestionnaire de la dette publique « n'exerce des pressions inopportunes sur la Banque centrale en vue d'obtenir des concours commodes et peu onéreux », de prévoir un cloisonnement officiel entre ces deux domaines, inscrit dans la législation relative à la Banque centrale. Précisons qu'à l'époque où cette recommandation a été formulée, la Banque centrale était, dans la plupart des pays de l'OCDE, autorisée à accorder à l'État des facilités de découvert et/ou de trésorerie.

Le rapport de l'OCDE suggère un autre dispositif institutionnel consistant à déléguer les fonctions de gestionnaire de la dette publique à un organisme public autonome, séparé du ministère des Finances ou de la Banque centrale mais opérant sous la responsabilité générale du premier. En proposant des salaires plus attractifs que ceux de la fonction publique, cet organisme serait à même de recruter du personnel hautement qualifié, et de le retenir. Dans ce cas de figure, le ministère des Finances définit le mandat de l'organisme, formule des instructions ou des directives d'ordre général pour la conduite des opérations de la dette publique et supervise les activités du gestionnaire de la dette. Le ministre des Finances, en contrepartie, doit rendre compte au Parlement et, de manière générale, est tenu de respecter les directives inscrites dans la Loi de finances votée chaque année par le Parlement.

Quel que soit le dispositif institutionnel choisi, le rapport de l'OCDE estime qu'« il faut aussi des procédures claires et transparentes pour prendre et appliquer des décisions concernant les opérations de la dette publique (...). Les responsabilités, l'organisation hiérarchique et les procédures de contrôle correspondantes seront définies et organisées en conséquence. »

Le projet commun OCDE/FMI de 1995-96 sur la coordination entre la politique monétaire et la politique de gestion de la dette publique

Un large volet de l'enquête réalisée par l'OCDE et le FMI dans le cadre de leur projet commun de 1995-96 sur la coordination entre la politique monétaire et la politique de gestion de la dette publique a été consacré aux aspects institutionnels de la gestion de la dette souveraine. Cette enquête a porté sur 14 pays de la zone de l'OCDE et des économies émergentes. Le rapport auquel cette enquête a donné lieu (publié en 1997)⁴ note qu'au milieu des années 90, la plupart des fonctions *exécutives* de gestion de la dette avaient tendance à être confiées à des services spécialisés du ministère des Finances (rattachés le plus souvent à la direction du Trésor, investie par ailleurs d'autres tâches de gestion financière).

La Banque centrale était pour sa part souvent chargée des activités très techniques comme l'adjudication des titres et le règlement des transactions. A noter que dans certains pays, tels l'Italie et le Royaume-Uni, le rôle de la Banque centrale était bien plus vaste puisqu'il s'étendait à l'exécution, dans tous ses aspects, du programme de gestion de la dette décidé par le ministère des Finances et le Parlement. Le rapport de 1997 juge ce dispositif institutionnel approprié pour *les étapes préliminaires* de mise en place du cadre de la politique monétaire et de l'infrastructure d'un marché obligataire national.

Toutefois, une fois passées ces étapes préliminaires, lorsque le dispositif de contrôle monétaire et de gestion de la dette devient plus complexe, il peut être souhaitable de mettre en place un autre dispositif institutionnel plus susceptible d'atteindre les objectifs des pouvoirs publics dans ces domaines. A partir du moment où la Banque centrale se dote de nouveaux instruments de marché pour la conduite de sa politique monétaire et où la priorité de la gestion de la dette publique devient l'optimisation des coûts pour un niveau de risque donné, il vaut mieux, en général, prévoir une répartition des responsabilités. Laisser à la Banque centrale l'entière responsabilité de la mise en œuvre du programme de gestion de la dette est en effet la porte ouverte aux conflits d'intérêts. En outre, depuis l'arrivée à maturité des marchés financiers nationaux – qui s'appuient souvent sur un système de spécialistes en valeurs d'État – et la prise en charge par les banques commerciales et les établissements postaux du placement des titres

auprès des particuliers, la Banque centrale voit diminuer son rôle pionnier de développement des marchés des titres d'État.

A ce stade d'évolution, le transfert de l'exécution du programme de gestion de la dette à un office de gestion de la dette placé sous la responsabilité générale de ce ministère doit créer un dispositif institutionnel plus à même d'atteindre les objectifs de politique monétaire et de gestion de la dette. Même dans ce cas, rien ne s'oppose à ce que la responsabilité des tâches très techniques comme les adjudications et le règlement des transactions reste confiée à la Banque centrale : qui plus est, cette forme de coopération avec la Banque centrale pose désormais moins de difficultés du fait des progrès récents de l'informatique et des technologies de l'information, qui permettent de créer des bases de données perfectionnées auxquelles l'office de gestion de la dette et la Banque centrale peuvent se connecter simultanément.

De ce fait, un nombre croissant de gouvernements des pays de l'OCDE ont transféré à l'office de gestion de la dette la responsabilité de la mise en œuvre du programme de gestion de la dette publique. Comme on l'a vu, un office de gestion de la dette peut être une entité distincte au sein du ministère des Finances (Trésor) ou encore être un office distinct opérant en dehors du ministère des Finances ou du Trésor. La tendance à la séparation des tâches entre l'office de gestion de la dette et la Banque centrale s'est poursuivie dans la seconde moitié des années 90. Ce « divorce » a permis de clarifier leurs rôles respectifs : l'office de gestion de la dette indépendant a désormais pu concentrer ses efforts sur le financement du déficit budgétaire (en s'appliquant à minimiser les coûts de financement, pour un niveau de risque donné), tandis que la Banque centrale a pu se consacrer à l'amélioration des conditions monétaires (notamment en renforçant la liquidité du compartiment à court terme du marché). Certaines banques centrales se sont mises à émettre leurs propres effets à court terme et sont devenues des acteurs très actifs du marché des opérations de pension. Dans certains pays, les banques centrales se sont même mises à acquérir des devises (pour leur propre compte) afin de consolider leurs réserves de change.

Dans les années 80 et au début des années 90, de nombreux pays ont créé des comités afin que l'office de gestion de la dette et la Banque centrale se consultent sur la politique de gestion de la dette et coordonnent leur action dans ce domaine. Ces comités (auxquels des représentants du ministère en charge du Plan et des experts juridiques du ministère de la Justice étaient admis à participer) ont très bien rempli leur rôle de partage de l'information et de suivi de la situation globale de la dette du pays (y compris la dette extérieure du secteur privé). Ils ont également contribué à définir les rôles respectifs des deux organismes publics dans la mise en œuvre du programme de gestion de la dette, qui ont été consignés dans des accords bilatéraux.

Les nouvelles conditions de gestion de la dette des années 90

Vers la fin des années 90, les conditions de gestion de la dette ont changé : la *déréglementation financière* (et notamment, la libéralisation totale du compte de capital) s'est en effet traduite par l'intégration des marchés financiers, ce qui a stimulé la demande de titres d'emprunt d'État nationaux par les non-résidents. Constatant que les intermédiaires financiers et investisseurs étrangers (les fonds de pension, par exemple) étaient autant preneurs de titres d'État libellés en monnaie nationale que de titres libellés en devises, les offices de gestion de la dette dont l'organisation avait été fondée sur la distinction traditionnelle entre dette en monnaie locale et dette en devises, et dont la politique de recrutement avait été conçue en conséquence (ils étaient nombreux dans ce cas) sont parvenus à la conclusion que cette organisation était dépassée. Dorénavant, les personnels devraient être plus nombreux à maîtriser les mécanismes des marchés internationaux et à être capables de s'exprimer dans plusieurs langues. L'intégration des différents systèmes d'information et bases de données a été facilitée par les nouveaux systèmes informatiques (cette intégration a souvent commencé par les activités de post-marché). Les nouveaux systèmes de contrôle des risques fondés sur la théorie du portefeuille ont également favorisé cette intégration. Par ailleurs, la réorganisation des offices de gestion de la dette laissait entrevoir des économies de personnel non négligeables. En Europe, la décision d'introduire l'euro n'a fait qu'accélérer le processus.

Les années 90 ont également été marquées par de graves *crises ou turbulences financières* sur les marchés émergents d'Asie et d'Amérique latine ainsi qu'en Russie⁵. Comme on le verra au chapitre 9, les crises financières internationales de 1997-98 ont jeté une lumière crue sur les risques et les coûts associés au sous-développement des marchés des valeurs à revenu fixe. Sur les marchés obligataires émergents, on s'est largement accordé à reconnaître l'importance du rôle des autorités financières s'agissant de remédier à la faiblesse et à l'inefficacité de l'infrastructure des marchés des valeurs à revenu fixe.

Par ailleurs, ces crises financières ont fait apparaître au grand jour les dettes éventuelles des États associées à l'octroi de garanties explicites⁶ aux emprunteurs et obligeant les États, dès lors qu'un emprunteur se déclarait en cessation de paiement par suite d'une crise financière, à organiser son sauvetage. Il devenait par conséquent impératif d'assurer un suivi efficace de ces garanties et donc, de mettre en place de nouveaux instruments et des infrastructures adaptées.

De manière plus générale, ces épisodes ont montré que, dans les pays émergents comme dans les pays avancés, le nouveau paysage financier plaçait les gestionnaires de la dette publique devant des défis inédits (nouveaux liens entre marchés obligataires émergents et marchés obligataires avancés, par exemple) et des risques nouveaux, d'où la priorité donnée à l'identification, à l'évaluation et à la gestion des risques.

Les nouveaux mots d'ordre : gestion des risques, transparence et responsabilité

Qui dit importance accrue accordée à la gestion des risques (voir chapitre 7), dit nécessité, pour les offices de la dette, de se doter de nouveaux instruments pour identifier, quantifier et gérer les risques. La mise au point d'un dispositif plus élaboré de mesure des performances ajustée en fonction des risques et prévoyant notamment le renforcement de la transparence et la clarification de la chaîne de responsabilité est donc remontée dans l'ordre des priorités. L'amélioration de l'analyse et de la gestion des risques passe également par l'adoption des nouvelles méthodes de contrôle des risques comme la méthode de la perte maximale attendue (VaR), les méthodes des charges d'intérêt maximales attendues (CaR et BaR), les analyses de sensibilité et les tests de tension, entre autres. Utilisées dans un premier temps à titre expérimental, ces nouvelles méthodes ont petit à petit trouvé toute leur place dans le dispositif de contrôle des risques. A noter toutefois que tous les offices de gestion de la dette n'ont pas encore les moyens de maîtriser l'utilisation de ces instruments perfectionnés.

L'introduction de dispositifs plus élaborés de mesure des performances ajustée en fonction des risques a globalement eu pour effet de renforcer la crédibilité des gestionnaires de la dette publique et donc, la confiance que les marchés leur portent. Parallèlement, les autorités de tutelle ont eu de plus en plus tendance à donner des consignes (plus) strictes relatives par exemple aux émissions de titres de référence, à l'échéance moyenne ou à la durée des portefeuilles de titres obligataires.

Cette évolution vers une *responsabilité accrue* est appuyée par des réformes de la législation financière prévoyant, notamment, la définition de mandats plus *transparents* pour les autorités et organismes responsables devant le Parlement. La *renovation des procédures budgétaires* et, en particulier, la réforme des règles comptables et d'audit, témoignent de ce souci croissant de responsabilisation des intervenants du secteur public. Dans un nombre croissant de pays, la réforme des procédures budgétaires prévoit l'introduction d'un compte unique retraçant l'ensemble des opérations de l'État (ce compte est généralement administré par la Banque centrale, en liaison avec le service en charge de la gestion de la trésorerie au sein du ministère des Finances) et le passage à une comptabilité d'exercice.

Incidence du manque de moyens sur la capacité de la politique de gestion de la dette à se moderniser

L'évolution de la gestion de la dette publique et des marchés de capitaux a eu des conséquences importantes sur le profil du personnel recherché par les offices de gestion de la dette : il est devenu nécessaire de recruter des professionnels de la finance ayant des compétences et une expérience proches de celles recherchées par les établissements financiers privés. Les ministères des Finances en général et

les services ou offices de gestion de la dette en particulier se sont donc retrouvés en concurrence avec le privé pour tenter d'attirer en leur sein des professionnels de la finance (maîtrisant notamment les outils informatiques).

Dans la mesure où les opérations de gestion de dette ne génèrent pas de revenu « concret » ou « visible », les dépenses administratives des gestionnaires de la dette publique sont décidées sur la base de règles budgétaires générales, et non sur la base de leurs besoins en ressources en tant qu'acteurs de marché de premier plan au service de l'État. De ce fait, les offices de gestion de la dette ont souvent le plus grand mal à proposer des rémunérations attrayantes, limités qu'ils sont par les échelles salariales de la fonction publique. Le budget qu'ils peuvent consacrer à la formation continue, aux stages et autres mesures de ce type est lui aussi limité. Enfin, les gestionnaires de la dette se heurtent à des problèmes de locaux inadaptés, de manque de moyens pour acquérir du matériel et des logiciels informatiques et d'insuffisance de ressources pour fournir aux investisseurs, aux décideurs politiques et aux particuliers une information de qualité.

La réforme des marchés obligataires émergents des années 90

Les années 90 ont aussi été une période de réformes sur les marchés émergents, l'un des aspects de ces réformes étant la gestion de la dette publique (voir chapitre 9). Nombre de pays asiatiques sont passés d'un système rigide d'agréments, de contrôles et d'encadrement du crédit, à un système reposant sur les principes de surveillance prudentielle, de transparence et de communication financière. Les stratégies de gestion de la dette ont par ailleurs été adaptées à la nouvelle donne et dans ce cadre, les marchés obligataires ont été libéralisés. Les pays émergents ont considérablement amélioré la précision et l'exhaustivité des données sur la dette, qui sont par ailleurs devenues beaucoup plus transparentes et beaucoup plus faciles à obtenir.

Reste que dans nombre de pays, la modernisation de la gestion de la dette publique est demeurée inachevée, de nombreuses fonctions et responsabilités restant éclatées entre les divers organismes publics compétents (dont la Banque centrale). Le développement des marchés financiers nationaux en vue d'interrompre la dépendance à l'égard des sources de financement extérieures a par ailleurs été laborieux.

En Amérique latine, les réformes ont été entamées dès les années 80 : la dette en devises a été rééchelonnée à plusieurs reprises, ce qui a dans un premier temps conduit à un renforcement des activités de post-marché, comme l'enregistrement de la dette, le décaissement des prêts et les paiements au titre du service de la dette. A l'inverse, de nombreuses tâches de négociation étaient confiées à des consultants ou à la Banque centrale. Toutefois, au fil de la décennie, les pouvoirs publics ont pris conscience de l'intérêt d'une structure perma-

nente de gestion de la dette qui prendrait en charge les activités d'analyse et de définition de la stratégie et serait l'interlocuteur exclusif des marchés. C'est ainsi que les équipes chargées de négocier la dette extérieure ont été fusionnées avec celles chargées de la gestion de la dette au sein du ministère des Finances. Cet élargissement de la palette des compétences a ouvert la voie à l'introduction de stratégies et techniques modernes de gestion de la dette (analyse et contrôle des risques, notamment) et d'une politique volontariste de développement des marchés nationaux des capitaux.

Évolution des offices de gestion de la dette séparés, dotés d'une autonomie opérationnelle

Jusqu'au milieu des années 80, il n'y avait, au sein de la zone OCDE, qu'un seul office de gestion de la dette indépendant, à savoir l'Office suédois de la dette publique. En 1988, les autorités néo-zélandaises ont elles aussi décidé de créer un office de gestion de la dette séparé, mais restant néanmoins rattaché au ministère des Finances. En 1990, c'était au tour de l'Irlande de créer la National Treasury Management Agency (Agence nationale de gestion du Trésor), extérieure au ministère des Finances mais opérant sous sa responsabilité.

En ce début du XXI^e siècle, la situation dans la zone OCDE n'est plus du tout la même que celle qui prévalait lorsque l'enquête prévue dans le cadre du projet commun OCDE/FMI de 1995-1996 a été réalisée. A l'époque, la politique et la gestion de la dette étaient du ressort du ministère des Finances (ou de la direction du Trésor) dans 11 des 14 pays qui ont répondu au questionnaire, et la Banque centrale intervenait essentiellement en tant que conseiller ou agent financier dans le cadre d'un accord *ad hoc*. Depuis l'enquête, l'Allemagne, l'Australie, l'Autriche, la France, la Grèce, la Hongrie, l'Islande, les Pays-Bas, la Pologne, le Portugal et le Royaume-Uni ont créé ou commencé à étudier la création d'offices de la dette séparés, dotés d'une *plus ou moins grande autonomie opérationnelle*. Dans le même temps, les banques centrales ont eu tendance à perdre leur rôle d'agent financier du ministère des Finances, ce rôle étant désormais exercé par les nouveaux offices de gestion de la dette. Comme on l'a vu plus haut, l'implantation et la forme institutionnelles des offices autonomes de gestion de la dette varient selon les pays. En général, ils ont le statut d'organismes publics rendant compte au ministère des Finances, mais la nature exacte des liens les unissant à l'autorité de tutelle dépend de la configuration institutionnelle (là encore, la situation varie d'un pays à l'autre comme en témoigne l'exemple des Pays-Bas et de la France). Les offices de gestion de la dette peuvent aussi avoir le statut d'entreprises dotées d'un statut d'autonomie juridique mais contrôlées à 100 % par l'État (cas de l'Allemagne et de la Hongrie). Autre cas de figure possible : la gestion de la dette est assurée par une Banque centrale à capitaux privés (comme au Danemark).

Schématiquement, un office autonome de gestion de la dette peut soit être officiellement rattaché au ministère des Finances ou au Trésor (comme en Australie et en Nouvelle-Zélande), soit être extérieur au ministère des Finances et doté du même degré d'autonomie que d'autres organismes publics indépendants (comme en Suède). Dans ces deux cas de figure, et également dans les pays où l'agence de la dette est un service banalisé du Trésor (comme aux Pays-Bas), l'office de la dette peut être situé dans un quartier différent (généralement le centre financier de la capitale) de celui du ministère des Finances ou du Trésor, (ainsi, au Royaume-Uni, l'Office de gestion de la dette publique est situé dans la City et non dans le quartier de Whitehall), voire dans une ville autre que la capitale administrative, comme aux Pays-Bas (l'Office est situé à Amsterdam, la capitale financière, et non à La Haye) ou en Allemagne (l'Office est situé à Francfort, centre financier du pays, et non à Berlin). Dans la mesure où il effectue une large partie de ses activités quotidiennes en liaison avec d'autres intervenants des marchés de capitaux, l'office de gestion de la dette indépendant a tout intérêt à être implanté dans le centre financier du pays.

III. Caractéristiques d'un office autonome de gestion de la dette

Le concept d'office autonome de gestion de la dette

Les considérations qui précèdent montrent que le concept d'office autonome de gestion de la dette est entouré d'un certain flou dans la mesure où la forme et l'insertion de cet organisme dans l'organigramme de l'administration publique, ainsi que son autonomie opérationnelle, varient au sein de la zone de l'OCDE⁷. Reste que seuls les organismes remplissant les *critères* suivants peuvent être qualifiés d'offices autonomes de gestion de la dette : 1) l'office de gestion de la dette doit être responsable au premier chef de la gestion de la dette souveraine ; 2) son responsable doit être reconnu comme étant le « gestionnaire de la dette publique » ; 3) l'office doit jouir d'un minimum d'*autonomie opérationnelle* par rapport à la sphère politique (ce point sera examiné plus en détail dans la section suivante) et 4) il doit mener ses opérations sur les marchés primaire et secondaire conformément aux pratiques exemplaires préconisées au sein de l'OCDE⁸.

De même, la nécessité de séparer clairement la gestion de la dette de l'État et la mise en œuvre de la politique monétaire (qui incombe à la Banque centrale) fait l'unanimité. Dans le cas contraire, les décisions relatives à la gestion de la dette pourraient paraître avoir été influencées par des informations confidentielles sur les taux d'intérêt⁹. A ce propos, comme le font valoir, à bon droit, les ministères des Finances qui revendiquent le droit de conserver la responsabilité de la gestion de la dette, puisque gérer la dette revient à gérer les rentrées fiscales futures, l'organisme habilité à lever l'impôt doit également être compé-

tent pour la politique d'emprunt de l'État et d'autres obligations financières contractées par lui, comme les garanties financières¹⁰.

De nombreux offices autonomes de gestion de la dette ont d'autres fonctions que la gestion de la dette, comme la *gestion de trésorerie* (fonction importante de l'office britannique) et la *gestion des dettes éventuelles* (mission traditionnelle de l'office suédois). D'ailleurs, ce cumul de fonctions peut être source d'une grande efficacité, même s'il faut bien reconnaître que les fonctions additionnelles de gestion de trésorerie et de gestion des dettes éventuelles peuvent être exécutées de manière presque aussi efficace, voire tout aussi efficace lorsqu'elles sont confiées à un autre organisme que l'office autonome de gestion de la dette.

Pourquoi créer des offices autonomes de gestion de la dette

Les principales raisons de créer des offices autonomes de gestion de la dette, indépendants sur le plan opérationnel, du ministère des Finances (qui détient le pouvoir politique et budgétaire) et de la Banque centrale (l'autorité monétaire) sont les suivantes :

- la nécessité pour l'office de disposer d'une autonomie suffisante vis-à-vis de la sphère politique ;
- la séparation nette entre gestion de la dette publique et politique monétaire ;
- la nécessité, de plus en plus évidente, de clarifier la chaîne de responsabilité et de renforcer la transparence *au sein* des organismes publics eux-mêmes et dans le cadre de la coopération *entre* les organismes publics et l'autorité monétaire ;
- la nécessité, encore plus urgente, de perfectionner les techniques de gestion financière en général et de gestion de la dette en particulier au vu du recours de plus en plus large à des instruments financiers complexes et aux nouvelles méthodes de gestion des risques ;
- les problèmes rencontrés par les organismes de gestion de la dette rattachés à l'administration centrale pour recruter et retenir des spécialistes de la finance, compte tenu des contraintes imposées par les échelles de rémunération de la fonction publique et des budgets limités dont ils disposent.

A partir de là, quatre grands critères peuvent être dégagés pour évaluer le fonctionnement et les performances des offices autonomes de gestion de la dette :

1. la transparence ;
2. la responsabilité ;
3. l'efficacité opérationnelle (capacité à s'adapter rapidement et soupagement à l'évolution de la situation).

4. la politique de ressources humaines (recrutement, formation, fidélisation des collaborateurs jouant un rôle essentiel).

A l'évidence, ces critères sont transposables à d'autres solutions institutionnelles que celles qui prévoient la création d'un office autonome de gestion de la dette. D'ailleurs, le rapport publié en 1993 par l'OCDE (le second Livre vert) ne privilégie aucune solution institutionnelle particulière et met plutôt l'accent sur le critère d'efficacité de fonctionnement. Ainsi, ses auteurs estiment que quelle que soit la structure institutionnelle choisie, « (...) il faut aussi des procédures claires et transparentes pour prendre et appliquer des décisions concernant les opérations de la dette publique (...). Les responsabilités, l'organisation hiérarchique et les procédures de contrôles correspondantes seront définies et organisées en conséquence. » Dans ces conditions, on peut estimer que *si* une politique judicieuse de la dette peut bénéficier d'un appui politique et administratif satisfaisant et *si* des moyens suffisants sont mis à sa disposition, les résultats de la gestion de la dette doivent normalement s'améliorer, la question de la structure institutionnelle devenant presque annexe. Il est cependant loin d'être évident de satisfaire à ces deux conditions ; en outre, on sait que les aspects institutionnels influent généralement sur la motivation et les comportements.

L'exemple de certains pays de l'OCDE prouve, indirectement, les effets bénéfiques de changements dans l'organisation institutionnelle de la gestion de la dette. Plus précisément, les pays qui ont pris la décision politique de mettre en place un office autonome de gestion de la dette ont créé les conditions permettant d'élaborer et de mettre en œuvre une politique de gestion de la dette de meilleure qualité, notamment en termes de transparence et de responsabilité.

En outre, cette réforme institutionnelle s'est en général accompagnée d'un renforcement des moyens (humains, informatiques, immobiliers, etc.) mis à la disposition des instances de gestion de la dette. Concrètement, la mise en place d'un office autonome de gestion de la dette a dans bien des cas été utilisée comme argument pour créer les *services spécialisés* ci-après (ou augmenter leurs moyens) afin qu'ils assistent l'office dans sa mission principale :

- un service d'information bien équipé (bibliothèque, services d'information en ligne, publications, site Internet, professionnels capables de répondre aux questions des investisseurs et d'autres interlocuteurs et, enfin, site intranet) ;
- un service spécifique de recrutement et de formation continue ;
- un service de recherche de qualité devant permettre à l'office de la dette :
 - 1) d'utiliser des modèles et des techniques pointus de gestion de la dette publique, notamment des méthodes de contrôle des risques et des méthodes de mesure des performances ;
 - 2) de dialoguer avec les chercheurs d'université et les équipes de recherche des institutions financières et

- 3) de participer au débat public sur la gestion de la dette ainsi qu'aux réunions internationales organisées sur le sujet ;
- un service juridique, chargé de donner son avis sur l'ensemble des questions juridiques et constitutionnelles intéressant l'office de la dette et, si besoin est, de l'assister dans la négociation des contrats d'emprunt et de garantie ;
 - un service des technologies de l'information.

Transparence

La transparence est un sujet qui concerne l'ensemble des parties prenantes à la gestion et à l'administration de la dette publique (office de gestion de la dette, ministre des Finances, Parlement et particuliers, marchés, presse écrite et autres médias), et ce à tous les niveaux. Or, la création d'un office autonome de gestion de la dette a pour conséquence importante d'accroître le flux d'information entre l'office et les autres intervenants concernés. Les autorités de tutelle (ministère des Finances, Parlement) sont notamment amenées à publier des instructions précises à l'intention de l'office. La transparence se mesure aussi à la volonté des gestionnaires de la dette et des autres responsables de débattre des problèmes de dette sur la place publique.

Il va sans dire qu'un office autonome de gestion de la dette doit faire de la transparence vis-à-vis des marchés un axe essentiel de sa politique. S'il veut être apprécié des investisseurs, il lui faut impérativement jouer l'ouverture et faire preuve d'équité. A cet égard, il est dans le plus grand intérêt de l'office de la dette de traiter les acquéreurs (potentiels) de titres d'État sur un pied d'égalité car à terme, cela lui permettra de réduire les coûts d'emprunt. L'office doit donc veiller, en particulier dans le cadre des adjudications, à fournir à tous les acquéreurs potentiels de titres d'État les mêmes informations au même moment. Or, de ces deux points de vue, les offices autonomes de gestion de la dette, parce qu'ils se comportent en intervenants professionnels sur le marché (et sont perçus comme tels par la communauté des investisseurs et des intermédiaires financiers) et utilisent des stratégies et des instruments financiers modernes pour participer à l'échange d'informations de marché, sont souvent mieux placés que les cellules ou services traditionnels de gestion de la dette rattachés à l'administration centrale.

Responsabilité

La transparence et la responsabilité sont indissociables : plus grande est la transparence, plus il est facile de remonter jusqu'à la personne ou l'institution responsable. Le cadre juridique doit permettre la mise en jeu effective de cette responsabilité en stipulant expressément : 1) que le pouvoir législatif est compétent pour les politiques d'emprunt et de gestion de la dette souveraine ; 2) qu'il

délègue ces compétences au pouvoir exécutif (incarné, en principe, par le ministère des Finances) et 3) que le pouvoir exécutif délègue à son tour cette tâche à un office autonome de la dette. Cette délégation de pouvoirs doit toujours laisser une marge de manœuvre suffisante aux différents intervenants et définir clairement leurs responsabilités respectives de façon qu'ils puissent s'acquitter correctement de leur tâche et que les causes de frictions soient limitées au maximum. Malgré cela, des échanges relativement intensifs entre l'office autonome de la dette et le ministère des Finances pourront être nécessaires afin qu'ils se mettent d'accord sur de nombreuses modalités pratiques, surtout au cours des premières phases de l'existence de l'office. Par ailleurs, il convient de prévoir des consultations annuelles afin de définir les grandes orientations de l'action de l'office. Plus précisément, pour chaque exercice, le ministère des Finances devra, au terme de calculs budgétaires, établir les besoins d'emprunt. De son côté, l'office autonome de gestion de la dette devra informer le ministère des Finances du volume de titres d'emprunt à émettre dans différents scénarios de marché, des coûts et des risques associés et des instruments qu'il compte utiliser. Grâce à cette procédure, l'État pourra intégrer le facteur budgétaire et le facteur dette dans les grandes orientations stratégiques annuelles qu'il définira pour l'office.

Les directives élaborées conjointement par le FMI et la Banque mondiale insistent aussi sur l'importance d'une circulation sans entraves de l'information entre les responsables de la gestion de la dette, de la politique budgétaire et de la politique monétaire (ce qui passe notamment par l'organisation de réunions fréquentes) pour qu'ils puissent se mettre d'accord sur les objectifs de leurs domaines d'intervention respectifs et prennent conscience de l'interdépendance des instruments qu'ils sont amenés à mettre en œuvre dans l'exercice de leurs fonctions. Au-delà, l'idée est bien évidemment que les politiques menées dans ces trois domaines se renforcent mutuellement au lieu de se gêner. Dans un certain nombre de pays, des *comités consultatifs ou de coordination* ont été mis en place pour échanger des informations, mais aussi pour prendre des décisions communes (concertées). Néanmoins, il convient d'insister sur le fait que chaque institution et chaque représentant d'institution assume à titre individuel la responsabilité de l'ensemble des décisions qui peuvent être prises à l'occasion de réunions et séances de comités.

Bien sûr, une fois que l'on dispose d'un dispositif institutionnel bien établi, que la chaîne de responsabilité est clairement définie et que l'information circule bien, la nécessité d'organiser des réunions *ad hoc* fréquentes et de mettre en place des comités consultatifs ou de coordination se fait beaucoup moins sentir. En outre, le besoin de coordination directe des politiques diminue avec le développement des marchés nationaux de capitaux (dont le marché des titres d'État). En effet, sur les marchés plus avancés, les divers organismes publics (office autonome de gestion de la dette, ministère des Finances et Banque centrale) peuvent

s'appuyer pour prendre leurs décisions sur des signaux de prix plus fiables et se passer d'une coordination formalisée de leurs politiques¹¹.

Efficiences opérationnelles

Les offices autonomes de gestion de la dette doivent pouvoir disposer, pour conduire leurs opérations, d'informations à jour sur leur portefeuille de titres en circulation, les transactions en cours et d'autres variables financières pertinentes. Ceci suppose des moyens convenables, en particulier des technologies de l'information et de la communication adaptées et du personnel hautement qualifié.

L'efficacité opérationnelle se mesure entre autres à la manière d'utiliser ces moyens. S'agissant d'un office autonome de gestion de la dette, cette efficacité dépend dans une large mesure : 1) de la capacité de l'office à s'adapter aux tendances à l'œuvre sur les marchés de la dette (c'est-à-dire, entre autres, à préserver la liquidité du marché même en situation d'excédent budgétaire) ; 2) de sa compétence dans l'utilisation des nouvelles technologies, des nouveaux instruments financiers et des nouvelles méthodes de gestion financière (gestion des risques, par exemple) et 3) de manière plus générale, de sa faculté de réaction rapide au changement et aux pressions extérieures, comme savent le faire les entreprises privées.

Toute gestion moderne de la dette suppose donc de faire régulièrement le point sur la structure organisationnelle et, si besoin est, de procéder à des réorganisations internes (en fusionnant, par exemple, les unités en charge des emprunts en monnaie locale et des emprunts en devises pour s'adapter à l'évolution des marchés de capitaux ou pour mettre en œuvre de nouvelles formes de gestion financière comme le contrôle des risques). Même s'il est « normal » que le changement suscite certaines résistances, un office autonome de gestion de la dette doit être prêt à accepter l'idée que ces réorganisations sont à la fois saines et nécessaires. C'est même la seule attitude possible s'il veut pouvoir concentrer ses efforts de manière productive sur ses activités futures, en leur accordant la priorité requise.

Gérer la dette de manière moderne, cela veut dire aussi mesurer en permanence les performances afin de détecter les erreurs commises et mettre au jour les voies d'amélioration possibles. Cela permet de réduire les coûts d'emprunt et, *in fine*, d'optimiser les résultats de la politique de gestion de la dette pour la plus grande satisfaction des parties prenantes, à savoir le Parlement, le pouvoir exécutif, les investisseurs, la population, sans oublier le personnel de l'office autonome de gestion de la dette.

Organisation interne

Dans de nombreux cas, l'organisation des offices de la dette est calquée sur celle des institutions financières du secteur privé (banques, directions financières

des grands groupes, par exemple). Les offices de la dette comportent donc au moins les deux unités suivantes : 1) une salle des marchés et 2) un service de post-marché. Certains offices de la dette comportent également un service de suivi de marché auquel sont confiées un certain nombre de tâches importantes dont la gestion des risques.

On s'accorde généralement sur le fait qu'au sein de l'office de la dette, les *responsabilités opérationnelles* doivent être réparties entre la salle des marchés et le service de post-marché, l'un et l'autre ayant des fonctions, une responsabilité, une structure et un rattachement hiérarchique¹² différents. Ainsi, la salle des marchés est en général chargée de l'exécution des transactions sur les marchés financiers, donc, de la gestion des adjudications et d'autres techniques d'emprunt, ainsi que de toutes les autres opérations de financement. Le service de post-marché, pour sa part, est responsable du règlement des transactions et de l'enregistrement comptable des opérations financières. Il est souhaitable que ce ne soit pas la même personne qui exécute les transactions et qui les enregistre en comptabilité. Dans certains cas, le service de post-marché est aussi chargé d'assurer, dans le respect des échéances, le service de la dette et de la maintenance des systèmes d'information de l'office de la dette. Un service de post-marché aux responsabilités aussi vastes a besoin de moyens suffisants pour avoir une « vision managériale » et être en mesure de fournir son appui aux autres services de l'office, *a fortiori* s'il assure la maintenance des systèmes d'information de l'office.

En théorie, rien ne s'oppose à ce que la salle des marchés, le service de post-marché et le service de suivi de marché exercent leurs activités au sein d'organismes publics distincts mais dans la pratique, ces activités sont étroitement liées et il est donc en général plus efficace de regrouper ces trois unités au sein d'un seul et même organisme. Ainsi réunies, elles devraient former un tout dynamique s'appliquant à la réalisation des fonctions et objectifs de gestion de la dette qui ont été décidés.

Organisation de la gestion des risques et place de la fonction de contrôle

La gestion des risques occupe une place de plus en plus importante parmi les fonctions des entreprises financières. D'ailleurs, les autorités de contrôle prêtent elles aussi de plus en plus d'attention à la qualité des procédures de gestion des risques. On en donnera pour exemple le débat récemment engagé sur la manière de mieux contrôler les risques auxquels les établissements bancaires sont exposés. Ce débat porte en la matière sur le projet de révision de l'Accord de Bâle sur les fonds propres qui date de 1988¹³. La gestion des risques tend aussi à devenir une activité essentielle des offices de la dette. Généralement, cette fonction est dévolue à une *unité de gestion des risques* qui peut faire partie du service de suivi de marché. Dans certains cas, cette unité est chargée de tâches

d'analyse très variées, dont la mise au point de stratégies alternatives de gestion de la dette et le suivi et la gestion opérationnelle de l'encours de la dette souveraine.

Même lorsque ses compétences se limitent au contrôle des risques *stricto sensu*, le service de suivi de marché occupe un rôle central au sein de l'office de la dette. En effet, le dispositif de contrôle des risques doit mobiliser l'ensemble des services de l'office de la dette, dans tous les aspects de leur travail. Dans le cadre de ce dispositif, les responsabilités de tous les personnels impliqués doivent être clairement définies et chacun doit savoir précisément à qui il doit rendre compte de son action. Pour s'acquitter correctement de sa mission de gestion des risques, le responsable du service de suivi de marché, qui rend compte à l'équipe dirigeante de l'office de la dette, doit avoir l'ancienneté et l'autorité suffisantes.

Comme on l'a vu, l'exigence de transparence sur les risques et de responsabilité dans ce domaine s'est accrue. C'est la raison pour laquelle la *fonction de contrôle* joue un rôle crucial. Il importe donc que l'office de la dette se dote d'un service de contrôle offrant tous les gages de professionnalisme, l'une de ses tâches principales étant l'évaluation des *systèmes de contrôle des risques*. Il est nécessaire par ailleurs que les opérations de l'office de la dette soient contrôlées par un organisme public extérieur doté des compétences et des moyens adéquats (il s'agit en général de la *Cour des comptes*).

Recrutement, rémunération et compétences

Aujourd'hui, le monde évolue vite et il faut pouvoir adapter l'organisation et les effectifs aux nécessités du moment. Dans ce cadre, il y a lieu d'évaluer en permanence les besoins en personnel et, dans un second temps, de se demander quelle est la meilleure façon de satisfaire à ces besoins. Pour ce faire, il faut définir les différentes fonctions en termes opérationnels, et donc quantifier les effectifs nécessaires en précisant les compétences recherchées. A l'évidence, la taille des effectifs et les compétences recherchées sont fonction de l'importance et de la structure de l'encours de la dette à gérer, mais aussi de la rapidité et du sens de son évolution attendue à moyen terme.

Lorsque les compétences qu'il recherche évoluent, un office de la dette a en principe deux solutions à sa disposition : soit la formation continue du personnel en place, soit le recrutement de personnels venus d'autres administrations ou du secteur privé (banques, entreprises, etc.). Les compétences requises pour les fonctions de suivi de marché et de négociation peuvent être particulièrement difficiles à trouver au sein de la fonction publique et l'office de gestion de la dette peut donc être amené à recruter des personnes issues du secteur privé. Le recrutement de personnels pour le service de post-marché devrait poser moins de dif-

ficultés si l'on met à part celui des concepteurs de systèmes d'information et des spécialistes d'autres aspects des technologies de l'information.

La nécessité d'attirer et de retenir des spécialistes a été l'un des arguments le plus souvent mis en avant par les États pour justifier la création d'un office de gestion de la dette indépendant. En outre, les offices de la dette qui parviennent à recruter de grands professionnels gagnent en prestige, sont plus crédibles dans leur ambition de mettre en œuvre une gestion saine de la dette et sont plus en situation de négocier avec les intervenants du marché.

On peut difficilement évoquer la question des échelles de rémunération sans évoquer celle de *l'intégrité du personnel*. Le personnel d'un office de la dette est souvent amené à décider dans l'urgence des émissions de titres dont on ne sait pas à l'avance si elles seront assorties d'un niveau de risque considérable ou si au contraire, elles permettront au contraire au contribuable de faire de très substantielles économies. Le personnel doit donc présenter les meilleures garanties de compétence et d'intégrité morale et faire preuve d'un jugement particulièrement sûr. Si, manifestement, il est insuffisamment rémunéré, il pourra être plus facilement tenté d'accepter des cadeaux généreux et autres gratifications de la part de ses interlocuteurs du secteur privé.

En résumé, un office de la dette doit pouvoir proposer un cadre de travail stimulant et des avantages pécuniaires à la hauteur. Or, on l'a vu, les offices de gestion de la dette indépendants sont mieux placés pour le faire dans la mesure où ils sont davantage à l'abri des pressions politiques.

Lorsqu'il y a plusieurs émetteurs de titres d'État (administrations publiques provinciales et fédérales, collectivités locales ou entreprises publiques, notamment), l'office autonome de gestion de la dette doit pouvoir, par les missions qui lui sont confiées, coordonner la politique de gestion et d'émission de l'ensemble de ces divers émetteurs. Ceci devrait contribuer à éviter la concentration dans le temps des nouvelles émissions de titres, faciliter une répartition efficace des tâches entre organismes publics et favoriser l'échange d'informations utiles entre les différents emprunteurs.

Les offices de la dette qui sont aussi chargés de la gestion des *dettes éventuelles* (ou du contrôle d'autres organismes publics compétents dans ce domaine) ont besoin de spécialistes au profil adapté (c'est-à-dire de personnels dotés d'une formation en droit, en économie et en gestion) et de systèmes d'information permettant d'assurer un suivi des obligations et des créances. La meilleure solution peut consister à créer une cellule *ad hoc* au sein de l'office de la dette dans la mesure où la gestion des dettes éventuelles est une tâche très spécialisée qui obéit à des règles de gestion de la dette et de gestion des risques qui lui sont propres.

Autre fonction importante d'un office de la dette : la *recherche*, sur le sujet très spécialisé de la gestion de la dette et d'autres questions connexes. Les chercheurs indépendants ont tendance à centrer leurs travaux sur les aspects macroéconomiques (soutenabilité, équivalence ricardienne, etc.) ou les aspects généraux de la gestion de la dette (liquidité, stabilité financière, etc.). Or, les gestionnaires de la dette sont aussi très preneurs d'informations sur des sujets aussi divers que les aspects institutionnels et organisationnels, la gestion des risques, les relations avec les investisseurs, le choix d'un système de négociation électronique, la mesure des performances, la conception de lignes de référence, les marchés des titres d'État, la conception d'instruments de la dette, les rachats de titres, etc. C'est pourquoi il est important qu'ils puissent disposer d'un service interne de recherche. Par ailleurs, les analyses comparatives et les analyses du type de celles examinées par le Groupe de travail de l'OCDE sur la gestion de la dette publique (et les ateliers organisés sous son égide) représentent une source d'inspiration tout à fait utile pour définir la politique de gestion de la dette et à ce titre, il est souhaitable que les équipes de recherche internes des offices de gestion de la dette en tirent tout le parti possible.

Pour ce qui concerne le recours à des *juristes*, les offices de gestion de la dette publique peuvent préférer disposer de petites équipes à demeure ou bien faire appel aux services de juristes extérieurs (ceux du ministère de la Justice, par exemple). Si la première solution est coûteuse, elle offre cependant l'avantage de la rapidité. Les offices de la dette qui, en revanche, recourent exclusivement à des juristes extérieurs risquent de ne pas pouvoir obtenir l'expertise dont ils ont besoin avec autant de facilité et de rapidité, au détriment de leur réactivité et de leur efficacité.

En outre, les offices de la dette qui sont intégrés au ministère des Finances peuvent avoir plus de mal à recruter des agents présentant des profils adaptés à ces tâches spécialisées et à faire preuve de la souplesse de fonctionnement requise. Évidemment, le ministère des Finances a toujours la possibilité de s'adjoindre les services de consultants ou de faire ponctuellement appel à des spécialistes mais il n'est pas sûr que cette solution soit totalement satisfaisante. Par conséquent, de ce point de vue aussi, la création d'un office autonome de gestion de la dette peut représenter une solution institutionnelle plus efficace.

Systèmes d'information

La qualité de la gestion de la dette publique passe bien évidemment aussi par des systèmes précis d'enregistrement et d'information comptable sur le stock de titres en circulation et sur les transactions en cours. Il en va de la fiabilité des données sur la dette et du respect des échéances pour les paiements au titre du service de la dette. Ces systèmes ont également un rôle très important à jouer

dans l'amélioration de la qualité des rapports budgétaires et de la transparence de la comptabilité financière de l'État. Dans cette perspective, ces systèmes d'information doivent être capables de retracer l'ensemble des flux de trésorerie pertinents et être totalement intégrés au système de comptabilité de l'État.

Or, dans de nombreux pays, le choix et l'installation de ces systèmes représentent une réelle difficulté pour les gestionnaires de la dette depuis une bonne dizaine d'années. Si l'introduction d'un nouveau système d'information est censée, à terme, grandement optimiser l'organisation des offices de la dette, il n'en reste pas moins que le choix de ce système, sa conception, son acquisition et son installation sont souvent des processus longs qui mobilisent des moyens considérables. Il faut bien veiller à ce que la complexité et le coût des systèmes d'information (ce coût se mesure aussi en temps investi par l'équipe dirigeante) soient en rapport avec les besoins. Dans ce cadre, il convient, au minimum, de réaliser une analyse approfondie de ces besoins *avant* de se lancer dans le développement de systèmes en interne ou dans l'achat de systèmes. Il importe donc, aux tous premiers stades de la procédure, de mettre en place une structure efficace de consultation du personnel et de décision collégiale.

IV. Principaux résultats de l'enquête sur les dispositifs institutionnels de gestion de la dette dans les pays de l'OCDE

Le questionnaire

Les informations à jour sur les aspects institutionnels de la gestion de la dette ont été obtenues à partir d'un questionnaire distribué à tous les membres du Groupe de travail de l'OCDE sur la Gestion de la dette à l'été 2001. Ce questionnaire couvrait les domaines suivants :

- i)* Objectifs en matière de gestion de la dette
- ii)* Planification et programmation
- iii)* Mise en œuvre des programmes
- iv)* Répartition des opérations de gestion de la dette, notamment :
 - adjudications
 - recours aux spécialistes en valeurs d'État
 - comptabilisation de l'encours de la dette
 - service de la dette
 - interventions sur le marché secondaire
 - compensation et règlement
 - gestion de la trésorerie
- v)* Taille et composition de l'office de la dette

- vi) Autres fonctions de l'office de la dette
- vii) Liens institutionnels avec d'autres entités
- viii) Vérification des comptes et évaluation des résultats

Les résultats obtenus pour six des pays examinés seront commentés dans la présente section (Australie, Belgique, Irlande, Nouvelle-Zélande, Royaume-Uni et Suède).

Remarques introductives en ce qui concerne les six pays sélectionnés :

Les dispositifs institutionnels varient d'un pays à l'autre, en raison notamment des différences tenant à des facteurs constitutionnels et aux traditions administratives. Cependant dans ces six pays, le pouvoir d'émettre des emprunts au nom de l'État a été conféré par la loi à l'exécutif, soit au conseil des ministres collectivement, les pouvoirs étant délégués au ministre des Finances, soit directement à ce ministre. Sous la tutelle du ministère compétent, les fonctions opérationnelles de la gestion de la dette ont été déléguées à un office, au sein du ministère ou en dehors de celui-ci. Cet office est doté d'une certaine autonomie en ce qui concerne la gestion de la dette publique, dans les limites fixées par les autorités politiques dans le cadre du processus annuel d'élaboration du budget. Les communications officielles entre le législateur, le ministre et l'office de la dette, se font par le biais de documents publics (projet de loi de finances, instructions données à l'office et rapports présentés par celui-ci). Cette ouverture garantit la transparence dans la gestion de la dette publique et établit clairement la responsabilité des différents intervenants (notamment la Banque centrale et les autres organismes participant aux opérations de gestion de la dette). Dans les six pays examinés, les offices de la dette sont dénommés respectivement : Australian Office of Financial Management (AOFM, Bureau australien de gestion financière), National Treasury Management Agency (NTMA, Agence nationale de gestion du Trésor) en Irlande, New Zealand Debt Management Office (NZDMO, Office de gestion de la dette de Nouvelle-Zélande), United Kingdom Debt Management Office (UK DMO, Office de gestion de la dette publique du Royaume-Uni), Office national de la dette publique en Suède et Agence de la dette en Belgique.

i) Objectifs en matière de gestion de la dette

Les six pays en question se sont tous fixés comme objectif général la gestion de la dette de l'État « au coût le plus faible possible sur le long terme, tout en conservant un niveau acceptable d'exposition au risque » (Australie). Sont également mis en avant les objectifs de politique budgétaire et monétaire (Belgique), ou de gestion de la dette compte tenu des contraintes de la politique monétaire (Suède, Royaume-Uni). La Nouvelle-Zélande est le seul pays (parmi les six) qui retienne un objectif combinant la gestion des actifs et des engagements, textuel-

lement pour « optimiser le rendement économique à long terme des actifs financiers et de la dette du gouvernement dans le cadre de la stratégie budgétaire, en particulier son aversion au risque ». Certains offices de la dette sont également chargés de la gestion de trésorerie.

ii) Planification et programmation

Tous les offices de la dette sont chargés d'élaborer un programme de financement sur la base des prévisions de trésorerie pour l'année à venir, ainsi qu'un calendrier indicatif des échéances de la dette (en Australie et en Irlande, les projections portent même sur trois années). Ce programme est soumis au ministre compétent puis, après approbation par le Parlement, il revient à l'office de la dette pour sa mise en application, assorti des instructions du ministre. L'office de la dette dispose d'une certaine souplesse dans l'exécution du programme à condition de demeurer dans les limites fixées par le ministre. Dans le but de faciliter la stratégie des investisseurs et des opérateurs, les programmes de financement sont rendus publics

iii) Mise en œuvre du programme

Pour atteindre les objectifs fixés en matière de gestion de la dette, les pays ont recours à toute une panoplie d'instruments. Les six pays de l'enquête s'appuient tous essentiellement sur la dette libellée en monnaie nationale. La dette en devises résulte d'émissions réalisées sur les marchés internationaux ou d'échanges de devises. Sur le marché national, les obligations et les bons du Trésor sont placés principalement par le biais d'adjudications, les titres destinés aux particuliers étant distribués par des circuits tels que les banques, le National Savings System (Système national d'épargne) au Royaume-Uni ou les services postaux en Irlande. Les opérations d'adjudication portant sur les obligations et les bons du Trésor sont réalisées suivant un calendrier rendu public ; il existe également des procédures d'émission en continu (Australie).

iv) Répartition des fonctions de gestion de la dette

Les fonctions liées à l'émission et à la gestion de la dette publique peuvent être confiées à un ou plusieurs organismes. Les six pays de l'échantillon présentent divers cas de figure, de l'entité autonome assumant toutes les fonctions (Suède) au triangle formé par le ministère des Finances, l'office de la dette et la Banque centrale. Il peut exister un système des spécialistes en valeurs d'État/ ou un office spécialisé dans les instruments destinés aux particuliers. Le rôle de la Banque centrale dans la gestion de la dette a été réduit, mais en Australie et en Nouvelle-Zélande c'est cette institution qui est chargée de la réalisation des adjudications (pour le compte du gouvernement), alors qu'en Belgique, en Irlande et

au Royaume-Uni la Banque centrale assume d'autres fonctions, notamment la tenue du registre des détenteurs d'obligations, le paiement des intérêts et des remboursements, la compensation et le règlement, etc. Ces fonctions spécifiques sont exposées plus en détail dans la suite du texte.

- Adjudications

En Belgique, en Irlande, au Royaume-Uni et en Suède, c'est l'office de la dette qui est chargé de commercialiser les instruments de la dette (sauf en ce qui concerne les titres destinés aux particuliers qui sont placés et gérés par le Système national d'épargne), tandis qu'en Australie et en Nouvelle-Zélande, c'est la Banque centrale qui réalise les programmes de placement (en se conformant aux instructions de l'office de la dette). En Nouvelle-Zélande, les instruments libellés en devises sont gérés par des agents nommés par l'office de la dette.

- Recours aux spécialistes en valeurs d'État

En Belgique, en Irlande et en Suède, des spécialistes en valeurs d'État officiellement désignés sont chargés de placer les instruments de la dette et de mener les opérations sur le marché secondaire, tandis qu'en Australie et au Royaume-Uni, ces opérations sont réalisées par des groupes d'intermédiaires de marché agréés qui n'ont pas le statut officiel de spécialistes en valeurs d'État.

- Comptabilisation de l'encours de la dette

Dans les six pays concernés, les obligations et autres titres de dette sont placés puis enregistrés. En Australie et en Nouvelle-Zélande, la comptabilité est tenue simultanément auprès de l'office de la dette et de la Banque centrale. Au Royaume-Uni, le DMO tient la comptabilité relative aux bons du Trésor, celle relative aux fonds d'État et aux instruments en devises étant tenue par le Trésor. En Irlande, la NTMA assume cette fonction dans ses services de post-marché ; en Belgique, c'est le Service de la dette publique, rattaché à la direction du Trésor, qui est chargé de cette tâche. En Suède, tous les titres sont enregistrés auprès de l'Office central de dépôt et de compensation des valeurs mobilières (VPC), une société privée qui gère également tous les paiements au titre du service de la dette.

- Service de la dette

Le paiement des coupons et autres intérêts ainsi que les remboursements sont gérés en Belgique par le Service fédéral de la dette publique et, en Suède, par le VPC, qui tient la comptabilité tant pour les investisseurs que pour les banques et les entreprises d'investissement, pour le compte de leurs clients. En

Australie, en Nouvelle-Zélande et au Royaume-Uni, la Banque centrale effectue des paiements au titre du service de la dette pour le compte de l'État. En Irlande, la NTMA effectue des versements de masse auprès de la Banque centrale en vue du règlement des investisseurs, soit directement soit par l'intermédiaire d'Euroclear. Les bons du Trésor sont payés directement par la NTMA qui effectue également les paiements à destination des petits investisseurs par voie postale.

- Interventions sur le marché secondaire

En Belgique, en Irlande et en Suède, les offices de la dette interviennent directement sur le marché secondaire (bien que l'Irlande s'appuie essentiellement sur les spécialistes en valeurs d'État), tandis qu'en Australie, en Nouvelle-Zélande et au Royaume-Uni, ces interventions sont uniquement le fait de la Banque centrale. Le principal objectif de ces interventions est d'assurer la stabilité des conditions de marché.

- Compensation et règlement

En Australie, en Belgique et en Nouvelle-Zélande, cette fonction est exercée par la Banque centrale (ainsi que par Euroclear et Clearstream en Belgique, l'Agence de la dette conservant la trace de leurs activités). En Irlande, la NTMA traite directement avec Euroclear, tandis que la Suède a recours au VPC et le Royaume-Uni à la société privée CREST pour les transactions sur obligations d'État.

- Gestion de la trésorerie

Les offices de la dette effectuent quotidiennement des prévisions sur les flux de dépenses et de recettes publiques et ce, normalement sur deux mois, mais en Australie les prévisions portent sur les 12 à 18 mois suivants. La gestion de trésorerie (et les prévisions qui s'y rapportent) peut être conduite en étroite concertation avec la Banque centrale qui tient la comptabilité de l'État (Australie). Cette fonction peut également consister à assister la Banque centrale dans la gestion de la liquidité dans la zone euro (Irlande). Les soldes de trésorerie sont financés ou investis sur le marché monétaire au moyen de dépôts, d'opérations de prise en pension et de bons du Trésor dont les échéances peuvent être plus courtes que celles des émissions régulières (Royaume-Uni).

v) *Taille et composition des offices de la dette*

La taille et le coût de fonctionnement des six offices de la dette varient considérablement, allant d'un effectif d'un peu plus de 20 personnes à une centaine, en fonction de facteurs tels que la taille et la complexité du stock de dette à gérer,

l'ampleur de « l'externalisation » des fonctions vers la Banque centrale ou d'autres organismes, et les tâches requises pour assumer les fonctions autres que la gestion de la dette proprement dite. Ces facteurs varient énormément d'un office de la dette à l'autre. Par ailleurs, les offices de la dette australien et britannique en sont toujours au premier stade de leur développement.

Les six offices de la dette se caractérisent tous par une rotation comparativement faible de leurs personnels. Ils se caractérisent pour la plupart par une certaine souplesse en matière de politique des salaires, de programmes de perfectionnement et de stages de formation pour le personnel nouvellement recruté. Le personnel a également la chance de travailler dans un environnement très professionnel et d'avoir accès aux outils financiers modernes notamment par le biais de l'Internet et des services d'intranet.

vi) Autres missions des offices de la dette

Les offices de la dette peuvent se voir confier des missions qui dépassent le cadre de leur activité principale. Les six offices de la dette considérés en fournissent de nombreux exemples. Ainsi, l'AOFM assume un rôle de conseil financier pour d'autres services publics, tels que le ministère des Finances et les services compétents en matière de garantie publique, de gestion de trésorerie et de rétrocession de prêts. Le NZDMO fournit des conseils de marché à d'autres départements du ministère des Finances, mais également à d'autres ministères.

Dans certains cas, le rôle de l'office de la dette est celui d'un consultant chargé de tâches bien spécifiques. Le NZDMO intervient dans les accords de défaisance conclus avec les entreprises publiques. Le NTMA a en charge *i)* la gestion du National Pensions Reserve Fund (Fonds national de réserve des pensions) ; *ii)* l'assistance à la State Claims Agency (Agence judiciaire de l'État) dans le cadre de certaines actions en responsabilité civile engagées contre l'État et la fourniture de services connexes en matière de gestion des risques ; enfin, *iii)* le soutien au Social Insurance Fund (Fonds d'assurance sociale) dans la mise en œuvre d'une stratégie d'investissement à long terme.

Un certain nombre d'offices de la dette assument des fonctions telles que, dans les faits, ils tiennent lieu de banque du gouvernement. L'office suédois de la dette dispose d'une *Division des dépôts et consignations* qui procède au versement mensuel de fonds affectés à des organismes publics et leur accorde des prêts (aux conditions du marché). Cette division est également chargée du système de paiement de l'État. Le NZDMO accorde des facilités de prêt aux entreprises publiques et autres organismes de la Couronne. Le NTMA fournit des services de dépôt et de prêt à diverses entités publiques. Le DMO intervient dans la gestion des dépôts en vertu d'arrangements conclus avec d'autres composantes du secteur public (en dehors de l'administration centrale).

Certains offices de la dette jouent également un rôle dans le domaine des *garanties publiques*. Au sein de l'Administration du Trésor belge, c'est le Service fédéral de la dette publique, un service parallèle à l'Office de la dette, qui est chargé de la gestion de la dette garantie. L'office suédois de la dette publique est doté d'un département spécial des garanties publiques qui calcule et suit les risques liés aux dettes éventuelles du gouvernement dans un grand nombre de secteurs, essentiellement l'équipement et l'immobilier.

vii) Liens institutionnels avec d'autres organismes et entités

a) Relations avec le Parlement

Ces relations sont de deux types : *a)* les autorisations annuelles d'emprunter et/ou de dépenser les fonds pour les paiements au titre du service de la dette dans le cadre de la procédure budgétaire, et *b)* les rapports annuels sur les opérations de gestion de la dette. Les six offices de la dette considérés entretiennent tous des relations de ces deux types avec le Parlement. Leurs responsables se présentent en outre tous les ans en personne devant les commissions parlementaires pour répondre aux questions que suscitent ces rapports.

Certains pays disposent également d'autres formes de communication. En Belgique par exemple, le Parlement bénéficie d'une information permanente grâce à des réunions mensuelles entre l'Agence de la dette et la Cour des comptes, tandis qu'en Irlande le directeur de la NTMA participe en tant que Comptable public aux réunions de la commission parlementaire sur les Comptes publics. L'office suédois de la dette publique est dirigé par un Conseil d'administration de sept membres dont quatre siègent au Parlement.

b) Relations avec le ministère des Finances

Dans les six pays concernés, la compétence pour lever des fonds au nom de l'État revient à l'exécutif en la personne du ministre des Finances. Les fonctions liées au financement et à la gestion de la dette qui relèvent du ministre des Finances sont déléguées à l'office de la dette. Les relations entre l'office de la dette et le ministre sont à la fois formelles (régies par les lois et règlements, généralement en fonction du cycle budgétaire) et informelles, par le biais de contacts personnels.

En Australie, le directeur général de l'AOFM est nommé par le secrétaire au Trésor dont il relève, lequel nomme également un Conseil consultatif qu'il préside et qui se réunit tous les mois afin de fournir un appui technique. Les autres membres sont issus du Trésor et du ministère des Finances ainsi que du secteur privé. En Belgique, l'Agence de la Dette et le Service fédéral de la dette publique relèvent tous les deux du ministère des Finances (Trésor) et sont placés sous la respon-

sabilité du directeur général de la Dette publique nommé par le roi. Le directeur général de la Dette publique en réfère à l'Administrateur général du Trésor, à l'occasion de réunions hebdomadaires tant formelles qu'informelles au sein du Comité stratégique du Trésor, lequel propose des orientations au ministre en matière de gestion de la dette et de financement. Le ministre irlandais des Finances nomme le directeur de la NTMA qui en réfère directement au ministre par le biais d'un rapport annuel, de rapports trimestriels et de fréquentes réunions. La NTMA est dotée d'un Comité consultatif qui apporte assistance et conseils à l'office. Ce comité est composé de représentants du ministère des Finances ainsi que du secteur privé.

Le trésorier du NZDMO est désigné par les hauts responsables du Trésor et relève du sous-secrétaire en charge de la Branche gestion du patrimoine. Le trésorier tient le secrétaire et le sous-secrétaire au Trésor informés au moyen de rapports mensuels et par le biais de contacts informels avec les hauts fonctionnaires de leur administration. Le NZDMO dispose d'un Conseil consultatif dont les trois membres, nommés par le secrétaire au Trésor, sont des experts des questions bancaires, de la gestion des risques, de la comptabilité et des finances.

In Suède, le directeur général de l'Office national de la dette est nommé par le gouvernement sur proposition du ministère des Finances. Les communications entre l'office et le gouvernement se font sous la forme de rapports annuels et de lettres officielles en réponse à des demandes formulées (ou adressées à l'initiative de l'office). Le gouvernement nomme également les membres du Conseil d'administration de l'office, qui est présidé par le directeur général. Outre quatre parlementaires, le Conseil comporte trois membres issus des milieux économiques et financiers et deux représentants du personnel de l'office. Le rôle principal du Conseil est de fixer les limites et les orientations concernant les activités de financement de l'office.

Au Royaume-Uni, le DMO est un organisme gestionnaire dépendant du Trésor qui lui assigne des objectifs stratégiques et des objectifs chiffrés précis. Il présente régulièrement des rapports au Trésor sur les résultats atteints au regard de son mandat annuel. Des réunions sont organisées en tant que de besoin avec le Trésor (et le Système national d'épargne). Le directeur général du DMO est nommé par le Trésor mais il est autorisé à prendre des décisions opérationnelles en matière de gestion de la dette et de la trésorerie (dans les limites fixées par le chancelier de l'Échiquier). Il est également chargé de la gestion courante de l'office. Un membre du Trésor siège également au Conseil consultatif du DMO ainsi que deux administrateurs extérieurs (nommés par le directeur général).

c) Relations avec la Banque centrale

Dans cinq des six pays, la Banque centrale joue un rôle essentiel dans la gestion de la dette en qualité d'agent financier de l'office de la dette. C'est la Banque

centrale qui organise les procédures d'adjudication des instruments de la dette publique en Australie et en Nouvelle-Zélande. Elle tient le registre des détenteurs d'obligations et procède au paiement des coupons et autres formes d'intérêts ainsi que des remboursements en Australie, en Nouvelle-Zélande, en Belgique, en Irlande et au Royaume-Uni.

Les relations entre l'office de la dette et la Banque centrale sont, en Australie et en Nouvelle-Zélande, régies par des accords formels ; l'AOFM acquitte une commission à la Banque centrale pour son rôle en tant qu'agent financier sur le marché primaire. En Nouvelle-Zélande, la Banque centrale agit en tant qu'agent du NZDMO pour la réalisation des trois opérations de gestion de la dette suivantes : services fournis par le Registre de la Banque centrale concernant les détenteurs de titres publics, services afférents à la gestion quotidienne de la trésorerie de la Couronne et à l'émission des titres publics nationaux et enfin, interventions en devises liées à la gestion de la dette.

En Belgique, la Banque nationale assume certaines missions de post-marché et elle est par ailleurs membre du Fonds des rentes. La Banque centrale irlandaise tient le registre des détenteurs d'obligations de l'État irlandais et assure le traitement des paiements de coupons et des remboursements. L'office suédois de la dette n'a pas recours aux services de la Banque centrale mais leurs relations sont régies par la loi dans deux domaines fondamentaux. Tout d'abord, l'office est autorisé par la loi à avoir recours à l'emprunt pour reconstituer les réserves en devises de la Riksbank (ce qu'il a fait pendant la crise bancaire du début des années 90). Ensuite, la Riksbank a le droit d'émettre des observations sur les propositions de l'office avant que le gouvernement n'arrête ses décisions . Des consultations informelles se déroulent par ailleurs entre les agents de l'office, le ministère des Finances et la Riksbank. Au Royaume-Uni, la Banque centrale a la possibilité de présenter des observations au Trésor concernant l'incidence des missions du DMO sur les objectifs de politique monétaire. Les liens opérationnels avec la banque concernent le registre des détenteurs de titres d'État, les services bancaires et de règlement et les relations avec le système bancaire.

d) Relations avec les intervenants du marché et le public

En Suède, les relations entre l'office de la dette et les députés, les intervenants du marché et le public sont régies par la politique de communication adoptée par le Conseil d'administration. Internet constitue depuis ces dernières années un outil de première importance dans ce domaine. En Australie, l'AOFM met actuellement au point une stratégie dans ce sens, en particulier pour ce qui est des rapports avec les investisseurs nationaux et les intermédiaires, ainsi que les investisseurs internationaux. L'Agence belge de la dette organise des réunions

informelles avec les spécialistes en titres d'État et les intermédiaires agréés, le public étant informé par Internet et par des communiqués de presse le cas échéant. Le NZDMO communique au moyen de visites régulières sur le marché, par l'intermédiaire de son site Internet et de communiqués de presse et par une procédure transparente d'annonces des adjudications de titres libellés en monnaie nationale. Les investisseurs et les intermédiaires étrangers sont informés grâce à des tournées et des présentations sur place par des hauts fonctionnaires (« roadshows »). Au Royaume-Uni, le DMO publie un bulletin trimestriel d'annonces financières qui présente le programme indicatif des adjudications et autres opérations de marché pour le trimestre à venir. Il a mis en place un groupe de travail composé de spécialistes en titres d'État pour évaluer les implications de l'évolution des échanges informatisés de titres à revenu fixe sur le marché secondaire des titres d'État. Il a également développé et restructuré son site Internet et revu ses activités de publication.

viii) Vérification des comptes et évaluation des performances

a) Vérification des comptes

Les états comptables et financiers des six offices de la dette sont régulièrement examinés par l'organisme chargé du contrôle des comptes publics, selon un rythme trimestriel en Nouvelle-Zélande et annuel pour les autres pays. Certains de ces offices disposent à cet effet d'une équipe spécialisée alors que d'autres font appel à des consultants extérieurs qui les aident à contrôler les activités de gestion de la dette.

En Belgique, les comptes de la dette publique sont tenus dans une base de données gérée par les services de post-marché de l'Agence de la dette. Ces services avalisent toutes les transactions exécutées par les services de salle des marchés et transmettent les fichiers comptables à l'Administration de la Trésorerie et au ministère des Finances. L'Agence de la dette soumet toutes les données au contrôle parlementaire de la Cour des comptes. La Cour vérifie l'exactitude des comptes et le respect des lois et règlements et évalue également l'efficacité et l'efficacéité de la gestion de la dette.

En Nouvelle-Zélande, les politiques et les pratiques du NZDMO sont examinées périodiquement par des consultants externes (généralement étrangers). En Suède, le Bureau national de la vérification des comptes examine tous les ans les états comptables et financiers de l'office de la dette. Au Royaume-Uni, les comptes du DMO sont actuellement contrôlés par le National Audit Office (NAO), sur la base des procédures-types en vigueur mais le seront peut-être à l'avenir en appliquant les principes de contrôle efficace au meilleur coût (« value for money

audit »). En règle générale, les rapports du NAO sont soumis au Parlement et sont également rendus publics.

Certains offices de la dette sont dotés d'un dispositif de vérification interne. L'Agence belge de la dette se concentre sur les opérations de gestion de la dette qui incluent la gestion des risques. En Irlande, les opérations de vérification interne sont menées par l'un des « 4 grands » cabinets d'expertise comptable, tandis que le responsable du Contrôle et de l'Application des lois du NTMA met également en œuvre un programme de vérification des comptes. En Suède, l'office de la dette dispose également d'un vérificateur interne, tandis que l'Australian National Audit Office (ANAO) détache périodiquement du personnel auprès de l'AOFM pour réaliser les vérifications. Enfin, la mission d'audit interne du DMO procède à l'examen du système de contrôle interne de cet organisme, notamment en ce qui concerne les contrôles financiers. Elle dispose d'un effectif composé de vérificateurs expérimentés et qualifiés, dont les activités sont coordonnées par le Comité de vérification du DMO.

b) Évaluation des performances

En Australie, les indicateurs de performance portent notamment sur : 1) la réalisation au meilleur coût des missions de financement du Commonwealth et la bonne exécution de ses opérations d'emprunt ; 2) la gestion efficace de la trésorerie ; et 3) la production de rapports en temps voulu. L'évaluation des performances et les procédures de production des rapports sont en cours de révision en vue de les réorienter vers la gestion du risque.

En Belgique, les performances en matière de gestion de la dette, notamment en ce qui concerne la durée moyenne de la dette, sont comparées à la dette souveraine en euros des autres marchés (en particulier des plus importants, alors qu'un logiciel d'étalonnage des taux d'intérêt est utilisé pour l'examen périodique du critère de durée). Une norme internationale est utilisée pour les risques de crédit. Cette norme est modifiée en tant que de besoin pour tenir compte des changements de notation des contreparties.

En Irlande, le State auditor (Commission des comptes publics), le Comptroller (Contrôleur financier) et l'Auditor General (Contrôleur général des comptes) examinent les résultats du NTMA du point de vue : 1) des dépenses réellement engagées au titre du service de la dette, comparées à l'objectif budgétaire fixé par le ministre des Finances et 2) du respect des Orientations ministérielles annuelles sur la gestion de la dette. Par ailleurs, une banque d'affaires internationale effectue une évaluation des performances par référence à une norme indépendante approuvée par le ministre en termes de valeur actuelle nette, sur la base des données vérifiées fournies par le NTMA.

En Nouvelle-Zélande, l'évaluation des performances concerne essentiellement les opérations stratégiques de portefeuille du NZDMO (à savoir les opérations d'intervention en portefeuille). La valeur ajoutée obtenue à partir des opérations stratégiques de portefeuille est mesurée quotidiennement par rapport à des critères bien établis, en utilisant un dispositif d'évaluation des performances ajustée en fonction des risques. Les résultats de l'évaluation sont revus par le groupe de gestion de portefeuille du NZDMO, ainsi que par son groupe chargé des techniques et des politiques de risque.

En Suède, la Loi sur le financement de l'État prévoit une évaluation annuelle de la manière dont la dette publique a été gérée sur une période de cinq ans. Cette évaluation se déroule à trois niveaux : *i*) au Parlement, sur la base des décisions que celui-ci a arrêtées sur les orientations générales ; *ii*) au sein du gouvernement (ministère des Finances) sur la base des orientations détaillées établies au cours du cycle de programmation annuelle et *iii*) au sein du Conseil d'administration de l'office de la dette, sur la base de ses directives opérationnelles. La dette en devises est évaluée par rapport à un critère qui reflète les préférences du gouvernement en matière de coût et de risque (depuis 1992, une partie de cette dette est gérée en concurrence par un petit nombre de gestionnaires de portefeuille internationaux, ce qui fournit à l'office une référence utile pour l'évaluation de ses propres performances). Les résultats des évaluations obtenues en *ii*) et *iii*) sont soumis au Parlement dans un rapport qui est également rendu public.

Au Royaume-Uni, le DMO présente régulièrement des rapports au Trésor sur les résultats obtenus par rapport à son mandat annuel. Le degré de réalisation de ses objectifs stratégiques et de ses objectifs chiffrés est communiqué dans le Rapport annuel et les Comptes du DMO et présenté chaque année au Parlement. La direction du DMO est en outre chargée de réaliser des évaluations de performance en interne. Ces évaluations ainsi que les résultats sont revus par des vérificateurs externes ou internes.

V. L'organisation future des offices de la dette

Quels sont les principaux enjeux en ce qui concerne l'organisation future des offices de la dette ? Quels sont les éléments moteurs de ces offices ? La réponse à ces questions sensibles ne peut que susciter des discussions animées. C'est la raison pour laquelle nous nous limiterons dans cette dernière partie à tenter de prévoir les évolutions majeures susceptibles de déterminer les grands choix d'ordre institutionnel auxquels les gestionnaires de la dette et les gouvernements devraient être confrontés dans les années à venir. Ces évolutions étant en grande partie prises en compte dans la présente étude, nous nous contenterons d'une

brève présentation sur les *implications possibles* de ces développements structurels pour l'organisation des offices de la dette.

Transparence et responsabilité financière

L'évolution vers une plus grande *responsabilité financière* devrait se poursuivre. Les nouvelles législations adoptées (notamment dans le secteur financier) sont pour la plupart fondées sur une plus grande *transparence* des méthodes de travail et des procédures d'information tant pour les autorités que pour les organismes soumis au contrôle du Parlement. Un exemple patent est celui de la *révision* des procédures budgétaires, en particulier l'adoption de nouvelles règles en matière de comptabilité et de vérification des comptes. Cette plus grande attention portée par le secteur public (notamment les offices de la dette) à la responsabilité financière procède de deux grandes tendances. Tout d'abord, une plus grande exigence d'ouverture de la part du grand public. Ensuite, une attitude plus critique des investisseurs, des intermédiaires et des agences de notation, qui exigent une plus grande rigueur dans le respect de normes de diffusion. A l'évidence, ces tendances continueront d'avoir des répercussions sur l'organisation des offices de la dette, notamment sur la manière dont ils sont gérés. La nécessité d'une information aussi claire que possible sur les résultats des activités de gestion de la dette, faisant appel éventuellement à des critères de référence, continuera d'être mise en avant. Une réforme des procédures budgétaires pourrait également se révéler nécessaire, notamment pour prévoir l'introduction d'un compte unique retraçant l'ensemble des opérations de l'État ainsi que l'adoption d'une comptabilité d'exercice. Toutes ces évolutions pourraient aller dans le sens d'une plus grande autonomie de fonctionnement des offices de la dette.

Des procédures plus efficaces et plus efficaces

Pour que les procédures de gestion de la dette soient plus efficaces et plus efficaces, il est impératif que l'organisation de ces activités soit revue régulièrement. Des réaménagements internes peuvent s'imposer le cas échéant, tels que le regroupement au sein d'un nouveau service des unités chargées des opérations de financement en monnaie nationale d'une part et en devises, d'autre part, et la création de nouvelles unités pour le contrôle du risque (voir ci-après). Le souci constant d'une meilleure évaluation des performances dans ce cadre conduit également à des réorganisations, la révision des procédures étant susceptible de révéler des dysfonctionnements ou des possibilités d'améliorer les performances.

Amélioration de la gestion des risques

L'amélioration des procédures de gestion des risques demeurera probablement l'une des priorités du programme d'action des offices de la dette. La fonc-

tion de gestion des risques est désormais un élément-clé de l'activité des offices de la dette dans bon nombre de pays de l'OCDE et elle est généralement organisée sous la forme d'une *unité de gestion des risques* distincte faisant partie des activités de suivi de marché (« middle office »). Cette unité joue un rôle fondamental au sein de l'office de la dette du fait de la nécessité d'inscrire tous les services compétents et toutes les activités de gestion de la dette dans un cadre intégré de gestion des risques. Ce cadre devrait s'appuyer sur des responsabilités clairement définies pour l'ensemble du personnel, sur un dispositif transparent en matière de suivi et de contrôle des activités, ainsi que sur des dispositions tout aussi transparentes en matière d'information financière.

L'exigence de transparence en ce qui concerne les risques a également des répercussions sur le plan institutionnel. A cet égard, il est fondamental que la *fonction de contrôle* soit organisée de manière adéquate. Un office de gestion de la dette doit en particulier pouvoir disposer en interne d'une unité de contrôle financier en mesure d'évaluer notamment la qualité des *systèmes de contrôle des risques*.

Les implications pour la gestion de la dette d'une réduction du besoin net de financement et d'une diminution de la dette publique

Au cours des décennies précédentes (dans les années 70 et 80) la gestion de la dette et les marchés de titres publics ont été influencés par la nécessité de financer d'importants déficits budgétaires. A compter de la seconde moitié des années 90, de nombreux pays de l'OCDE ont connu des excédents budgétaires ou du moins des déficits nettement moins élevés. Leur besoin net de financement s'en est trouvé réduit et les émissions de titres publics ont ainsi diminué. L'effet de cette diminution du besoin de financement sur certains segments des marchés a, dans un certain nombre de pays, conduit les gouvernements à mobiliser toute une panoplie de techniques destinées à améliorer la liquidité, notamment la diminution des nouvelles émissions ; l'élimination de certaines échéances, la réduction de la fréquence des adjudications, l'assimilation, la cessation des émissions d'instruments indexés ou leur diminution, la multiplication des émissions de bons à court terme, les rachats, etc. (chapitre 1).

Si les émissions d'obligations et le stock de l'endettement brut devaient continuer de diminuer, les gestionnaires de la dette des pays de l'OCDE se trouveraient encore confrontés aux conséquences d'une diminution de la liquidité sur les marchés de référence traditionnels. A ce propos, le débat porte sur l'analyse des coûts et des avantages d'un remboursement intégral de la dette nationale. Un autre aspect du débat (lié au premier) porte sur le rôle joué par la dette privée. Les avis sont partagés quant au fait de savoir si la dette privée peut remplir toutes les fonctions attendues de la dette publique. L'issue des débats en cours déterminera en partie dans quelle mesure les opérations des offices de la dette

seront affectées au-delà des politiques visant à préserver la liquidité sur les marchés. Le principal facteur à prendre en considération est le maintien de la gestion d'un faible stock de dette sans accroissement des coûts de portefeuille. Jusqu'à présent, rien n'indique clairement que les excédents budgétaires aient réduit de manière significative la charge de travail des différentes unités de gestion de la dette, au point d'avoir des répercussions sur les effectifs de ces unités. Par ailleurs, les suites du 11 septembre et le ralentissement que connaît actuellement l'économie mondiale ont entraîné une progression du besoin net de financement dans certains pays de l'OCDE. Toutefois si l'on devait revenir à des excédents, il n'est pas exclu que certains offices de la dette se voient contraints d'accepter des réductions d'effectifs ou une réorientation vers de nouvelles activités (telles que celle de conseiller financier auprès d'autres entités du secteur public) ou d'élargir leurs fonctions à d'autres, liées à la trésorerie (voir plus loin).

Introduction de l'euro

L'introduction de l'euro a eu un impact considérable sur l'environnement dans lequel se déroule la gestion de la dette souveraine. La concurrence accrue entre les gouvernements de l'Union européenne pour attirer les investisseurs et les pressions croissantes dans le sens d'une harmonisation des instruments et des pratiques de marché ont, et continuent d'avoir, des répercussions importantes pour les opérations de gestion de la dette (chapitre 1). Nous nous fonderons sur l'expérience de la Finlande pour illustrer la nature de certaines de ces répercussions sur le plan institutionnel.

Une conséquence importante et immédiate pour la *Finlande* a été le fait que la plus grande partie des emprunts du gouvernement devaient dorénavant être libellés en euros (la nouvelle monnaie nationale). Il n'était donc plus justifié de disposer d'unités séparées pour la dette en devises (relevant du ministère des Finances) et la dette en monnaie nationale (relevant du Trésor). Dans le cadre des travaux préparatoires à l'introduction de l'euro, une étude réalisée par une commission gouvernementale a conclu qu'en théorie le meilleur choix consistait à établir un office de la dette distinct, disposant de plus d'autonomie et d'une plus grande marge de manœuvre dans ses opérations et en mesure de recruter des spécialistes en dehors du secteur public. Le calendrier serré qui a précédé l'introduction de l'euro n'a toutefois pas permis la création d'une nouvelle agence. Il a en revanche été convenu qu'un rapprochement des compétences et des activités des deux unités serait susceptible de produire les effets les plus profitables en temps opportun. En conséquence, à la fin de l'année 1998, les opérations portant sur la dette en devises ont été transférées du ministère des Finances à l'unité chargée de la dette au sein du Trésor. Le ministère des Finances continue d'avoir la responsabilité de la politique générale de la dette, ce qui signifie qu'il communique au Trésor les grandes orientations en matière de financement et en super-

visent également les opérations. Le cadre général de la gestion de la dette est plus transparent et la structure de responsabilisation financière a été améliorée grâce à une séparation de l'activité de supervision des opérations matérielles de financement. La mise en commun des ressources au sein de cette structure intégrée permet également d'accorder une attention plus soutenue à l'analyse et à la gestion des risques. Plus généralement, les économies d'échelle permettent désormais une utilisation plus efficace du savoir-faire et des compétences.

Les conséquences de l'évolution technologique

Les procédures et les techniques de gestion de la dette reposent de plus en plus sur de nouveaux systèmes électroniques, tant sur le marché primaire que sur le marché secondaire. Les chapitres 4 et 5 développent cet aspect. Jusqu'à présent toutefois cette évolution ne semble pas avoir eu de répercussions notables sur l'organisation et les effectifs des offices de gestion de la dette.

Une autre évolution technologique semble cependant susceptible d'avoir des conséquences majeures sur l'organisation des offices de la dette. Par leur puissance, les systèmes d'information électronique ont créé de nouvelles possibilités permettant aux systèmes informatisés et aux bases de données de communiquer entre eux. Ce potentiel technologique fait que les systèmes utilisés pour l'élaboration et l'exécution du budget, la gestion des ressources humaines, la gestion des actifs et de la trésorerie ainsi que la gestion de la dette peuvent être reliés entre eux et intégrés au sein d'un même système. Cette intégration ouvre la voie à un processus de traitement en continu des données à partir de différents systèmes, l'information (une fois introduite dans une partie de la chaîne d'information) étant simultanément disponible dans tous les systèmes. Ce lien et cette synchronisation entre les systèmes sont déjà expérimentés dans un certain nombre de pays. La mise en œuvre du système de traitement en continu des données signifierait que la gestion de la dette serait davantage rapprochée au quotidien des autres fonctions de trésorerie du ministère des Finances. L'intégration des systèmes pourrait également se faire par l'adoption d'un *compte de trésorerie unique*. La gestion de ce compte supposerait la mise en place d'un système d'information très sophistiqué, notamment d'un module permettant de prévoir les besoins de liquidité (sur la base des projections de recettes et de dépenses budgétaires). Une transformation des opérations de gestion de la dette en une fonction globale et intégrée de gestion de la trésorerie de l'État (tout en maintenant une priorité stratégique sur la gestion de la dette) aurait naturellement des conséquences importantes sur le plan institutionnel. Les effectifs des autres unités concernées par les opérations de trésorerie deviendraient partie intégrante d'un office de la dette ou d'une stratégie de la dette élargie. La réorganisation qui en résulterait pourrait également impliquer que les personnels affectés à la dette soient disponibles pour contribuer à d'autres tâches en matière de trésorerie.

Cette extension du mandat de l'office de la dette serait également un signal lancé vers les marchés financiers et le grand public pour leur faire comprendre que le professionnalisme et la responsabilité financière du *volet opérationnel* de la gestion des actifs et des engagements financiers de l'État ont été renforcés, la stratégie de gestion de la dette continuant d'être formulée et rendue publique par le ministère des Finances dans le cadre du processus politique. L'élargissement des fonctions de l'office de la dette pourrait pallier certains inconvénients éventuels (ou ressentis) liés à l'existence d'un office de la dette autonome uniquement chargé de l'émission de la dette et de sa gestion, fonctionnant généralement avec un effectif relativement restreint mais bien rémunéré, ce qui peut créer des tensions avec les autres unités menant des activités liées à la trésorerie (en particulier à un moment où les salaires des autres fonctionnaires sont sous le coup des restrictions budgétaires). Il permettrait également de faire en sorte qu'un office de la dette autonome ne soit pas ressenti par les marchés comme moins responsable qu'une unité du ministère des Finances, voire que le marché ne perçoive une forme ou une autre de risque spécifique à l'office (plus élevé que pour un service de l'État). A défaut d'une législation qui stipule clairement que ce n'est pas le cas (et donc que le risque inhérent à l'office est le même que pour un service de l'État), les coûts de financement pourraient se révéler par trop élevés.

Il existe déjà au sein des différents départements du Trésor un éventail assez large de fonctions intégrées en matière de gestion de la dette et de la trésorerie, même si le degré d'intégration et le type de systèmes d'information (et par conséquent les dispositifs institutionnels) dont ils disposent peuvent varier considérablement. La France et les États-Unis fournissent des exemples de fonctions assez fortement intégrées au sein du Trésor. Il est intéressant de remarquer qu'en Suède l'office autonome de la dette s'est récemment rapproché du Trésor, tandis qu'en Finlande les fonctions liées à l'ensemble des opérations de gestion de la dette ont été transférées vers le Trésor. En Lettonie, une direction du Trésor à part entière a été créée au sein du ministère des Finances, et elle s'appuie sur un système d'information intégré et très complexe.

Notes

1. La gestion de la dette publique : volume I (Objectifs et techniques), OCDE, 1982 et volume II (Instruments de la dette et techniques de placement), OCDE, 1983.
2. Les titres publics et la gestion de la dette dans les années 90 (en particulier chapitre IV), OCDE, 1993.
3. Voir Partie II (Institutions and Operating Arrangements for Public Debt Management and Monetary Control) et en particulier le chapitre 4 (Survey of Public Debt Management Frameworks in Selected Countries), in : V. Sundararajan, Peter Dattels et Hans J. Blommestein, éd., *Co-ordinating Public Debt and Monetary Management*, FMI, 1997.
4. V. Sundararajan, Peter Dattels et Hans J. Blommestein, éd., *Co-ordinating Public Debt and Monetary Management*, FMI, 1997.
5. Les marchés avancés n'ont pas non plus toujours été épargnés par les turbulences financières extrêmes, comme en témoignent la crise du mécanisme de change européen (MCE) et les remous des marchés obligataires dans la première moitié des années 90 ou encore, en 1998, les secousses provoquées par la déroute du fond spéculatif américain LTCM.
6. Les garanties implicites ont elles aussi été souvent présentées comme l'un des facteurs de déclenchement de certaines des crises financières qui ont secoué les marchés financiers émergents.
7. Selon les directives élaborées conjointement par le FMI et la Banque mondiale, l'expérience montre que différentes solutions institutionnelles sont possibles s'agissant de la gestion de la dette souveraine : celle-ci peut être confiée en exclusivité au ministère des Finances, à la Banque centrale, à un office autonome de gestion de la dette ou à un dépositaire central, ou à plusieurs de ces entités.. Toujours selon ces directives, quelle que soit la solution retenue, le plus important est de s'assurer que l'organisation de la gestion de la dette est clairement définie, que les parties prenantes coordonnent leur action et échangent des informations et que les attributions respectives de chacun sont bien précisées.
8. Voir chapitre 1.
9. Voir à ce sujet la présentation faite par Tomas Magnusson à l'occasion du neuvième atelier de l'OCDE qui s'est tenu à Prague en 1999.
10. Voir à ce sujet la présentation faite par Tomas Magnusson à l'occasion du neuvième atelier de l'OCDE qui s'est tenu à Prague en 1999.
11. Les entités qui font cette utilisation des informations de marché pratiquent en quelque sorte une coordination indirecte de leurs politiques, par opposition à une coordination directe *via* des comités ou d'autres enceintes de concertation. Voir Hans J. Blommestein, éd., *The Reality of Economic Policy Co-ordination*, North Holland Publishing

Company, 1990 et aussi V. Sundararajan, Peter Dattels et Hans J. Blommestein, éd., *Co-ordinating Public Debt and Monetary Management*, FMI, 1997.

12. Voir IMF/World Bank Guidelines, chapitre IV, paragraphe 34.
13. Cette révision vise à corriger les faiblesses de la réglementation actuelle des fonds propres, en intégrant les innovations financières et l'évolution des pratiques bancaires. Le document soumis à consultation intitulé *Un nouveau dispositif d'adéquation des fonds propres*, publié par le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire en juin 1999, propose des règles d'adéquation des fonds propres tenant mieux compte des profils de risque.

Chapitre 7

Pratiques des gestionnaires de la dette des pays de l'OCDE en matière de gestion des risques liés aux actifs et aux engagements financiers

par la

Division des marchés financiers du ministère des Finances du Canada

I. Présentation

Ce chapitre présente une synthèse des résultats d'une enquête sur les pratiques des États en matière de gestion des risques de trésorerie, réalisée par le gouvernement du Canada à l'intention des pays membres du Groupe de travail de l'OCDE sur la Gestion de la dette publique. Cette enquête s'inscrit dans le cadre d'une initiative proposée par le Canada à l'occasion des réunions tenues par ce groupe de travail en novembre 1999 à Paris. Elle vise à fournir aux pays membres une base de comparaison en ce qui concerne les politiques et les procédures adoptées en matière de gestion des risques et à mettre en évidence les éléments que les pays membres pourraient prendre en compte à l'avenir dans leurs activités de gestion du risque.

Les résultats sont présentés en suivant les grandes lignes de l'enquête, axée sur les sujets suivants :

- Nature des opérations de gestion des risques.
- Conduite de la gestion des risques.
- Gestion des risques de marché.
- Gestion des risques de crédit.
- Gestion des risques de liquidité.
- Gestion des risques opérationnels.
- Gestion des risques juridiques.

Il ressort de l'enquête que l'activité de gestion des risques par les gestionnaires des actifs et engagements financiers est plus ou moins répandue d'un pays à l'autre, cette activité étant limitée voire inexistante dans certains, et très développée dans d'autres. Dans la plupart des pays, la gestion des risques est activement pratiquée mais n'est généralement pas menée sur une base consolidée au niveau de l'ensemble des administrations et organismes publics. Les sources d'exposition au risque sont liées aux activités de gestion de la dette intérieure des États, ce qui inclut la gestion des programmes nationaux d'émission d'obligations et de bons du Trésor et des opérations de gestion de trésorerie qui s'y rattachent. Dans les pays où elle n'est pas assurée séparément par la Banque centrale, la gestion des réserves nationales en devises peut également constituer une source d'exposition au risque. Les opérations sur instruments dérivés liées aux activités de l'État en monnaie nationale ou en devises sont également sources de risque.

En général, les seuils de tolérance et les politiques en matière de gestion du risque sont approuvés (et souvent établis) par le ministère des Finances (ou le ministère compétent). L'opération effective de gestion des risques est souvent menée au sein d'un organisme distinct responsable de la gestion de la dette souveraine ou auprès de la Banque centrale lorsque celle-ci est chargée de gérer la dette, et elle est généralement séparée des autres opérations de trésorerie.

Les risques les plus souvent gérés par les pays qui ont participé à l'enquête sont les risques de marché, les risques de crédit, les risques de liquidité et les risques de refinancement. La gestion formelle des risques opérationnels et des risques juridiques est moins fréquente. Plusieurs critères de nature différente sont généralement utilisés simultanément pour contrôler les risques de marché et les risques de crédit. En général, les pays membres qui réalisent des opérations de gestion active des risques actualisent au jour le jour leur position en matière de risque de marché et de risque de crédit. Les systèmes de gestion du risque utilisés associent souvent des modèles développés en interne, des applications spécialisées achetées sur le marché et des logiciels grand public.

L'enquête fait ressortir un certain nombre de points qui sont actuellement au cœur des travaux ou des réflexions en cours dans les pays membres en matière de gestion des risques. Ce sont notamment :

- le recours à des consultants extérieurs ou indépendants pour la mise au point des politiques et des procédures de gestion des risques, ou pour la supervision des opérations de gestion du risque. Il est intéressant de réfléchir à l'opportunité de faire appel à des consultants extérieurs ou non aux activités de gestion de la trésorerie, ou au gouvernement ;
- le recours à l'étalonnage (« benchmarking ») et aux tests de tension (« stress testing ») pour la fixation des limites de risque. La mise au point

de références appropriées et de tests de tension n'est pas un exercice aisé ; enfin

- les difficultés permanentes liées aux systèmes, notamment celles de trouver ou de créer les systèmes adéquats, de former et de retenir le personnel qualifié et les problèmes d'intégrité des données. Bien que n'étant pas nouvelles, ces difficultés mobilisent encore semble-t-il une bonne partie du temps et de l'attention des gestionnaires de risque dans les pays concernés.

II. Nature des opérations de gestion du risque

Dans les pays ayant participé à l'enquête, les opérations de gestion des risques incluent généralement les activités de gestion de la dette intérieure et de la trésorerie de l'État, et elles peuvent également inclure les activités liées aux avoirs en devises. Dans un certain nombre de pays, ces avoirs en devises sont gérés séparément par la Banque centrale. Sauf rares exceptions, la gestion des risques ne se fait pas sur une base consolidée au niveau de l'ensemble de l'État (elle n'inclut pas les entreprises ni les services publics).

La plupart des pays disposent de procédures formelles de gestion des risques de crédit, des risques de marché, des risques de liquidité, des risques de refinancement, des risques opérationnels et des risques juridiques. Un seul pays a indiqué contrôler également les risques politiques et les risques de réputation. Les risques opérationnels et les risques juridiques ne font généralement pas l'objet de procédures formelles de gestion.

En ce qui concerne les opérations spécifiques réalisées en matière de gestion des risques, les pays mènent généralement toutes les opérations (identification/évaluation, chiffrage, surveillance, atténuation/contrôle, et déclaration) pour chaque type de risque qu'ils gèrent. Les risques opérationnels et les risques juridiques font là aussi exception dans la mesure où, quand ils sont gérés, ils ne donnent pas nécessairement lieu à la totalité des opérations de gestion du risque : dans plusieurs cas, le risque est simplement identifié.

III. Conduite de la gestion des risques

Dans la plupart des pays, les seuils globaux de tolérance en matière de risque sont fixés par le ministre des Finances ou le ministre désigné par le gouvernement à cet effet. Pour ce qui est de la détermination des politiques et des procédures de gestion du risque, les pratiques varient : dans de nombreux cas, celle-ci relève du ministère des Finances ou du ministère compétent ; dans d'autres cas, de l'organisme chargé de gestion de la dette voire directement du responsable de l'unité chargée de la gestion des risques ; cette tâche revient parfois à une commission mixte composée de certaines ou de l'ensemble de ces ins-

tances. L'approbation de ces politiques et de ces procédures relève dans la plupart des pays de la compétence du ministre des Finances ou du ministre compétent.

La consultation formelle d'un organisme de conseil externe pour la mise au point des politiques et des procédures de gestion des risques n'est pas une pratique courante dans les pays ayant participé à l'enquête. Dans quelques cas, un organe consultatif externe composé de professionnels et d'experts techniques a été créé pour apporter des conseils et examiner les politiques.

En ce qui concerne la fonction de surveillance des activités de gestion des risques, la plupart des pays ne font pas appel à une commission de gestion du risque. Lorsque de telles commissions ont été instituées, elles sont généralement composées de représentants du ministère ou de l'organisme chargé de la gestion de la dette et comprennent rarement des membres indépendants. Les commissions de gestion des risques se réunissent dans la plupart des cas tous les trimestres.

Un peu plus de la moitié des pays concernés disposent d'une unité de gestion des risques qui se consacre exclusivement aux opérations courantes de gestion des risques de trésorerie. Dans la plupart des cas, cette unité est distincte des activités de gestion de la trésorerie mais elle peut faire partie des services de l'organisme chargé de la gestion de la dette en général. Aucun pays n'a indiqué externaliser ses opérations de gestion des risques, même si certaines tâches (logistique informatique, établissement de référentiels appropriés, par exemple) sont confiées à des consultants externes.

Il va de soi que la périodicité des rapports officiels sur les risques est fonction de l'éloignement de leurs destinataires par rapport aux opérations courantes de gestion des risques. Dans la plupart des pays, le Parlement reçoit un rapport annuel sur les opérations de gestion des risques. Un rapport est également présenté la plupart du temps au ministre compétent, généralement tous les ans ou tous les trimestres. Les hauts fonctionnaires du ministère compétent reçoivent le plus souvent les rapports de risques tous les mois, tout comme la commission de gestion des risques. Les services en charge de la gestion de la trésorerie reçoivent fréquemment ces rapports sur une base journalière, mais parfois également sur une base hebdomadaire ou mensuelle.

Dans les pays qui ont mis en place une politique bien définie à cet égard, les examens en interne des dispositifs et des procédures de gestion des risques se déroulent généralement tous les ans. Dans un certain nombre de pays toutefois, aucune politique n'a été arrêtée dans ce domaine et ces examens sont effectués en tant que de besoin. La responsabilité de cette procédure d'examen est attribuée de manière différente selon les pays, mais elle est souvent confiée aux

hauts fonctionnaires du ministère compétent ou de l'organisme chargé de la gestion de la dette.

Dans près de la moitié des pays concernés, un examen en externe des dispositifs et des procédures de gestion des risques est effectué à l'initiative des services publics d'audit compétents.

L'organisation des activités de gestion des risques de trésorerie varie d'un pays à l'autre. Deux modèles paraissent toutefois se détacher, même s'il existe bien entendu un certain nombre de variantes pour chacun de ces modèles génériques :

- Les seuils de tolérance et les politiques en matière de gestion des risques sont fixés/approuvés par le ministère compétent. La Banque centrale, qui gère le portefeuille de la dette pour le compte du ministère, est chargée des opérations de gestion des risques.
- Les seuils de tolérance et les politiques en matière de gestion des risques sont fixés/approuvés par le ministère compétent. Une agence/un organisme distinct, mis en place pour gérer le portefeuille de la dette publique et relevant du ministère, est en charge des opérations de gestion des risques. (Dans certains cas, l'organisme chargé de la dette gère le portefeuille de la dette intérieure et les opérations de gestion des risques qui s'y rattachent, tandis que la Banque centrale gère le portefeuille de la dette extérieure et les activités de gestion des risques y afférents.)

IV. Gestion des risques de marché

Parmi les pays qui assurent la gestion des risques de marché, presque tous contrôlent les risques de taux d'intérêt et, pour la plupart d'entre eux, les risques de change. Seuls quelques pays interrogés déclarent gérer les risques sur les matières premières. La technique la plus couramment utilisée pour mesurer et contrôler les risques de marché est celle qui fait appel à la durée. D'autres techniques fréquemment utilisées sont (dans l'ordre) celles qui se fondent sur la durée de vie moyenne, l'analyse par scénario, la perte maximale attendue (« value-at-risk », VaR), et les charges d'intérêt maximales attendues (« cost-at-risk », CaR). (Le calcul de la VaR est généralement effectué suivant la méthode de la variance-covariance.) La plupart des pays ont recours à une combinaison de ces techniques pour gérer le risque de marché. En général, l'évaluation de l'exposition aux risques de marché à l'aide de ces techniques est actualisée au jour le jour ; quelques pays ont adopté un système d'actualisation en temps réel.

D'autres techniques d'évaluation et de contrôle des risques de marché ont été mentionnées dans l'enquête, notamment l'utilisation du ratio « titres à taux fixe/titres à taux variable » et celle d'un portefeuille de référence. Parmi les nouvelles méthodes utilisées, la plus souvent citée est celle des charges d'intérêt

maximales attendues (CaR) ; les pays s'efforcent également d'intégrer l'étalonnage et les tests de tension dans les méthodes de contrôle des risques de marché.

La plupart des pays imposent des limites en ce qui concerne les risques de marché liés aux activités de trésorerie, mais beaucoup ne le font pas. Les limitations appliquées aux risques de marché le sont généralement par rapport aux critères utilisés pour la gestion de ces risques (objectifs ou limites de duration, par exemple). Dans un certain nombre de cas, un objectif de duration est utilisé en association avec un ou plusieurs autre(s) critère(s) (un objectif de change, la plupart du temps). D'autres pays ont recours aux méthodes VaR ou CaR, en raison parfois de la sensibilité de ces facteurs aux mouvements de la courbe des rendements. Dans un seul pays, les limites assignées en matière de VaR et de CaR sont définies par rapport au PIB.

La plupart des pays utilisent aux fins de la gestion des risques diverses formes d'instruments dérivés, la plus courante étant les échanges financiers (« swaps »). Parmi les pays qui gèrent les risques de marché, une forte majorité des pays a recours aux échanges financiers. Dans les pays observés, les échanges de taux d'intérêt l'emportent légèrement sur les échanges de devises. Les contrats à terme à livraison différée (de gré à gré) sont utilisés par un nombre relativement peu élevé de pays, le recours aux contrats à terme boursiers et aux options étant peu fréquent.

Les pays sont relativement peu nombreux à avoir recours à la congruence des actifs et des passifs en tant que méthode de gestion des risques de marché. Ceux qui le font utilisent généralement cette technique pour la dette en devises. L'un des pays interrogés indique qu'il s'est fixé un objectif explicite d'endettement net en devises nul.

V. Gestion des risques de crédit

Pour contrôler leurs risques de crédit, près de la moitié des pays ont recours à des modèles de crédit qui sont pour la plupart développés en interne, quelques-uns seulement ayant été achetés auprès de fournisseurs extérieurs. La valeur de marché est le critère le plus souvent retenu pour mesurer le risque de crédit, devant largement la valeur comptable ou la valeur notionnelle. La plupart des pays qui ont recours à la valeur de marché utilisent des modèles internes pour évaluer leur position de crédit. Ils évaluent également en majorité les risques potentiels. L'exposition aux risques de crédit fait généralement l'objet d'un suivi au minimum hebdomadaire, la plupart des pays calculant cette exposition au jour le jour.

Les limites d'exposition aux risques de crédit pour chaque contrepartie sont, dans pratiquement tous les pays, fixées sur une base consolidée pour toutes les branches d'activités. Certains pays imposent en outre des limites distinctes par

type d'instruments (échanges financiers, par exemple), et en fonction des risques effectifs ou des risques potentiels. L'évaluation du crédit de la contrepartie est le facteur le plus couramment retenu pour fixer les limites d'exposition au risque, pratiquement tous les pays faisant appel à des organismes de notation extérieurs. Plusieurs pays ont recours à des évaluations en interne associées à des évaluations externes. Si l'évaluation du crédit est le critère le plus couramment utilisé, de nombreux pays se fondent également sur la taille de la contrepartie (en termes de fonds propres, généralement) pour fixer les limites d'exposition au risque. Dans moins de la moitié des pays, les limites sont fixées en fonction du type d'entité concerné. Parmi ces derniers, plusieurs établissent une distinction entre États, banques et entreprises.

Avant que les pays ne s'engagent dans des transactions avec des contreparties, certains critères d'éligibilité doivent être satisfaits. Compte tenu des facteurs entrant en jeu dans la fixation des limites d'exposition au risque, ces critères d'éligibilité sont notamment, bien entendu, les critères minimaux requis en termes de taille et de qualité de crédit. En ce qui concerne les échanges financiers, les pays exigent de la contrepartie qu'elle souscrive l'accord-cadre de l'International Swap Dealers Association (ISDA) applicable aux échanges financiers assorti, dans plusieurs cas, de la mise en œuvre d'un accord de garantie. Un seul pays a indiqué que l'accord de garantie était conclu sur une base unilatérale en faveur du gouvernement.

Les limites d'exposition au risque peuvent être revues dans certaines circonstances, notamment en cas de changement dans la qualité du crédit, de fusion/acquisition, de modification du capital, de doutes quant à la solidité financière de la contrepartie qui ne sont pas pris en compte dans la cote de crédit de l'entité ou de modification de la stratégie commerciale de la contrepartie.

La plupart des pays ont recours à une forme ou une autre d'atténuation du risque de crédit. Les accords les plus courants sont les accords de compensation, suivis de près par les clauses de remboursement anticipé. Près de la moitié des pays qui ont recours à la technique de l'atténuation du risque de crédit utilisent les accords de garantie. Plusieurs pays ont indiqué qu'ils n'acceptaient que les sûretés liquides ; le nantissement de titres ne concerne que les bons du Trésor américains ou autres obligations d'État.

VI. Gestion des risques de liquidité

La plupart des pays définissent leurs risques de liquidité en termes de risques de refinancement (à savoir la capacité de satisfaire aux obligations de paiement résultant du refinancement de la dette). A et égard, le principe retenu par les pays est celui de l'étalement des échéances sur la courbe afin d'éviter une concentration des paiements à l'échéance. Le risque de refinancement est

contrôlé au moyen d'un certain nombre de paramètres, notamment la durée, la durée de vie moyenne et les objectifs en matière de ratio titres à taux fixe/titres à taux variable qui peuvent être fixés par rapport aux portefeuilles de référence. Certains pays concentrent la totalité des remboursements sur le court terme, souvent sur la période de 12 mois à venir mais cette période peut ne pas dépasser 12 semaines.

Des émissions régulières et la fixation de plafonds d'émission pour les titres de référence de la courbe permettent le maintien d'un profil d'échéances équilibré. Certains pays gèrent activement leur dette en refinançant le risque au moyen d'opérations de rachat et/ou d'échanges de dettes.

La gestion de la trésorerie à court terme est également étroitement liée à la gestion des risques de liquidité, des prévisions journalières étant généralement effectuées sur les soldes de trésorerie, les recettes et les dépenses. Pour réduire le coût de portage, les soldes de trésorerie sont généralement fixés au niveau le plus bas possible afin d'éviter le recours au découvert.

VII. Gestion des risques opérationnels

Dans la plupart des pays, les risques opérationnels englobent les risques de règlement et les risques de fraude. Nombre d'entre eux disposent de procédures documentées se rapportant à ces risques. Les risques de règlement ont trait aux activités tant automatisées que non automatisées ; dans un certain nombre de pays, le principe du contrôle en double est appliqué aux activités non automatisées, tandis que les procédures d'audit interne sont appliquées aux opérations automatisées. Les audits externes viennent souvent compléter les audits internes. Les risques de fraude sont souvent évités au moyen de la séparation des fonctions d'exécution et de règlement des transactions par l'intermédiaire des activités de salle de marché, de suivi et de post-marché. Rares sont les pays qui prévoient des procédures formelles en cas d'infractions ou de pratiques dérogatoires, même si certains ont indiqué que les infractions devaient être signalées à l'autorité compétente pour vérification et poursuites éventuelles.

En ce qui concerne les systèmes de gestion des risques utilisés, presque tous les pays ont recours à une combinaison de modèles développés en interne, d'applications spécialisées achetées sur le marché et de logiciels grand public. A cet égard, les principales difficultés rencontrées par les systèmes de gestion des risques sont notamment celles de trouver des progiciels qui répondent aux besoins des services et pour lesquels une logistique soit disponible en cas de problèmes ; d'apprendre à utiliser les applications achetées ; de recruter, former et retenir le personnel qualifié ; et, cauchemar des gestionnaires de risques, de résoudre les problèmes d'intégrité des données.

La majorité des pays ayant participé à l'enquête sont dotés de dispositifs d'intervention en cas de catastrophe, la plupart ou presque disposant d'installations hors site où les opérations de trésorerie peuvent être reprises. Nombreux sont ceux qui pourraient reprendre leurs opérations en l'espace de quelques heures, au moins avec une fonctionnalité limitée. Les pays sont toutefois relativement peu nombreux à disposer sur place de systèmes de secours pour la gestion de la trésorerie en cas de défaillance du système principal. Les procédures de sauvegarde sont testées au moins une fois par an, et dans certains pays tous les semestres.

VIII. Gestion des risques juridiques

Pratiquement tous les pays font appel, pour leurs activités de gestion des risques juridiques, à un conseiller juridique interne. Dans un certain nombre de pays ayant recours essentiellement à un conseiller interne, des conseillers externes peuvent être consultés en tant que de besoin. Quelques pays n'ont recours qu'à des conseillers externes.

Des accords-cadres sont en vigueur dans presque tous les pays, essentiellement pour les opérations d'échanges financiers et de pensions. En général, les accords-cadres sont établis sur le modèle de l'accord-cadre de l'ISDA en matière d'échanges financiers et de son annexe relative au soutien au crédit, et de l'accord-cadre de l'ISMA en matière d'opérations de pension.

Annexe

Synthèse des réponses détaillées au questionnaire

Nombre total de pays ayant participé à l'enquête : 23.

Pour comparer les résultats de l'enquête au regard de chaque question posée, il convient de préciser que tous les pays n'ont pas répondu à toutes les questions et que certaines des questions autorisaient plus d'une réponse pour chaque pays.

Question 1.2

Type de risque géré	Nombre de pays
Risques de crédit	19
Risques de marché	21
Risques de liquidité	21
Risques de refinancement	21
Risques opérationnels	16
Risques juridiques	16

Question 1.3

Opérations de gestion des risques	Nombre de pays				
	Identification	Évaluation	Surveillance	Atténuation	Déclaration
Risques de crédit	18	17	17	17	17
Risques de marché	18	18	18	18	14
Risques de liquidité	18	14	14	13	10
Risques de refinancement	18	15	15	14	14
Risques opérationnels	15	6	11	12	8
Risques juridiques	14	3	10	9	7

Question 1.4

Base consolidée	Nombre de pays
Oui	3
Non	20

Question 2.1

Qui fixe le niveau de tolérance en matière de risques	Nombre de pays
Ministre de tutelle	14
gouverneur de la Banque centrale	0
Hauts fonctionnaires du Trésor/ de l'administration des finances	7
Direction de la Banque centrale	0
Direction de l'organisme de gestion de la dette	2
Commission mixte	2

Question 2.2

Qui élabore les politiques/les procédures de gestion du risque	Nombre de pays
Trésor/Administration des finances	9
Banque centrale	0
Organisme de gestion de la dette	13
Unité de gestion du risque	5
Commission mixte	2

Question 2.3

Qui approuve les politiques/les procédures de gestion des risques	Nombre de pays
Ministre de tutelle	15
gouverneur de la Banque centrale	0
Hauts fonctionnaires du Trésor/de l'administration des finances	8
Direction de la Banque centrale	0
Direction de l'Agence de gestion de la dette	6
Commission mixte	0

Question 2.4

Organe consultatif externe	Nombre de pays
Oui	3
Non	19

Question 2.5

Commission de gestion des risques	Nombre de pays
Oui	9
Non	12
Composée de représentants indépendants	
Oui	3
Non	8
Périodicité des réunions	
Tous les ans	0
Tous les semestres	1
Tous les trimestres	5
Tous les mois	2

Question 2.6

Unité de gestion des risques	Nombre de pays
Oui	13
Non	10
Distincte des services en charge de la gestion de la trésorerie	8

Question 2.7

Externalisation des opérations de gestion des risques	Nombre de pays
Oui	3
Non	18

Question 2.8

Périodicité des rapports sur les risques	Nombre de pays					
	A	ST	T	M	S	J
Parlement	12	1	2	0	0	0
Ministre de tutelle	6	1	6	3	0	0
Gouverneur de la Banque centrale	0	0	0	1	0	0
Hauts fonctionnaires du Trésor/ de l'administration des finances	2	0	2	7	1	3
Direction de la Banque centrale	0	0	0	0	1	0
Commission de gestion des risques	0	0	3	5	1	0
Services en charge de la gestion de la trésorerie	0	0	1	3	2	6

Note : A = tous les ans ; ST = tous les semestres ; T = tous les trimestres ; M = tous les mois ; S = toutes les semaines ; J = tous les jours.

Question 2.9

Fréquence des examens en interne des politiques/ procédures de gestion des risques	Nombre de pays
Tous les ans	7
Tous les semestres	3
Tous les trimestres	3
Tous les mois	1

Question 2.10

Examens en externe des politiques/procédures de gestion des risques	Nombre de pays
Oui	11
Non	12

Question 3.1

Risques de marché	Nombre de pays
Risques de taux d'intérêt	20
Risques de change	15
Risques de fonds propres	0
Risques sur matières premières	2

Question 3.2

Comment évaluer les risques de marché	Nombre de pays
Analyse de sensibilité	6
Analyse de scénario	13
CaR	9
VaR	9
Duration	16
Durée de vie moyenne	14

Question 3.3

Calculs VaR utilisés	Nombre de pays
Simulation historique	5
Simulation de Monte Carlo	1
Variance-covariance	8

Question 3.4

Actualisation de l'exposition aux risques de marché	Nombre de pays
Temps réel	1
Tous les jours	7
Toutes les semaines	3

Question 3.5

Limitation des risques de marché	Nombre de pays
Oui	14
Non	8

Question 3.6

Instruments dérivés utilisés	Nombre de pays
Aucun	6
Échanges financiers	16
Contrats à terme boursiers	2
Contrats à terme de gré à gré	7
Options	3

Question 3.7

Congruence des actifs et des passifs	Nombre de pays
Oui	5
Non	17

Question 4.1

Critères d'évaluation de l'exposition aux risques de crédit	Nombre de pays
Valeur comptable	2
Valeur notionnelle	3
Valeur de marché	15
Exposition potentielle aux risques futurs	10
Méthode BRI	6
Méthode élaborée en interne	4
Modèle de crédit	9
Développé en interne	7
Acheté	2
Perte maximale attendue (VaR)	0

Question 4.2

Ressources utilisées pour calculer la valeur de marché	Nombre de pays
Modèle développé en interne	11
Externalisation	4
Les deux	2

Question 4.3

Fixation de limites de crédit pour les contreparties	Nombre de pays
Limite unique	16
Limite distincte par portefeuille/activité	1
Limite distincte pour l'exposition effective/ potentielle	2
Limite distincte par type de titre/d'actif	3
Limite distincte par catégorie d'échéance	1

Question 4.4

Facteurs pris en compte dans la fixation des limites d'exposition aux risques de crédit	Nombre de pays
Évaluation du crédit de la contrepartie	16
Taille de la contrepartie	10
Actifs	3
Fonds propres	9
Type de contrepartie	6

Question 4.6

Contreparties devant satisfaire à des critères d'éligibilité	Nombre de pays
Oui	19
Non	2

Question 4.7

Source de l'évaluation du crédit	Nombre de pays
Organismes externes de notation uniquement	15
Analyse du crédit en interne uniquement	0
Les deux	2

Question 4.8

Actualisation de l'exposition aux risques de crédit	Nombre de pays
Temps réel	2
Tous les jours	6
Toutes les semaines	3

Question 4.9

Instruments d'atténuation des risques de crédit	Nombre de pays
Aucun	4
Sûretés	8
Garantie de tiers	8
Accords bilatéraux de compensation	10
Accords multilatéraux de compensation	0
Clause de déclassement	7
Clause de remboursement anticipé	9
Clause de révision du coupon	3
Clause de rétrocession (« reassignment »)	4
Instruments dérivés de crédit	0

Question 6.2

Politiques internes en matière de pratiques dérogatoires	Nombre de pays
Oui	7
Non	10

Question 6.3

Système de gestion du risque	Nombre de pays
Développé en interne	2
Acheté	2
Combinaison des deux	13

Question 6.4

Dispositif d'intervention	Nombre de pays
Oui	13
Non	7
Installations hors site	Nombre de pays
Oui	10
Fonctionnalité totale	5
Fonctionnalité limitée	4
Système de secours sur place	Nombre de pays
Oui	5
Non	9

Question 7.1

Conseiller juridique interne/externe	Nombre de pays
Interne	21
Externe	4

Question 7.2

Accords-cadres	Nombre de pays
Oui (toutes les activités)	7
Oui (certaines activités)	8
Non	6

Question 7.4

Accord-cadre coordonné	Nombre de pays
Oui	2
Non	19

Chapitre 8

La politique d'information et de relations avec les investisseurs des émetteurs souverains membres de l'OCDE

par

Andrew Turner et Valérie J. Jeal
Office néo-zélandais de gestion de la dette

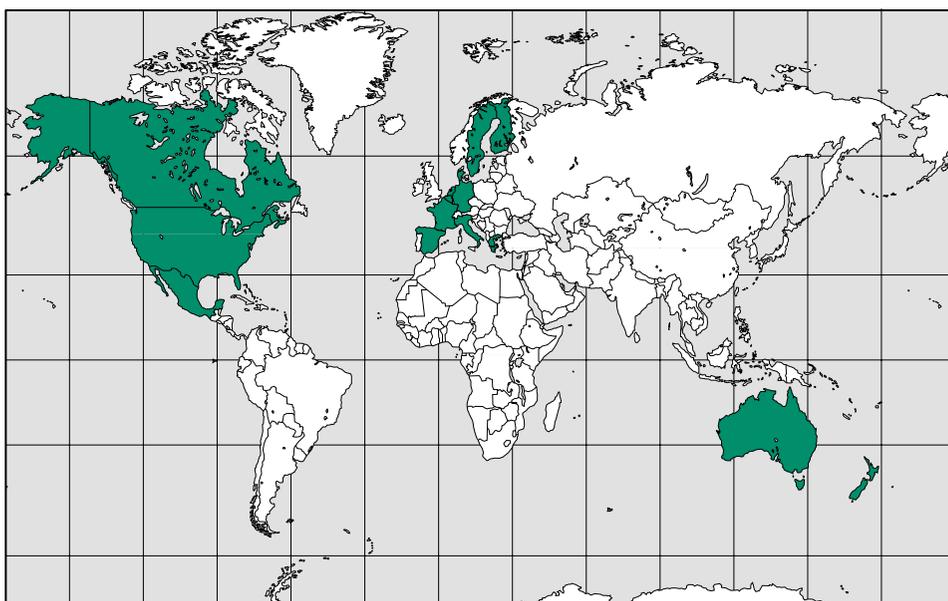
I. Introduction

La présente étude avait été demandée à la suite de la réunion du Groupe de travail de l'OCDE sur la dette publique qui s'est tenue l'an dernier. La Nouvelle-Zélande avait proposé de rédiger et de conduire l'enquête, laquelle a été diffusée par voie électronique à tous les participants du Groupe et affichée sur le site Internet de l'OCDE.

Vingt et un pays ont répondu, à savoir : l'Allemagne, l'Australie, la Belgique, le Canada, le Danemark, l'Espagne, les États-Unis d'Amérique la Finlande, la France, la Grèce, Hong-Kong, l'Irlande, l'Islande, l'Italie, le Mexique, la Nouvelle-Zélande, les Pays-Bas, la République tchèque, Singapour et la Suisse.

II. Confidentialité

Six pays avaient demandé à ce que le détail de leurs réponses reste confidentiel. Nous avons tenu compte de leur requête et nous sommes efforcés de rédiger les résultats de manière à ce que les réponses ne permettent pas d'identifier leurs auteurs. Nous avons supposé que les réponses figurant sur le site Internet étaient publiques et nous avons donc nommé certains États lorsque cette identification permettait d'enrichir notre description.



III. Conclusions générales

Stratégie

La quasi-totalité des pays interrogés ont une stratégie de relations avec les investisseurs, qui vise deux objectifs communs à tous les pays : informer les investisseurs et réaliser des économies. Les émetteurs souverains cherchent à promouvoir les marchés de la dette publique en fournissant aux investisseurs une série d'informations de nature économique et budgétaire pour les aider à se déterminer. Les États veillent également à instaurer des voies de communication avec les investisseurs pour se tenir informés de leurs préférences. Les renseignements ainsi recueillis peuvent alors être pris en compte dans l'élaboration de stratégies de gestion de la dette visant à minimiser le coût du service de la dette.

Responsabilité

Il semblerait que les offices de gestion de la dette publique soient en passe de s'imposer dans la conduite des relations avec les investisseurs, même si les ministères des Finances et les banques centrales conservent un rôle important.

Investisseurs

La quasi-totalité des pays interrogés ont des programmes d'émission d'obligations et de bons du Trésor sur le marché intérieur. L'émission d'instruments de la dette destinés aux particuliers ou libellés en devises est moins populaire, puisque seule la moitié environ des États interrogés ont indiqué recourir à ces deux modes de financement.

Il a été difficile de faire la synthèse des renseignements fournis sur les porteurs de titres de la dette publique en vue de dresser un portrait type de l'investisseur se portant sur ces titres. Dans nombre de pays, l'information disponible sur les détenteurs et sur leur lieu de résidence souffre de sérieuses « lacunes ».

Bien que les banques aient manifestement tendance à préférer les programmes d'émission de bons du Trésor à plus courte échéance sur le marché intérieur, ce sont les banques et les gestionnaires de fonds qui sont les principaux acquéreurs d'obligations émises sur le marché national. Nous avons constaté une concentration régionale des investisseurs, par exemple, dans le cas des investisseurs de la zone euro qui sont très intéressés par des titres d'emprunt d'émetteurs souverains de cette zone.

Il s'est avéré difficile de dresser un portrait type de l'investisseur en titres de la dette publique, les renseignements disponibles sur les porteurs ayant été difficiles à synthétiser. Dans nombre de pays, l'information disponible sur les porteurs de titres et sur leur lieu de résidence souffre de sérieuses « lacunes ».

Les conditions du marché sont le principal facteur susceptible d'influencer la demande de titres de la dette publique par les investisseurs.

Intermédiaires

D'une manière générale, les émetteurs souverains semblent satisfaits des efforts déployés par les intermédiaires pour assurer la promotion des titres de la dette publique. Les intermédiaires sont particulièrement appréciés pour leur travail de promotion des émissions d'euro-bons à moyen terme négociables (EMTN). Viennent ensuite les émissions d'obligations sur le marché intérieur. S'agissant des retours d'informations apportés par les émetteurs souverains, ils varient considérablement, aussi bien par leur fréquence que par leur caractère plus ou moins officiel, même si, d'une manière générale, il est d'usage de leur faire remonter des informations.

Relations avec les investisseurs

Les émetteurs souverains publient un large éventail de documents visant à informer les investisseurs. On retrouve nombre de similitudes dans les informations fournies par les différents pays, les notices d'information et les états finan-

ciers étant les supports les plus couramment utilisés. Les pays interrogés relèvent qu'investisseurs et intermédiaires sont le plus souvent à la recherche d'informations sur les aspects techniques de l'émission de titres de la dette publique et de la gestion de la dette. Les informations de nature économique et budgétaire sont moins souvent demandées.

La quasi-totalité des pays interrogés disposent de sites Internet, où communiqués de presse, programmes de financement et calendriers d'adjudication sont les rubriques les plus consultées. Trois pays seulement offrent aux investisseurs la possibilité d'acheter des titres de la dette publique sur leur site Internet.

Seuls cinq pays indiquent s'être dotés d'un mécanisme leur permettant de suivre l'évolution des prescriptions réglementaires à l'étranger.

La majorité des pays organisent régulièrement des présentations à l'intention des investisseurs, au cours desquelles les intervenants sont le plus souvent de hauts représentants de l'État ou du service de gestion de la dette publique. La plupart des présentations se déroulent dans le pays concerné, ou dans un (autre) pays de l'UEM.

Il semblerait que l'on fasse essentiellement appel aux médias pour diffuser des informations factuelles.

Les émetteurs souverains soucieux de gérer activement leurs relations avec les agences de notation font en sorte de les informer correctement de leur situation. Les autres indiquent n'avoir que peu ou pas de contacts avec les agences de notation.

IV. Thèmes de discussion

Les quelques points suivants pourraient servir de base à une discussion :

1. L'information fournie par certains pays sur le lieu de résidence des investisseurs et des porteurs de titres de la dette publique souffre de sérieuses lacunes. Cette situation entrave-t-elle la diffusion de l'information à ces investisseurs inconnus ?
2. Soixante-dix pour cent environ des pays ayant répondu à la question sur les prescriptions réglementaires indiquent ne pas avoir de moyen particulier de se tenir informés de l'évolution de la réglementation à l'étranger. S'agit-il d'une décision délibérée, inhérente au fait que le risque est limité, à un manque de ressources ou à un autre facteur ?
3. La majorité des États ayant des sites Internet précisent, soit qu'ils n'envisagent pas de proposer des titres à la vente sur leur site, soit qu'ils n'ont pas encore pris de décision sur ce point. Quels sont les grands problèmes auxquels sont confrontés les responsables de la gestion de la dette

lorsqu'ils envisagent de passer par l'Internet pour émettre des titres de dette publique ?

V. La stratégie de relations avec les investisseurs

Une autre question posée consistait à savoir si les pays avaient ou non une stratégie de relations avec les investisseurs et, si oui, quel en était l'objectif et comment elle était mise en œuvre.

Dix-neuf pays ont répondu par l'affirmative à la première question, deux pays seulement ayant indiqué ne pas avoir de stratégie particulière de relation avec les investisseurs. L'un de ces deux derniers pays a précisé n'avoir aucune sorte de relation avec les investisseurs.

Objectifs

On retrouve un certain nombre d'objectifs communs dans la stratégie de relations avec les investisseurs de tous les pays interrogés. La stratégie a notamment pour but :

- de veiller à ce que les titres de la dette publique fassent l'objet d'une demande suffisante/de motiver les investisseurs potentiels/d'accroître la part des portefeuilles internationaux ;
- de minimiser le coût du financement pour un niveau d'endettement acceptable ;
- de réunir et de conserver une population d'investisseurs vaste et diversifiée ;
- de fournir aux investisseurs en temps opportun l'information dont ils ont besoin ;
- de mieux faire connaître les titres de la dette publique et de les rendre accessibles ;
- de créer une courbe de rendements de référence efficace et liquide, afin de limiter l'incertitude et de promouvoir la transparence ;
- de faire mieux connaître les politiques budgétaires, économiques et de gestion de la dette et leurs évolutions ;
- de faciliter la communication dans les deux sens ;
- de tenir les investisseurs informés à l'avance des modifications de la stratégie de gestion de la dette publique et faire en sorte que l'État lui-même puisse se tenir informé des besoins des investisseurs ; et
- d'adapter les produits aux besoins des investisseurs dans un cadre approprié de gestion du risque.

Mise en œuvre de la stratégie

Les modalités de mise en œuvre de la stratégie sont assez variables selon les pays et associent à la fois des activités de relations avec les investisseurs et des mesures gouvernementales. On trouvera ci-après un résumé des réponses à cette question. Pour de plus amples détails, on se reportera au **point X : Activités spécifiques de relations avec les investisseurs**. Les pays interrogés ont précisé qu'ils mettaient en œuvre leur stratégie, notamment en veillant à :

- fournir en temps voulu aux investisseurs des informations utiles et exhaustives par différents moyens : sites Internet, envois postaux, tournées de présentation, rencontres régulières avec les investisseurs institutionnels, dépêches d'agences de presse, présentations de ministres et de hauts fonctionnaires sur les principales places financières mondiales et publications régulières ;
- mettre en place un système de teneurs de marché et de spécialistes en valeurs d'État ;
- coter leurs titres à la Bourse ;
- proposer des exonérations fiscales ;
- veiller à rendre le cadre juridique et administratif plus efficace et plus souple ;
- proposer un éventail d'instruments de la dette susceptibles de couvrir toute la gamme des besoins des investisseurs ;
- dresser une grande liste d'investisseurs auxquels on puisse envoyer régulièrement par courrier électronique des mises à jour de toutes les informations économiques et financières utiles ;
- organiser des visioconférences trimestrielles ;
- faciliter les contacts directs avec le personnel des offices de gestion de la dette par courrier électronique ou par téléphone ;
- monter une campagne publicitaire pour faire connaître les possibilités d'investissement aux épargnants individuels, notamment les plus fortunés d'entre eux ;
- faciliter aux épargnants individuels l'accès au marché.

Le lien entre stratégie de relations avec les investisseurs et évolution de l'attitude du marché

La plupart des pays interrogés ont indiqué ne pas modifier leur stratégie de relations avec les investisseurs du fait des variations de l'attitude du marché ou de la position budgétaire. Trois pays ont répondu avec moins de certitude, ce qui

donne peut-être à penser que la situation ne s'est pas présentée récemment. Seuls quatre États ont précisé que leur stratégie changerait.

En règle générale, il semblerait que toutes les modifications de stratégie soient, pour l'essentiel, motivées par la nécessité d'expliquer de fortes variations de la situation budgétaires de l'État ou de contrer l'impact négatif d'un déclassement de l'émetteur par une agence de notation. Certains pays ont indiqué qu'ils auraient tendance à ralentir leurs activités de relations avec les investisseurs en cas d'excédent budgétaire, étant donné qu'il est alors moins nécessaire de commercialiser activement un programme d'endettement.

VI. Responsabilité des activités de relations avec les investisseurs

Les pays interrogés devaient indiquer quels organismes publics étaient chargés de promouvoir les relations avec les investisseurs, quel était l'organisme jouant le rôle principal dans la gestion des relations avec les détenteurs de titres à revenu fixe et, enfin, dans quelle mesure les activités étaient coordonnées entre les divers organismes.

Comme on pouvait s'y attendre, c'est l'office national de gestion de la dette publique (pour 15 pays) qui joue le rôle principal dans la promotion des relations avec les porteurs de titres à revenu fixe, suivi du ministère des Finances et de la Banque centrale. (Dans certains pays, plusieurs organismes jouent un rôle moteur.) L'un des pays interrogés a précisé qu'aucun organisme en particulier n'était chargé de cette question. Aucun des pays interrogés n'a cité le ministère des Affaires étrangères ou le ministère du Commerce extérieur.

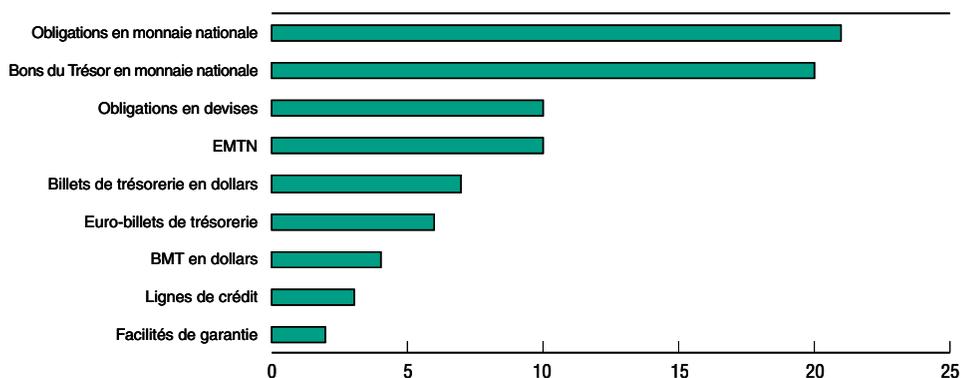
La Nouvelle-Zélande relève que les postes d'expansion économique, sur les principales places financières internationales, entretiennent des relations actives avec les investisseurs, notamment ceux qui ont des placements à revenu fixe et, ce faisant, contribuent indirectement à l'effort de relations avec les investisseurs. Ils s'occupent également d'organiser des rendez-vous et des présentations par leur ministre.

D'une manière générale, les pays interrogés ont à la fois des dispositifs très structurés et des mécanismes *ad hoc* de coordination de leurs activités de relations avec les investisseurs avec celles d'autres organismes. Six pays indiquent n'avoir aucun dispositif particulier de coordination.

VII. Les investisseurs

La partie de l'enquête relative aux investisseurs avait pour but de recueillir des informations sur la connaissance qu'ont les émetteurs souverains de ceux qui investissent dans les titres de la dette publique, sur la manière dont ces rensei-

Graphique 1. Programmes de financement des émetteurs souverains



gnements sont obtenus et sur l'opinion que se font les États des facteurs susceptibles d'influencer les investisseurs.

Tous les pays interrogés ont indiqué avoir un programme d'émission d'obligations sur le marché intérieur et, à une exception près, un programme d'émission de bons du Trésor sur le marché national. Parmi les autres programmes de financement, les émissions d'euro-bons à moyen terme négociables (EMTN) et d'obligations étrangères sont les formes d'emprunt privilégiées. Les lignes de crédit et les facilités de garantie ne sont pas couramment utilisées dans les pays interrogés (voir le graphique 1).

La dette intérieure

Les porteurs de titres de la dette publique intérieure

L'enquête a montré que la plupart des émetteurs souverains semblent détenir de meilleures informations sur les investisseurs porteurs de bons du Trésor que sur ceux qui ont investi en obligations. Les banques détiennent la majorité des bons du Trésor émis par l'État sur le marché intérieur, dans des proportions variant entre 60 et 90 % dans de nombreux pays.

L'information disponible sur les obligations émises sur le marché intérieur est moins facile à interpréter. L'essentiel des obligations émises sur le marché intérieur est entre les mains de banques et de gestionnaires de fonds, les statistiques

de la plupart des pays faisant état de plus de 50 % des titres généralement détenus par l'une ou l'autre de ces catégories de porteurs. On observe cependant un nombre non négligeable de cas dans lesquels les porteurs ont été rangés dans la catégorie « autres » ou « inconnus ». Dans les cas où les pays interrogés ont commenté la catégorie « autres », ils ont indiqué qu'elle regroupait notamment les compagnies d'assurances, les fonds de pension, les entreprises, les ménages ou investisseurs individuels.

Le lieu de résidence des investisseurs

Les réponses à la question sur le lieu de résidence des porteurs de titres de la dette publique semblent traduire une certaine concentration régionale. On enregistre des pourcentages très élevés d'investisseurs en titres de la zone euro dans les pays qui font eux-mêmes partie de la zone euro. Dans d'autres pays, on tend à constater une forte proportion d'investisseurs en titres de leur propre région.

Les investisseurs basés au Royaume-Uni semblent uniformément intéressés par tous les marchés de titres de la dette publique à revenu fixe, et ils détiennent environ 10 pour cent des titres dans les pays où il a été possible de déterminer l'identité des investisseurs.

Les instruments destinés aux particuliers

A peine plus de la moitié des pays interrogés ont indiqué proposer un instrument de la dette aux épargnants individuels. La quasi-totalité d'entre eux précisent n'avoir qu'une politique « modérée » de promotion de ce produit.

Sources d'information

Les fichiers et les registres constituent, dans la majorité des pays interrogés, la principale source d'information sur les porteurs de titres de la dette publique intérieure, devant les intermédiaires.

Évolution de la population d'investisseurs

Quelque 75 % des pays sondés ont indiqué suivre les changements intervenant dans la population de porteurs de titres de la dette publique intérieure. On constate dans tous les pays de la zone euro une augmentation du nombre de titres détenus par des non-résidents (une évolution peu surprenante puisqu'elle a déjà été relevée lors de réunions précédentes de l'OCDE). Un certain nombre de pays ont commenté la diversification de leur population d'investisseurs en relevant la progression du nombre d'investisseurs institutionnels aux dépens des

banques. Deux des plus petits pays de la « zone dollar » ont noté une baisse du nombre de porteurs non résidents de titres de la dette intérieure.

Les évolutions susceptibles de se produire à l'avenir en ce qui concerne l'ensemble des porteurs de titres de la dette publique intérieure ont fait l'objet d'un grand nombre de commentaires différents. Certains pays ont indiqué s'attendre à une plus grande stabilité des titres de la dette publique détenus par des non-résidents, en particulier au sein de la « zone euro », à la suite des remaniements de portefeuille d'ores et déjà intervenus depuis l'introduction de l'euro en 1999. À l'inverse, d'autres États semblent prévoir une augmentation des investissements des non-résidents, tout en précisant que le niveau de l'intérêt dépendra des conditions du marché.

Les facteurs influençant la demande des investisseurs

Les pays interrogés ont cité trois facteurs susceptibles d'influencer la demande de titres de la dette publique intérieure de la part des investisseurs :

1. l'intégration des obligations dans les indices obligataires ;
2. la demande des fonds de pension et des particuliers ;
3. les conditions du marché, par exemple les taux de change, l'offre d'obligations, la situation relative des taux d'intérêt par rapport aux autres marchés, le risque de change, le gain net de rendement, la confiance dans la politique monétaire.

Les avantages d'une relation étroite avec l'investisseur

À la question de savoir quel était l'intérêt d'entretenir une relation étroite avec les investisseurs, la majorité des pays ont cité l'un ou l'autre des deux avantages suivants, qui sont d'ailleurs interdépendants :

- cette relation permet à l'État de mieux appréhender les conditions du marché, en particulier la demande de titres de la dette publique et d'utiliser les informations ainsi recueillies pour structurer ses programmes d'emprunt sur le marché intérieur (par exemple, pour déterminer la date d'échéance des émissions d'emprunts obligataires) ;
- cette relation permet réduire les frais d'emprunt.

VIII. La dette libellée en devises

Contrairement à ce qui se passe pour la dette intérieure, seule la moitié environ des pays interrogés indiquent émettre des titres d'emprunt en devises.

Les porteurs de titres de la dette publique en devises

Il s'est avéré plus difficile de déterminer l'identité des porteurs de titres d'emprunt en devises que ceux de titres d'emprunt nationaux, seuls six pays ayant fourni à ce sujet des réponses détaillées. Les institutions officielles achètent pour l'essentiel des titres à court terme, tandis que banques et gestionnaires de fonds privilégient plutôt l'émission de titres de créance à plus longue échéance.

Le lieu de résidence des investisseurs

Les porteurs de titres de la dette publique libellés en devises se trouvent essentiellement en Asie. Trois des sept pays ayant répondu à cette question ont indiqué que la moitié environ de leurs titres de la dette publique en devises étaient détenus par des investisseurs de cette région. On enregistre également un nombre assez important d'investisseurs issus d'Amérique du Nord, du Japon et de la zone euro. Par contre, l'Amérique du Sud, l'Australie, le Moyen-Orient et les pays européens hors UEM ne sont que peu représentés dans cette catégorie.

Les sources d'information

Pour la quasi-totalité des pays, les intermédiaires constituent la principale source d'information sur les porteurs de titres de la dette publique en devises. Ont ensuite été citées d'autres sources d'information possibles (fichiers et registres, agents financiers, sociétés d'analyse financière, fichiers administratifs).

Les évolutions de la population d'investisseurs

Seul un tiers des pays interrogés ont indiqué suivre les changements intervenant dans la population de leurs investisseurs en titres de la dette publique en devises. A l'avenir, plusieurs pays envisagent d'attirer des investisseurs des États-Unis, tandis qu'un pays en particulier a fait part de son intention de se concentrer sur les grands investisseurs institutionnels et sur les banques centrales.

Un certain nombre d'observations ont été formulées sur les facteurs susceptibles d'influencer les investisseurs. Ont notamment été citées les conditions du marché telles que les taux de change, l'offre d'obligations, la situation relative des taux d'intérêt par rapport aux autres marchés et la qualité de la signature des émetteurs souverains.

Les avantages d'une relation étroite avec les investisseurs

A la question de savoir quel était l'intérêt d'entretenir une relation étroite avec les investisseurs, les pays interrogés ont notamment indiqué que cette rela-

tion leur permettait d'améliorer le processus de fixation du prix, d'accroître leur notoriété et de mieux comprendre les conditions de marché.

IX. Efficacité des intermédiaires

Cette partie de l'enquête avait pour but de recueillir des informations sur l'efficacité des intermédiaires, sur la remontée d'informations aux intermédiaires et sur la tarification applicable à l'émission de titres de la dette publique intérieure et en devises.

Dette intérieure

Seize des 21 pays interrogés ont un système de spécialistes en valeurs d'État sur le marché des obligations émises à l'échelle nationale.

La promotion par les intermédiaires des titres émis sur le marché intérieur

	Excellente	Très bonne	Moyenne	Médiocre	Mauvaise
Bons émis sur le marché intérieur	4	10	3		
Obligations émises sur le marché intérieur	3	6	7	2	

Les réponses à la question relative à l'efficacité des intermédiaires donnent à penser que, si les pays interrogés sont généralement très satisfaits de la manière dont est assurée la promotion des obligations émises sur le marché intérieur, ils le sont un peu moins de ce que font les intermédiaires pour les bons du Trésor. Cette situation pourrait refléter le fait que ce sont généralement des banques qui investissent dans des bons du Trésor, d'où le sentiment des spécialistes en valeurs d'État que ces instruments n'ont pas autant besoin de promotion que les autres.

En ce qui concerne les remontées d'information, les émetteurs souverains font aux intermédiaires leurs observations sous des formes plus ou moins structurées, une à deux fois par année, voire tous les mois. Un certain nombre d'émetteurs souverains ne fournissent aucun retour d'information aux intermédiaires.

Barème des commissions

La majorité des pays interrogés ne versent pas de commissions pour les programmes d'emprunt sur le marché intérieur. Parmi les autres pays, cinq déclarent verser des commissions ou des frais fixes, tandis que deux proposent des commissions sur les produits destinés aux particuliers, un pays ayant indiqué être susceptible de payer des commissions en cas de restructuration majeure de la dette.

La dette en devises

La promotion des titres en devises par les intermédiaires

Les émetteurs souverains se font généralement une opinion très favorable de la manière dont les intermédiaires assurent la promotion de leurs titres de créance en devises. La majorité des notes attribuées à cet égard aux intermédiaires sont excellentes ou très bonnes. C'est au chapitre des euro-bons à moyen terme négociables (EMTN) que la promotion des intermédiaires est réputée la plus efficace.

	Excellente	Très bonne	Moyenne	Médiocre	Mauvaise
Billets de trésorerie émis aux États-Unis	1	1	3		
Billets de trésorerie émis sur l'euro-marché	2	2	2		
Euro-bons à moyen terme négociables	2	5	1	1	
Bons à moyen terme émis aux États-Unis	2	1	2	1	
Autres	2	1			

Les émetteurs souverains font remonter des informations aux intermédiaires, selon trois grandes modalités :

1. lors d'examens annuels ;
2. à l'occasion de chaque transaction (vraisemblablement pour les émissions plus importantes, moins fréquentes, d'obligations à moyen ou long terme) ;
3. sous forme de remontées fréquentes et informelles d'informations sur les programmes de « papier » à court terme.

Structure des commissions

Les renseignements communiqués sur la structure des commissions applicables aux programmes d'emprunt en devises donnent à penser que la démarche adoptée comporte deux volets. Les émissions souveraines de titres à moyen terme ont tendance à se faire sur une base de coût global. Pour ce qui est des émissions de titres à court terme, il est d'usage de recourir aux commissions ou aux frais fixes.

X. Activités particulières de relations avec les investisseurs

Publications

L'étude avait également pour but de recueillir des informations sur le type de publications **réalisées** et sur les informations (publications et autres supports) **fournies** aux investisseurs.

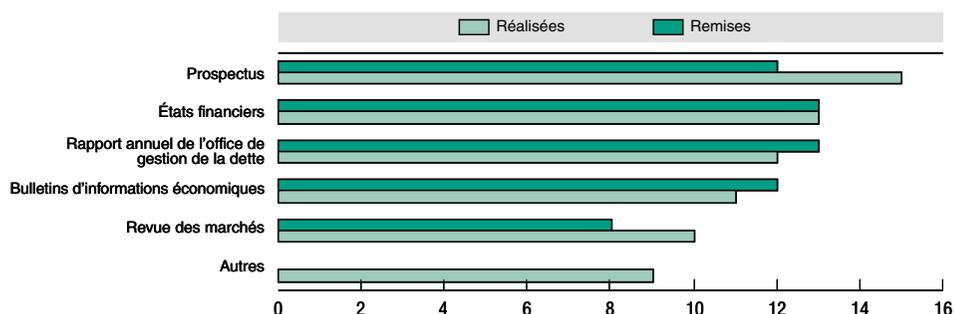
Le prospectus (15) est le document le plus couramment **réalisé**. Viennent ensuite les états financiers (13), le rapport annuel de l'office de la dette (12), le bulletin d'informations économiques (11) et la revue des marchés (10).

Au nombre des autres publications mentionnées :

- bulletins mensuels et trimestriels (économiques, statistiques, finances publiques, dette publique) ;
- autres brochures ;
- plaquettes d'information ;
- orientations stratégiques.

Les documents les plus fréquemment **remis** aux investisseurs sont les états financiers (12), le rapport annuel de l'office de gestion de la dette publique (12) et les bulletins d'informations économiques (12), suivis des prospectus (11) et des études de marché (8).

Graphique 2. Publications des émetteurs souverains



Dix-huit des pays interrogés fournissent des détails relatifs à l'adresse de leur(s) site(s) Internet, onze pays fournissant les coordonnées de contacts utiles. Dix organismes réunissent des informations spécialement destinées à l'investisseur.

Au nombre des autres catégories d'informations fournies :

- pages Reuters ;
- pages de nouvelles électroniques fournissant des précisions sur l'encours des émissions de référence et des annonces d'appels d'offres ;
- Bulletin statistique mensuel ;
- autres brochures ;
- données macroéconomiques et financières.

Les informations demandées par les investisseurs et les intermédiaires

Les pays interrogés ont ensuite été invités à indiquer le type d'informations le plus souvent demandées par les investisseurs et les intermédiaires.

D'une manière générale, les réponses à cette question montrent que ce sont des informations sur les aspects techniques de l'émission et de la gestion de titres de la dette publique que les **investisseurs** réclament le plus souvent.

Seuls cinq pays ont indiqué que les investisseurs demandaient des informations sur les conditions économiques et budgétaires et sur la politique des pouvoirs publics.

En ce qui concerne les informations réclamées par les investisseurs sur l'émission et la gestion de titres de la dette publique, il s'agit notamment de renseignements concernant :

- la stratégie de financement, les estimations des émissions, le calendrier des adjudications ;
- la liquidité ;
- les résultats des émissions antérieures ;
- la structure de la dette/les instruments de la dette ;
- la stratégie de gestion de la dette ;
- des rapports annuels ;
- l'infrastructure du marché ;
- des informations générales sur les marchés de capitaux ;
- des prévisions budgétaires ;
- les modalités pratiques de l'acquisition, de la conservation et du service des titres de la dette publique (investisseurs individuels).

Dans les réponses à la question sur le type d'informations demandées par les **intermédiaires**, on retrouve un grand nombre des points intéressant les investisseurs (à l'exception du dernier point concernant les épargnants individuels) avec, en plus, beaucoup d'autres thèmes. Par souci d'exhaustivité, nous en avons repris ici la liste complète :

- la stratégie de financement/les besoins de financement futurs/l'ampleur du programme de financement ;
- les programmes et les calendriers des émissions/les calendriers des appels d'offres et des adjudications/les opérations de pension/les rachats ;
- le détail des différents appels d'offres ;
- la stratégie de gestion de la dette/les éventuelles innovations à venir ;
- la politique d'émission ;

- la structure de la dette ;
- les aspects techniques ;
- les plates-formes du marché secondaire ;
- les aspects juridiques ;
- la situation budgétaire de l'État ;
- les projets d'acquisitions d'actifs ;
- le volume des transactions.

Remontée d'informations pour les investisseurs

La dernière question posée dans cette section avait pour but de déterminer si les organismes avaient mis en place des dispositifs quelconques de remontée d'informations à l'intention des investisseurs et, si oui, de quelle nature.

Seuls deux des 21 pays interrogés ont indiqué n'avoir aucun mécanisme particulier de remontée d'informations en direction des investisseurs. Certains ont indiqué recueillir l'essentiel des observations de leurs investisseurs par le truchement des intermédiaires ou de leurs groupes de spécialistes en valeurs d'État. D'autres ont des contacts plus directs avec les investisseurs. Dans le cas des États-Unis, il existe un mécanisme en bonne et due forme qui est le Comité consultatif du Conseil du Trésor (Treasury Board Advisory Committee). Ce comité est composé de spécialistes en valeurs d'État et d'investisseurs institutionnels plus ou moins grands.

Seul un pays a indiqué utiliser les tournées de présentation pour recueillir les observations des investisseurs, mais les réponses aux questions suivantes de l'étude indiquent que plusieurs autres offices de gestion de la dette profitent également des tournées de présentation et d'entretiens individuels pour recueillir le sentiment des investisseurs.

Les émetteurs souverains utilisent également d'autres moyens pour connaître les impressions des investisseurs :

- site Internet/adresses de courrier électronique/contacts ;
- conversations téléphoniques fréquentes/régulières avec les investisseurs ;
- rencontres/conversations téléphoniques régulières avec les spécialistes en valeurs d'État et les associations professionnelles ;
- permanence téléphonique.

Site Internet

Dix-huit des 21 pays interrogés ont indiqué avoir un site Internet spécialement destiné à l'information sur la gestion de la dette publique.

Aucun des trois pays n'ayant pas encore de site Internet n'envisage réellement d'en avoir un dans les 12 prochains mois.

Seuls trois pays, l'Espagne, les États-Unis et l'Allemagne proposent actuellement des titres de la dette publique à la vente sur leur site Internet. Sur les 15 pays qui ne proposent pas encore aux investisseurs d'acheter des titres de la dette publique sur leur site Internet, six ont indiqué qu'ils n'envisageaient absolument pas de le faire à l'avenir, et huit ont indiqué « ne pas savoir ». Seule la Suède a précisé qu'elle envisageait la possibilité de proposer des titres à la vente sur Internet.

Dix pays interrogés ont indiqué avoir, sur leur site Internet, des sections spécialement réservées aux investisseurs, par opposition au grand public.

Au nombre des éléments les plus susceptibles de figurer sur un site Internet :

- une description des instruments de la dette (18) ;
- une liste de publication ; les coordonnées de contacts (17) ;
- des communiqués de presse ; des liens utiles (15) ;
- des informations d'ordre budgétaire ; des renseignements relatifs à l'office de gestion de la dette publique (12) ;
- des détails sur la situation économique du pays (11).

Quatre pays organisent des tournées de présentation électroniques sur leurs sites Internet.

Seuls 4 des 18 sites proposent une « foire aux questions ».

Figurent également sur les sites Internet des États interrogés :

- une liste de spécialistes (les meilleurs spécialistes en valeurs d'État) ;
- les critères d'appréciation des résultats des spécialistes ;
- des informations sur les activités de l'office de la dette autres que celles strictement liées à la gestion de la dette ;
- des informations sur les recrutements.

Treize pays ont indiqué comptabiliser le nombre de visites sur leurs sites. Certains ont ajouté qu'il ne leur était pas possible de distinguer entre les visites sur le site ou sur la page relative à la gestion de la dette de celles sur le site de l'organisation en général (c'est-à-dire le ministère des Finances, la Banque centrale). Le nombre de visites varie considérablement selon les pays, puisqu'il va 2 000 à 10 000 par mois selon les cas.

Les rubriques de sites Internet dont les pays interrogés ont indiqué qu'elles étaient les plus consultées sont les suivantes :

- pages et bulletins mensuels destinés aux investisseurs individuels ;
- communiqués de presse et statistiques ;

- calendrier des adjudications, résultats des adjudications, publications, foire aux questions, données historiques ;
- informations sur l'office de gestion de la dette publique, rubrique « Actualités » et produits ;
- page d'accueil, recrutements, publications et programme d'emprunt ;
- informations et analyse ;
- page d'accueil ;
- communications sur les adjudications et les statistiques de la dette ;
- information sur le fonds national de réserve des retraites, obligations d'État, publications, coordonnées de contacts.

Au vu de l'information disponible, on peut conclure que le nombre de visites, comme le type d'informations consultées, varient en fonction des activités conduites par les offices de gestion de la dette publique et la quantité d'informations fournies au sujet de ces activités.

Il semble que les pays qui se sont dotés de sites Internet suscitent énormément d'intérêt, ce qui traduit une demande croissante pour ce type de service.

Prescriptions réglementaires

Étant donné les problèmes susceptibles de se poser si le contenu d'un site Internet est réputé constituer une offre directe de titres, on a demandé aux pays interrogés s'ils s'étaient dotés d'un quelconque mécanisme leur permettant de se tenir informés de l'évolution des prescriptions réglementaires applicables aux émissions de titres de dette dans les autres pays.

Douze pays ont répondu négativement à cette question. Cinq seulement ont indiqué s'être dotés d'un quelconque mécanisme.

Voici quelques-unes des réponses à cette question :

- Nous nous tenons informés en participant activement aux forums internationaux et en lisant les communiqués de presse sur les prescriptions réglementaires applicables aux émissions dans les autres pays.
- Nous suivons périodiquement les évolutions sur les autres marchés, lors par exemple des réunions de l'OCDE.
- Notre service juridique suit les évolutions et demande conseil le cas échéant.
- Le mécanisme le plus efficace est la mise à jour du programme EMTN et la procédure d'autorisation d'émissions directes sur les marchés financiers (au Japon). Par ailleurs, nous sommes membres de l'ISDA, de l'IPMA et de l'ISMA, de même que nous sommes informés par nos homologues et lors de conférences.

- Toute la dette est émise sur le marché intérieur ; les émissions sont assujetties au droit national. Les différends ne peuvent être portés que devant le tribunal compétent dans notre pays. Cependant, les prescriptions réglementaires des autres pays ne sont pas sans incidence, et nos spécialistes en valeurs d'État nous tiennent informés des évolutions.
- Notre service juridique est chargé de suivre les prescriptions réglementaires auxquelles nous devons nous conformer sur tous les marchés où nos titres de dette se négocient.

Promotion

L'enquête contenait également une série de questions relatives aux activités de promotion.

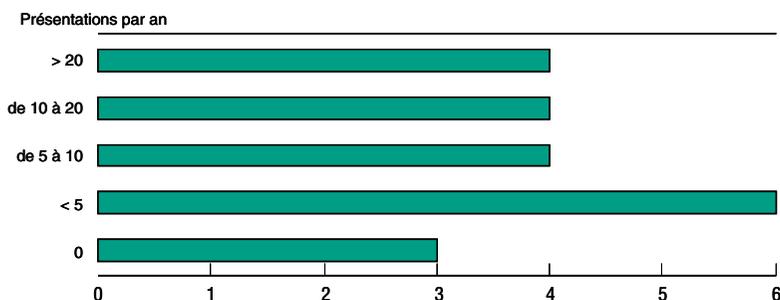
Présentations aux investisseurs

Dix-huit pays interrogés ont indiqué organiser régulièrement des présentations à l'intention des investisseurs, les trois autres ayant indiqué ne pas le faire.

Les intervenants qui prennent la parole lors de ces présentations sont le plus souvent de hauts représentants de l'État ou de l'office national de gestion de la dette publique. Seuls quatre pays ont indiqué que des ministres étaient quelquefois invités à s'exprimer, seuls (2) ou avec d'autres hauts responsables (2). Un pays en particulier a expressément indiqué que le gouverneur de la Banque centrale était invité à participer à ces présentations.

La fréquence à laquelle l'office national de gestion de la dette publique organise des présentations à l'intention des investisseurs est très variable, comme le montre le graphique ci-dessous :

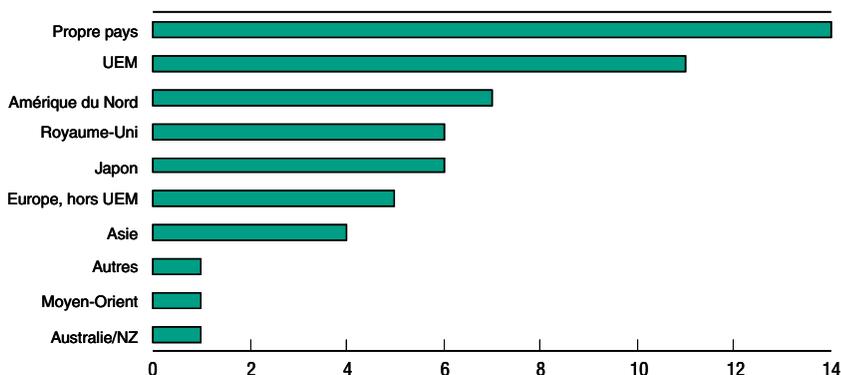
Graphique 3. **Fréquence des présentations des émetteurs souverains**



Quinze pays interrogés ont indiqué que leurs présentations avaient lieu, selon les cas, de manière spontanée ou, au contraire, sous une forme très organisée. Deux ont indiqué organiser tantôt des présentations formelles, tantôt des présentations *ad hoc*, un pays seulement ayant précisé avoir un programme formel de présentations.

Le graphique suivant montre où se tiennent généralement les présentations des émetteurs souverains :

Graphique 4. **Présentations des émetteurs souverains**



Si l'on examine les réponses sous un autre angle, quatre pays indiquent organiser des présentations uniquement dans leur propre pays. Cinq autres en font chez eux, en Europe (UEM et hors UEM) et au Royaume-Uni. Trois pays seulement ont organisé des présentations dans six ou plus des régions recensées.

Comme on pouvait s'y attendre, les investisseurs constituent le principal marché cible cité, devant les intermédiaires. Un certain nombre de pays visent les deux publics. Économistes et analystes sont deux autres groupes cibles mentionnés.

Certains pays axent leurs présentations sur les aspects purement techniques de la dette et de la gestion de la dette. D'autres proposent une série d'autres informations sur la dette et sur les politiques économiques et budgétaires de l'État.

Les médias

Le sondage comportait un certain nombre de questions sur le rôle des médias dans la promotion des investissements.

Quatorze pays ont indiqué recourir activement aux médias pour diffuser l'information dans le cadre, par exemple, d'entrevues et d'articles à l'initiative de l'office de gestion de la dette.

Dix pays ont estimé avoir une relation utile ou bénéfique avec les médias. Huit autres ont indiqué n'avoir que peu de contacts avec eux.

Les cas dans lesquels les pays interrogés ont indiqué qu'ils recourraient aux médias sont les suivants :

- pour diffuser de l'information sur les appels d'offres et les émissions, pour annoncer les adjudications et leurs résultats ;
- pour informer le marché de toute innovation quelle qu'elle soit, comme le lancement de produits nouveaux, de nouvelles structures ;
- pour tenir le marché informé d'opérations de financement plus importantes à l'échelon national ou international ;
- pour informer de nouvelles évolutions politiques, de nouvelles prévisions et de questions économiques en général.

Compte tenu de la tonalité des réponses, il semblerait que les principaux médias utilisés soient la presse et les agences de presse (Reuters/Bridge/Bloomberg). Les déclarations à la presse servent principalement à annoncer des informations au marché, ce qui indiquerait que sont surtout visés les médias financiers.

Peu d'éléments donnent à penser que les pays interrogés se sont engagés dans une politique active de communication avec les médias pour former le public sur les grandes questions liées à la dette. La Nouvelle-Zélande a indiqué que le NZDMO était parfois contacté par les médias pour confirmer l'information contenue dans les articles.

Agences de notation

Les pays sondés ont été invités à répondre à la question de savoir s'ils avaient une gestion active de la relation entre l'office de la dette et les agences de notation et, si oui, pourquoi.

Huit pays ont indiqué ne rien faire de particulier à ce sujet, 13 autres ayant répondu le contraire.

On retrouve un grand nombre de points communs dans les réponses des pays ayant indiqué avoir une politique active de gestion de cette relation :

- L'opinion des agences de notation est considérée comme étant de la plus haute importance pour le financement, mais aussi de manière plus générale.
- Il est important d'être informés directement de leurs motifs de préoccupation.

- Il faut que les agences de notation aient les meilleures informations possibles, puissent ainsi avoir une meilleure perception de la vision des pouvoirs publics et attribuent ensuite des notes plus justes.
- Il est important que les agences de notation puissent se faire une opinion juste, exacte et fondée sur la connaissance des faits.
- Il faut pouvoir donner une vision utile du cadre macroéconomique, et notamment des informations sur les finances publiques et la dette publique.
- Il faut que les agences de notation soient tenues pleinement informées de tous les aspects des finances publiques et de l'économie.

Par ailleurs, plusieurs pays ont exposé les raisons pour lesquelles ils avaient choisi de ne pas avoir de relation particulière avec les agences de notation :

- Les émetteurs d'actifs ne comportant aucun risque n'ont pas à prendre d'initiatives dans ce domaine, à moins que l'émetteur souverain soit confronté à de graves difficultés appelant une action particulière. Cependant, il va sans dire que nous collaborons avec les principales agences.
- Nous n'avons pas besoin de notation officielle.
- Tant que nous ne cherchons pas à emprunter en devises, il est moins important de gérer activement cette relation.
- Nos titres publics ne sont pas explicitement notés.
- Notre pays n'a fait l'objet aucune notation non sollicitée.
- Il n'y a pas de relation officielle.

Aucun des pays interrogés n'a fait état de l'importance du « plafond souverain » pour les entreprises qui empruntent dans leur pays.

Divers

Enfin, les pays interrogés ont répondu à la question de savoir s'ils avaient d'autres activités destinées à instaurer et à entretenir des liens avec les investisseurs. Voici les observations à ce sujet :

- Il nous arrive d'accepter l'invitation d'établissements financiers qui nous demandent de venir parler aux investisseurs potentiels des dernières évolutions sur les marchés financiers, afin de susciter l'intérêt de ces investisseurs pour nos instruments.
- Nous travaillons en étroite collaboration avec des institutions financières locales à l'organisation de réunions entre responsables et investisseurs ou analystes étrangers de passage. Il s'agit là d'un moyen efficace de multiplier les contacts.

- Des rencontres sont organisées régulièrement (2 fois par année) avec les intervenants du marché, les intermédiaires et les investisseurs pour débattre des initiatives possibles dans le cadre du programme de la dette.
- La Banque centrale gère un mécanisme permettant aux investisseurs individuels d'acheter des montants de certaines échéances de référence dans le portefeuille de la banque.
- Notre gestion du programme de la dette publique intérieure repose sur trois principes clés : transparence, prévisibilité et équité. Nous pensons que le respect de ces principes permettra de réduire les coûts d'emprunt de l'État en limitant l'incertitude des prix et en encourageant les mises en concurrence lors des adjudications. Nous sommes également ouverts aux démarches des intermédiaires qui viennent nous voir pour nous parler d'investisseurs désireux de discuter directement avec des responsables.
- Nous convions les investisseurs à un certain nombre de manifestations commerciales et sociales lorsqu'une occasion se présente.

Chapitre 9

La gestion de la dette sur les marchés obligataires émergents

par

Hans Blommestein

Secrétaire du Groupe de travail de l'OCDE sur la gestion de la dette publique

I. Introduction*

A l'heure de l'intégration croissante des marchés de capitaux à l'échelle internationale, les gestionnaires de la dette publique des marchés émergents se heurtent de plus en plus aux mêmes problèmes que leurs homologues des marchés avancés. Parallèlement, les gestionnaires de la dette des marchés de capitaux émergents doivent en outre affronter une série de problèmes et de questions d'ordre politique qui sont liés de très près à leur situation spécifique. Ce chapitre présente un aperçu de ces grands problèmes des marchés obligataires émergents, en s'attachant au rôle des pouvoirs publics dans le développement des marchés obligataires, au risque de liquidité, à l'absence de demande institutionnelle, à la stabilité macroéconomique, à l'instabilité financière, à la contribution des marchés des titres d'État ainsi que de la gestion de la dette publique au développement des marchés des titres de sociétés, au rôle des flux transnationaux de capitaux dans le développement des marchés obligataires nationaux, aux principaux défis qui s'annoncent pour les marchés obligataires émergents ainsi qu'aux principales conclusions sur ces questions qui sont ressorties des réunions de responsables de la dette publique qui se tiennent dans le cadre de l'OCDE.

* Cette contribution repose sur l'étude de l'OCDE intitulée « **Les marchés de la dette publique de l'OCDE : Tendances et changements structurels récents** » (Paris, 2002), établie par un groupe d'étude du Groupe de travail sur la gestion de la dette publique. L'auteur est redevable au Groupe de direction du Groupe de travail de l'OCDE des informations et des suggestions et commentaires précieux qu'il lui a apportés.

Dans les différentes régions émergentes, le développement des marchés obligataires a suivi des voies très diverses et il a atteint des stades différents. Au vu des disparités considérables existant de ce fait entre pays, il est très difficile, voire impossible, de donner une photographie détaillée et cohérente de ces marchés. C'est pourquoi ce chapitre mettra l'accent sur les problèmes structurels et les questions d'ordre général auxquels sont confrontés nombre des gestionnaires de la dette sur les marchés émergents.

Pourquoi les pouvoirs publics ont-ils un rôle à jouer dans le développement des marchés des valeurs à revenu fixe ?

Les conséquences préjudiciables du sous-développement des marchés des valeurs à revenu fixe d'une part, et les expériences positives des marchés obligataires avancés de l'autre démontrent clairement l'importance du rôle politique des autorités financières dans le développement de ces marchés. Le sous-développement des marchés financiers ainsi que la faiblesse et l'inefficacité des infrastructures induisent des risques pour la stabilité financière, des coûts de transaction élevés, un rétrécissement de la population d'investisseurs pour les entreprises ainsi qu'un accroissement des risques d'investissement. L'incertitude plus forte qui entoure ces marchés est de nature à décourager l'investissement de capital ou à alourdir le coût de la formation de capital.

Les pays de l'OCDE constatent qu'un marché florissant des obligations de sociétés peut contribuer à la stabilité générale des marchés de capitaux. Cela s'explique notamment par le fait qu'un marché des obligations de sociétés qui fonctionne bien rend de nombreuses sociétés moins dépendantes des financements bancaires ; elles peuvent mieux diversifier leurs besoins financiers. Cela permet d'atténuer les risques d'une dépendance malsaine vis-à-vis des crédits bancaires de la part du secteur des sociétés, ce qui limite un facteur de fragilité financière. La nécessité d'une diversification pour échapper à une dépendance excessive à l'égard du système bancaire est de plus en plus admise par les analystes et les pouvoirs publics sur les marchés émergents. Par exemple, l'Asian Policy Forum, réseau d'instituts de recherche économique axés sur l'action des pouvoirs publics a recommandé, dans son évaluation de la situation au lendemain de la crise financière asiatique, que les pays d'Asie réduisent leur vulnérabilité aux crises futures en développant des mécanismes d'intermédiation par le marché financier, notamment par le compartiment des obligations de sociétés. Les crises financières internationales de 1997-98 ont jeté une lumière crue sur les risques et les coûts associés au sous-développement des marchés des valeurs à revenu fixe, notamment sur le fait que le *sous-développement* des marchés a poussé à un recours excessif au financement auprès de banques nationales ou étrangères.

La diversification des sources de financement peut contribuer à d'autres égards à assurer une plus grande stabilité des modes de financement des sociétés. Par exemple, le bon fonctionnement d'un marché obligataire peut atténuer l'impact sur le financement des sociétés des phases de strict rationnement du crédit dans le secteur bancaire, voire de véritable pénurie de crédit. Les investisseurs du marché obligataire ne sont sans doute pas soumis aux mêmes sortes de réticences, comme la crainte de décalages de taux d'intérêt ou d'un manque de fonds propres de nature à retenir les banques de consentir des crédits. L'une des principales conclusions tirée par pratiquement tous les analystes à l'issue de la crise asiatique a été que les modes d'intermédiation financière tendaient à se caractériser par des relations opaques d'initiés et que d'énormes quantités d'argent changeaient de main sans être soumises à la surveillance rigoureuse des marchés. La nécessité de rendre régulièrement compte aux investisseurs et de se soumettre à la surveillance du marché contribue non seulement à améliorer l'intermédiation financière, mais pousse aussi le secteur des entreprises à faire preuve de plus de responsabilité dans ses activités.

Plus généralement, l'existence de marchés nationaux développés des valeurs à revenu fixe dotés de systèmes convenables d'évaluation des risques est importante pour la réduction des risques associés aux déplacements rapides des capitaux à court terme ou des « capitaux fébriles ». De plus, il est possible de se procurer plus de moyens de financement à partir de ces marchés nationaux, ce qui limite la dépendance à l'égard des sources de financement extérieures. Cela étant, même si on s'accorde de plus en plus à penser que la libéralisation des mouvements transnationaux de capitaux peut être utile, il apparaît aussi clairement que ces marchés ne peuvent s'épanouir en l'absence d'infrastructure convenable. On verra ci-après que le bon fonctionnement du marché des obligations d'État peut jouer un rôle considérable à cet égard.

L'expérience de l'OCDE

L'expérience des marchés obligataires de la zone de l'OCDE montre que les pouvoirs publics ont un rôle déterminant à jouer dans le développement des marchés des valeurs à revenu fixe par leur action de réglementation et de contrôle et, du fait même de leur statut fréquent de principal émetteur, en tant qu'intervenant essentiel du marché. C'est particulièrement vrai des phases initiales de développement du marché des titres d'État. Par leur rôle en matière de réglementation et de contrôle, les pouvoirs publics apportent des éléments essentiels au système de paiement, en supprimant des dysfonctionnements et en prenant des mesures visant à étoffer les marchés monétaires et obligataires. Les pouvoirs publics peuvent aussi contribuer à l'instauration de la confiance dans les marchés de capitaux en faisant prévaloir des normes de communication financières exigeantes propres à favoriser la transparence, des mécanismes de respect de

la réglementation prévenant l'utilisation abusive d'informations privées sur le marché, ainsi qu'en appliquant, en contrôlant et en faisant respecter d'autres normes du marché des capitaux.

En tant que principal émetteur, le gouvernement définit les références qui donnent le taux « sans risque » servant d'étalon pour la détermination des prix de l'ensemble des titres, il assure une offre régulière de titres d'emprunt au moyen de calendriers d'adjudication publiés par avance, introduit la négociation de valeurs à revenu fixe et favorise l'instauration d'une culture du placement. Les instruments de la dette publique servent par ailleurs de nantissement et d'instruments de couverture. Les pouvoirs publics ont également besoin d'accroître la demande de valeurs à revenu fixe en s'attachant d'abord à encourager la demande institutionnelle et, partant la demande des particuliers, ainsi qu'en favorisant ensuite l'offre de titres liquides au moyen d'émissions régulières, transparentes de ses propres titres par voie d'adjudication.

Principales questions concernant les marchés des titres d'État et la gestion de la dette publique

Sur la base des travaux d'organisations comme l'OCDE, on s'accorde désormais sur un certain nombre de questions importantes concernant les marchés des titres d'État et la gestion de la dette publique¹. Le développement du marché des titres d'État doit se faire par étapes, en commençant par la mise en place de la réglementation et des institutions essentielles. Les principales raisons de créer et de faire vivre ce marché sont de couvrir le besoin d'emprunt des administrations publiques, de faciliter la gestion monétaire de la Banque centrale et d'apporter une référence à partir de laquelle les marchés des obligations de sociétés peuvent commencer à se développer. La conception d'un programme d'émissions d'instruments de la dette publique doit prendre en compte un certain nombre de considérations, comme le fait d'adopter des conventions de vente régies par les mécanismes de marché, la détermination des taux d'intérêt se faisant selon des modalités souples et concurrentielles, de développer le marché des obligations à moyen et long terme de façon à assurer un financement plus stable de la dette du secteur public, ainsi que d'offrir des possibilités d'investissements financiers au secteur privé, enfin de promouvoir la liquidité du marché en évitant toute mesure susceptible de le segmenter. La réalisation de l'objectif de développement des marchés des obligations à moyen et long terme peut s'avérer difficile dans un contexte de forte instabilité ou de forte inflation. Les obligations indexées constituent une solution en pareille situation ; par exemple, le Chili ou Israël qui enregistrent traditionnellement une inflation de plus de 10 %, proposent actuellement des obligations d'État à taux révisable à 20 ans. Plus récemment, l'inflation étant revenue sous la barre des 10 %, Israël a commencé à émettre des titres d'État à taux fixe. Il convient néanmoins de rester conscient des

répercussions négatives d'un recours excessif aux instruments indexés, comme l'indexation de l'ensemble de l'économie². L'expérience de la gestion de la dette publique et du développement des marchés des obligations d'État sur les marchés plus avancés de l'OCDE donne aux gestionnaires de la dette souveraine sur les marchés émergents des clés sur les pratiques exemplaires pour l'action des pouvoirs publics dans ce domaine. Comme on l'a vu au chapitre 1, les gestionnaires de la dette publique des pays de l'OCDE ont réalisé des avancées considérables vers la mise en place de procédures et techniques de gestion de la dette plus perfectionnées et reposant plus sur les mécanismes de marché. Ce faisant, ils ont aussi contribué au développement et au renforcement de leurs marchés financiers nationaux.

II. Aperçu des problèmes rencontrés sur les marchés émergents des valeurs à revenu fixe

On trouvera dans ce chapitre un bref aperçu des principales questions et des initiatives des pouvoirs publics concernant le développement des marchés des titres à revenu fixe dans les économies émergentes, notamment des obstacles et des problèmes auxquels se heurtent les autorités. Les ingrédients institutionnels essentiels des marchés obligataires sont les suivants³. Du côté de l'offre, il faut des *émetteurs* ayant des besoins de financement à long terme. Du côté de la demande, on trouvera des *investisseurs* ayant besoin de détenir leur épargne sous forme de valeurs mobilières. Les *intermédiaires* rapprochent les investisseurs et les émetteurs tandis que *l'infrastructure du marché* permet de réunir des conditions sûres et efficaces pour la réalisation des transactions sur ces valeurs, notamment en pourvoyant au respect de la propriété juridique des titres, à la compensation et au règlement des transactions et en permettant la diffusion d'informations nécessaires au processus de mise en évidence du prix des instruments. Le *régime de réglementation et de surveillance* définit le cadre de référence des marchés obligataires. Des marchés obligataires efficaces se caractérisent par leur structure de marché concurrentiel (ce qui abaisse les coûts de transaction), la solidité et la sécurité de leur infrastructure et l'existence d'une population florissante d'investisseurs institutionnels nationaux.

Le développement des marchés obligataires a atteint des stades différents

Le développement des marchés obligataires dans les différentes régions émergentes a suivi des voies très diverses et il a atteint des stades différents. Dans la plupart des pays, les pouvoirs publics sont les émetteurs dominants (tableau 1). Les *marchés obligataires nationaux asiatiques* ont commencé à se développer de façon sensible à la suite de la crise du marché des capitaux de 1997-98. L'augmentation des besoins de financement du secteur public a encouragé les

Tableau 1. **Composition des marchés obligataires nationaux dans quelques économies émergentes**

Encours, 1997

	Ensemble des émetteurs	Secteur public	Institutions financières	Sociétés
	En milliards de dollars EU	Part en pourcentage		
Brésil	271.3	81	18	1
Corée	251.9	25	33	42
Chine	196.5	65	33	2
Argentine	76.6	31	69	0
Mexique	47.7	82	6	12
Turquie	44.1	100	0	0
Hong-Kong	29.8	19	73	8
Pologne	26.9	100	0	0
République tchèque	19.5	75	12	13
Singapour	18.9	89	0	11
Hongrie	16.7	97	0	3
Russie	9.7	100	0	0

Source : BRI, février 1999.

autorités à promouvoir activement le développement de marchés obligataires nationaux à la fois vastes et étoffés. Ces efforts traduisent aussi l'important mouvement de désengagement vis-à-vis des prêts bancaires en devises et à court terme, ces deux catégories de financement étant largement perçues comme les facteurs essentiels de la crise traversée par la région. Par exemple, en dollars, le déficit budgétaire des pays d'Asie de l'Est a atteint quelque 83 milliards de dollars des États-Unis en 1999, soit quatre fois son niveau de 1996. De plus, contrairement à d'autres régions émergentes, de nombreux marchés locaux sont dotés d'un très important compartiment des obligations de sociétés (parfois, ce compartiment représente la majeure partie du marché, comme à Hong-Kong). Pour une part, ce développement supérieur du compartiment des obligations de société est lié à des taux d'épargne plus élevés dans cette région. En Asie, les échéances des instruments activement négociés se concentrent sur la tranche de durée d'un an, hormis dans le cas de certains titres de sociétés en Corée et en Malaisie

Dans les pays *d'Europe centrale et orientale*, les marchés obligataires nationaux ont continué de se développer en taille et, dans de nombreux pays, notamment en Europe centrale, ils représentent une source de financement plus importante que les marchés étrangers. Dans un nombre croissant de pays, les marchés obligataires locaux sont devenus la source privilégiée de financement. La Pologne et la Hongrie montrent la voie dans ce domaine. Ces deux pays accroissent progressi-

vement leurs émissions d'obligations à échéances éloignées, en l'occurrence à 5 ans, maintenant que l'inflation est revenue de façon permanente en deçà de 10 %. Pour la plupart, les pays d'Europe centrale et orientale ne sont pas dotés d'un important compartiment des obligations de sociétés et ce sont les bons du Trésor qui jouent un rôle dominant dans toute la région.

Les *marchés obligataires d'Amérique latine* ne se sont pas développés aussi rapidement que ceux d'autres régions émergentes. Contrairement à l'Asie, par exemple, on ne peut pratiquement pas parler de marché des obligations de sociétés en Amérique latine. Néanmoins, après l'instauration de la stabilité macroéconomique et le passage de plusieurs pays à la privatisation de leurs régimes de retraite, plusieurs gouvernements latino-américains ont réalisé des progrès sensibles vers le développement d'un marché obligataire local. En fait, ces dernières années, les plus grands pays de la région ont entrepris un effort plus systématique de développement de courbes des rendements nationales, ont adopté des systèmes de tenue de marché, ont amélioré des obligations et la prévisibilité des nouvelles émissions. En 1999, le marché obligataire national du Brésil est devenu le plus important de la région. L'encours total des titres de la dette publique s'élevait à 375.3 milliards de reais (209 milliards de dollars) à la fin de 1999. Les autorités délaissent les émissions à taux révisable au profit de la dette à taux fixe et l'échéance moyenne de la dette s'est allongée. De plus, l'endettement des collectivités locales et des États diminue progressivement. En 1999, le Mexique était doté du deuxième marché obligataire national d'Amérique latine avec un encours de quelque MXP 320 milliards en fin d'année. L'essentiel de ces émissions correspondent à des titres de la dette du gouvernement fédéral qui a exclusivement financé son déficit sur le marché national depuis 1996. Le profil des échéances de la dette publique nationale mexicaine s'est sensiblement amélioré ces dernières années. Dans un premier temps, cela s'est fait en émettant une forte proportion d'instruments indexés sur l'inflation ou à taux révisable. Ces deux dernières années, cependant, les instruments à taux fixe ont pris de l'importance. Le Mexique a commencé à émettre des obligations à taux fixe à 3 ans en février 2000 et plus récemment, des obligations à taux fixe à 5 et 10 ans. (Des obligations à long terme indexées et à taux révisable existent depuis plus longtemps.) Contrairement au cas du Brésil, ce sont des investisseurs étrangers qui détiennent la majeure partie de la dette obligataire mexicaine libellée en peso. Dans le cas de l'Argentine, le marché obligataire en peso représente une part de plus en plus réduite du total de la dette du secteur public qui est surtout libellée en devises (cet aperçu a été rédigé avant la récente crise en Argentine).

En résumé, alors qu'en Amérique latine et en Europe de l'Est, les obligations d'État ont été à la pointe de la création des marchés, dans certains pays d'Asie, c'est le secteur privé qui a ouvert la voie (par exemple, on a assisté à une décreue et une disparition des obligations d'État en Malaisie et en Thaïlande avant la crise

financière asiatique parallèlement à un gonflement des émissions obligataires de la Cagamas de Malaisie et des entreprises publiques thaïlandaises). Après la crise asiatique, cependant, les besoins d'emprunt ont augmenté rapidement et les marchés de la dette publique ont encouragé de nombreuses réformes sur le marché obligataire. Une autre caractéristique intéressante qui différencie les économies de marché émergentes d'Asie de l'Est par rapport à celles d'Amérique latine réside dans la plus forte propension à l'épargne dans la première de ces deux régions.

Les obligations indexées sur l'inflation ont parfois été présentées comme un instrument de rechange pour les économies en proie à une forte inflation, même s'il ne s'agit pas nécessairement de la meilleure solution. De plus, il ne suffit pas d'introduire cet instrument, encore faut-il susciter la demande des investisseurs institutionnels, notamment des fonds de pension. Certains pays ont introduit des obligations indexées sur des devises afin de favoriser les opérations de couverture de leur secteur privé. On admet généralement que c'est un pari particulièrement risqué pour les pouvoirs publics et que l'encours total de ces instruments doit être limité.

Évaluation des principaux problèmes pour le développement des marchés obligataires

Pour évaluer les principaux problèmes que rencontre le développement des marchés obligataires (titres de sociétés et de la dette publique), nous aurons recours aux trois critères généraux de développement du marché :

1. **Complétude.** Ce critère signifie que les intervenants du marché doivent pouvoir disposer d'une large panoplie d'instruments d'investissement, de couverture et de financement.
2. **Liquidité.** Les intervenants doivent pouvoir évaluer fréquemment leur portefeuille (quotidiennement, voire plus souvent) et gérer convenablement leurs positions de risque. Plus précisément, ils doivent pouvoir acheter ou vendre à tout moment.
3. **Efficience.** Les marchés doivent être efficaces de façon à minimiser les coûts pour les émetteurs et à maximiser les rendements pour les investisseurs, pour un niveau de risque choisi.

Complétude

Sur des marchés obligataires complets, on trouve suffisamment d'instruments pour solliciter le marché et pour couvrir les risques résultant des positions sur le marché. Toutefois, sur de nombreux marchés obligataires émergents, il n'est pas possible de couvrir le risque de crédit résultant de l'achat d'obligations. des dérivés de crédit comme les échanges de risques de défaillance, les échanges de ren-

dement total ou les titres obligataires liés au risque de crédit, sont pratiquement inconnus sur la plupart des marchés émergents. De même, ces marchés n'offrent que rarement des sources de financement convenables (marchés des opérations de pension et de prêts de titres). Or, ces marchés sont importants pour la capacité des maisons de titres de déterminer efficacement le prix des titres et aussi de prendre ferme des émissions d'obligations de sociétés.

Liquidité

De nombreux marchés obligataires émergents sont illiquides. Il n'y a souvent pas suffisamment de concurrence entre les courtiers et les marchés sont fragmentés. Comme le risque de liquidité sur les marchés émergents de la dette est relativement élevé, la bonne exécution des transactions par les opérateurs va souvent être entravée, d'autant qu'il est risqué pour les intermédiaires d'assurer la bonne fin des transactions à partir de leur propre stock de titres. Pour atteindre l'objectif de **liquidité**⁴, il est essentiel de pouvoir s'appuyer sur des marchés secondaires qui fonctionnent bien, ce qui permet de surcroît aux investisseurs d'observer en permanence les fluctuations des taux d'intérêt (processus de mise en évidence des prix) pour fonder leurs décisions. Qui plus est, les marchés secondaires favorisent la libéralisation des taux d'intérêt car les pouvoirs publics peuvent s'appuyer sur des marchés monétaire et interbancaire compétitifs pour fixer les taux d'intérêt conformément aux conditions de l'offre et de la demande.

Il est très instructif d'étudier le comportement des marchés en cas de contraction de la liquidité, comme cela se produit parfois même sur les marchés de capitaux plus avancés. Après la crise financière en Russie du mois d'août 1998, les investisseurs ont commencé à se défier de toutes les valeurs mobilières présentant des risques⁵. Aux États-Unis, les investisseurs n'entendaient opérer que sur les actifs les plus liquides, à savoir les obligations du Trésor américain. En cas de problèmes de liquidité, les écarts⁶ se creusent et les coûts de financement s'alourdissent par là-même. Par exemple, sur le marché des obligations de l'État et des sociétés des pays émergents, non seulement les écarts à l'achat et à la vente ont triplé à la fin du mois d'octobre 1998 par rapport au mois de juillet de la même année sur la plupart des marchés émergents, mais encore le volume de transactions était pratiquement inexistant dans plusieurs compartiments du marché obligataire. Le volume quotidien de transactions sur les obligations de capitalisation brésiliennes, qui constituent l'emprunt de référence du secteur des administrations publiques, est revenu de \$315 millions au début de 1998 à environ \$80 millions au début novembre 1998. Cet épisode illustre de façon très vivante l'importance de la liquidité pour le bon fonctionnement des marchés financiers.

Sur les marchés émergents présentant un risque de liquidité élevé, les autorités financières peuvent apporter un soutien temporaire au marché. Pour encourager la mise en place d'une structure de marché reposant sur la concurrence entre opérateurs en l'absence de structure de financement développée (marché des opérations de pension ou marché de l'argent au jour le jour), les banques centrales peuvent envisager de proposer des lignes de crédit aux opérateurs (principaux). On trouve des exemples de tels dispositifs transitoires à travers l'intervention de maisons d'escompte (Inde, Malaisie), de guichets du marché secondaire (Jamaïque, Thaïlande, Malaisie et Népal), ou encore de systèmes de courtage (Pologne)⁷.

Dans de nombreux pays, les investisseurs sur le marché à court terme sont des épargnants, des trésoriers d'entreprises et des fonds de placements monétaires. Ces investisseurs se portent uniquement sur des placements à taux révisables assortis d'échéances rapprochées.

Dans le segment du long terme, on trouve en principe des fonds de placement, des fonds de pension et des sociétés d'assurance. Mais sur de nombreux marchés émergents, la population nationale d'investisseurs institutionnels est très peu développée. De plus, ces investisseurs sont tenus, de par la loi, de n'acheter que des obligations de la « catégorie investissement » ainsi notées par une ou plusieurs agences spécialisées.

Efficience

Si les marchés sont segmentés, ils ne sont pas efficaces. Les prix vont varier pour le même type d'actifs et il n'y aura pas de relation positive entre le risque et la rémunération. Le rendement d'une obligation doit rémunérer les investisseurs pour le coût d'opportunité de détention des fonds, le risque de défaillance et le risque de liquidité. Si le rendement de l'obligation donne lieu à des distorsions en fonction des clients et s'il n'y a pas de marché secondaire, les investisseurs vont être réticents à prendre pleinement part au développement du marché obligataire.

De nombreux marchés émergents des obligations de sociétés sont segmentés et en proie à des distorsions. Par exemple, on peut observer des situations dans lesquelles des obligations bénéficiant de la même notation, émises le même jour et présentant la même échéance corrigée, présentent des écarts importants de rémunération (par rapport au taux interbancaire). Ensuite, le principe de la relation positive entre le risque (mesuré par la notation de la société) et la rémunération (mesurée par l'écart de rémunération par rapport au taux interbancaire) est rarement respecté. Cela peut signifier que le marché n'a pas confiance dans l'évaluation des agences de notation et qu'il a sa propre idée sur

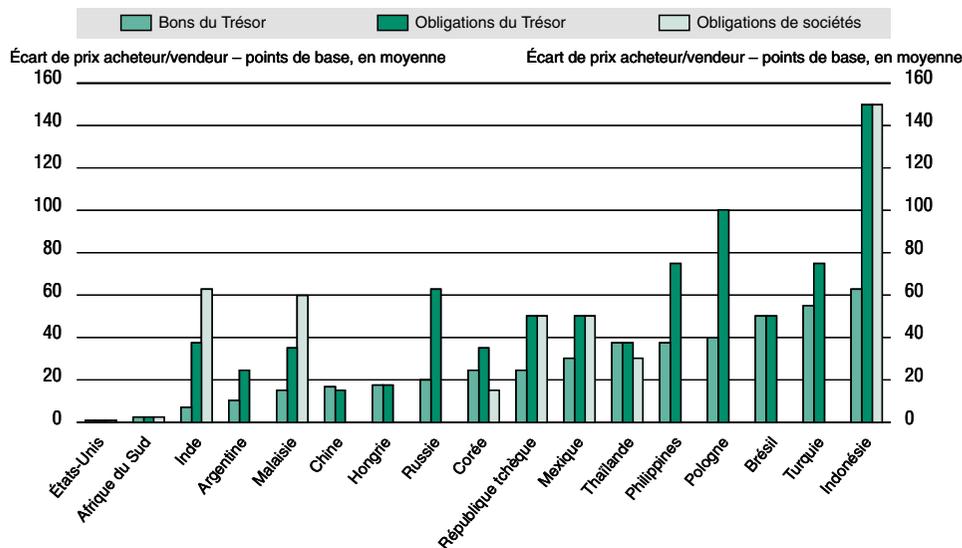
la qualité de la signature de la société. Cela peut aussi impliquer que le marché est fortement segmenté entre les différentes firmes de courtage.

En outre, de nombreux marchés émergents des obligations d'État sont particulièrement inefficients. Ils sont fragmentés (avec de façon caractéristiques de nombreuses émissions en cours illiquides), tandis que les coûts de transaction sont élevés.

La liquidité du marché varie selon les régions

Les diverses régions affichent différents niveaux de liquidité du marché. On affirme souvent que les marchés des titres d'Amérique latine se caractérisent par une forte liquidité parce qu'ils sont dotés d'un marché monétaire actif. De la même façon, malgré leur grande taille, les marchés asiatiques pourraient être moins liquides en raison de l'absence de marchés monétaires et d'une négociation limitée des obligations d'État, qui sont souvent détenues dans le cadre des réserves obligatoires des banques. Les pays d'Europe centrale et orientale passent généralement pour avoir mis en place des marchés relativement liquides dans des délais assez brefs. Toutefois, les éléments quantitatifs tirés des indicateurs de la liquidité des marchés sont, au mieux, mitigés (graphique 1).

Graphique 1. Liquidité de quelques marchés obligataires émergents



Source : The J.P. Morgan Guide to Emerging Local Markets, novembre 1997.

L'absence de demande institutionnelle

L'une des caractéristiques communes à la plupart des marchés obligataires émergents réside dans l'absence de demande institutionnelle⁸. Dans de nombreux pays, le rôle dominant des banques, les restrictions à l'encontre des opérations des investisseurs institutionnels et l'existence d'une réglementation inadaptée ont entravé l'expansion de cette demande institutionnelle. Or, la croissance d'une population dynamique d'investisseurs institutionnels nationaux est importante pour instaurer un marché secondaire florissant. A cet égard, la réforme de l'épargne contractuelle doit jouer un rôle déterminant. Son importance a été démontrée en Amérique latine, au Chili en particulier, mais aussi en Argentine, au Brésil et au Mexique. Les fonds de pension privés ont été introduits dans les pays d'Amérique latine, en Europe de l'Est et ailleurs – en s'inspirant dans un premier temps du modèle chilien. Les sociétés d'assurance vie, les fonds communs de placement et autres sociétés de gestion d'actifs tirent généralement parti de l'expansion des fonds de pension, en raison du rôle que ces institutions jouent dans la gestion et l'assurance des prestations des régimes de retraite. Ainsi en Europe de l'Est et en Amérique latine, la réforme des retraites a donné un élan considérable au développement des sociétés d'assurance dans la mesure où les régimes de retraite prévoient la fourniture d'une assurance vie temporaire, d'une assurance invalidité pour les participants au régime et l'achat de polices d'assurance d'annuité. La réforme du secteur de l'épargne contractuelle (en particulier avec le passage des régimes de retraite par répartition à des régimes de retraite par capitalisation) a donc servi de catalyseur au développement de marchés plus liquides et plus étoffés des obligations et des actions.

Le rôle de la demande des particuliers

La demande des petits investisseurs peut aussi jouer un rôle non négligeable en stimulant les marchés obligataires nationaux pour peu que les pouvoirs publics réussissent à mettre en place des mécanismes de distribution efficaces (c'est-à-dire économiquement efficaces). Malheureusement, dans bien des marchés émergents, ces mécanismes sont embryonnaires. Néanmoins, l'intervention des investisseurs institutionnels est tout de même beaucoup plus importante. Les investisseurs institutionnels sont en effet des éléments moteurs pouvant susciter l'amélioration de l'infrastructure des marchés obligataires et des marchés financiers en général⁹.

Instabilité macroéconomique et problèmes structurels

La stabilité macroéconomique est un préalable au développement des marchés nationaux de valeurs à revenu fixe. Les investisseurs nationaux et étrangers ne vont en effet pas se porter sur les titres d'État, notamment des instruments à

taux fixe et échéance éloignée s'ils ont de fortes raisons de penser que le pays connaîtra une inflation importante et des dévaluations de grande ampleur de sa monnaie ou encore qu'il présente des risques de défaillance élevés.

La bonne santé du système bancaire est également déterminante pour le développement du marché des titres d'État. Les préoccupations des investisseurs concernant la santé du système bancaire auront en effet des répercussions négatives sur la capacité des émetteurs publics à refinancer leurs émissions ou à en placer de nouvelles. Une crise bancaire est de nature à se propager à d'autres marchés, comme le marché interbancaire ou celui des opérations de pension, ce qui peut aboutir à des pénuries aiguës de liquidité. Plus généralement, l'absence d'intermédiaires financiers en bonne santé produira des effets négatifs sur la liquidité du marché secondaire et sur l'efficacité des marchés des titres publics.

Marchés de la dette publique et stabilité financière

L'existence de solides marchés des valeurs à revenu fixe va ainsi contribuer à la stabilité du marché des capitaux. En revanche, un recours excessif aux financements bancaires et le développement insuffisant du marché obligataire national, notamment pour les instruments à taux fixe à moyen et long terme, sont apparus comme des circonstances particulièrement aggravantes lors des récentes crises financières¹⁰. Le développement des marchés de la dette publique peut contribuer à faire passer le système financier d'une domination des banques à un dispositif proposant de multiples sources de financement.

III. Contribution des marchés des titres d'État et de la gestion de la dette publique au développement des marchés des titres de sociétés

Importance et stades du développement des marchés émergents des obligations de sociétés

Un marché des obligations de sociétés est un vecteur permettant de relier une épargne à des possibilités d'investissement. Son *importance* est déterminée par les facteurs suivants, selon que l'on se place du point de vue respectif de l'émetteur ou de l'investisseur :

Pour l'émetteur :

- il peut apporter un financement moins onéreux que les prêts bancaires traditionnels ;
- c'est une opportunité de diversification des sources de financement ;
- il permet la communication d'informations sur l'entreprise, ce qui l'aide à accéder plus rapidement et plus largement à des fonds publics.

Pour l'investisseur :

- les obligations offrent la possibilité de bénéficier d'une prime de rendement par rapport aux dépôts traditionnels auprès des établissements bancaires ou aux titres d'État ;
- ce marché élargit la palette des possibilités de placements plus rémunérateurs (diversification) ;
- il permet de mieux tailler sur mesure le profil de rendement et de risque des investisseurs (en fonction des préférences qu'ils affichent).

Un examen rapide du stade de développement des marchés émergents des obligations de sociétés montre que la plupart d'entre eux sont particulièrement peu avancés (tableau 2). Toutefois, ce tableau montre aussi que même sur

Tableau 2. **Marchés des obligations d'État et de sociétés dans un certain nombre de marchés émergents et avancés**

	Total des obligations		Obligations d'État		Obligations de sociétés	
	Milliards de \$EU	%	Milliards de \$EU	%	Milliards de \$EU	%
<i>Marchés émergents¹</i>						
Corée	277.78	86.5	178.46	55.6	99.32	30.9
Hongrie	12.04	25.1	11.80	24.6	0.24	0.5
Inde	108.88	29.3	63.07	17.0	16.49	4.4
Indonésie	1.70	1.8	0.00	0.0	1.00	1.1
Malaisie	37.78	52.5	19.74	27.4	15.13	21.0
Philippines	9.26	14.2	7.87	12.1	1.26	1.9
Pologne	12.63	8.0	12.63	8.0	0.00	0.0
Rép. slovaque	3.39	16.9	2.78	13.9	0.51	2.6
Rép. tchèque	6.62	11.8	2.33	4.2	3.72	6.6
Thaïlande	21.02	18.6	9.67	8.6	3.46	3.1
<i>Marchés avancés²</i>						
Allemagne	2 005.90	94.5	865.90	40.8	1 140.00	53.7
États-Unis	13 973.20	164.2	8 002.40	94.0	5 970.80	70.2
France	1 209.90	83.2	731.30	50.3	478.60	32.9
Italie	1 579.90	132.2	1 215.60	102.5	364.30	30.7
Japon	5 213.60	137.7	3 700.50	97.7	1 513.10	40.0
Pays-Bas	234.60	64.4	199.40	52.8	44.20	11.7
Royaume-Uni	852.80	61.0	464.30	33.2	388.50	27.8

1. Les chiffres sur les dix pays en développement ne couvrent que les obligations à échéance initiale d'au moins 1 an et sont extraits de la *Emerging Markets Information Centre Bond Database* de la SFI. Toutes les données sont de décembre 1998, sauf pour l'Inde (mars 1998) et les Philippines (décembre 1997). Les chiffres sur la République slovaque sont des estimations. Les montants sont les équivalents en USD des obligations libellées en monnaie locale.

2. Les chiffres sur les sept pays développés portent sur les titres de dette de toutes échéances et pas uniquement les obligations et sont de décembre 1998. Ils sont extraits du *Bulletin trimestriel* de la BRI : *Évolution de l'activité bancaire et financière internationale*.

Source : JP Morgan, *World Financial Markets*, Institute of International Finance (IIF) ; IFC, *Emerging Stock Markets Factbook 1999* ; FMI, Statistiques financières internationales ; IFC, *Emerging Markets Information Centre Bond Database* et *Bulletin trimestriel* de la BRI : *Évolution de l'activité bancaire et financière internationale*.

certaines des marchés plus avancés, les compartiments des obligations de sociétés sont relativement étroits.

Le rôle des pouvoirs publics et de la gestion moderne de la dette dans le développement des marchés des valeurs à revenu fixe

Les pouvoirs publics jouent un rôle déterminant en faveur du développement des marchés des valeurs à revenu fixe. En effet, ils sont généralement les plus gros fournisseurs de ce type d'instruments tout en assumant en même temps la tutelle du marché. La transparence et l'application de normes de communication financières convenables sont des éléments importants de l'infrastructure financière. La détermination du prix des actifs ne peut se faire indépendamment de la structure institutionnelle du marché et cette structure va donc influencer sur le développement des marchés des titres d'État et de sociétés.

La mise en place d'un marché des obligations d'État qui fonctionne bien va donc souvent précéder et faciliter considérablement le développement du marché des obligations émises par des sociétés du secteur privé. L'accent mis sur la gestion de la dette et la modernisation des capacités de gestion de la dette, la définition de références en matière de taux d'intérêt, de liquidité et de cours de change ont contribué à améliorer la transparence, la prévisibilité et la liquidité des marchés des valeurs à revenu fixe dans les pays de l'OCDE. L'affirmation de la prééminence de l'office de la dette publique a révolutionné, vers 1985, la façon dont les gouvernements des pays de l'OCDE se financent et la place qu'occupent les marchés des valeurs à revenu fixe dans le secteur financier.

L'impact direct de la gestion de la dette publique sur les marchés financiers

La gestion de la dette publique et les opérations sur le marché des titres d'État produisent un effet direct sur l'ensemble des marchés des valeurs mobilières. Les pouvoirs publics sont des fournisseurs d'instruments financiers tout en exerçant la tutelle du marché. Les fournisseurs d'instruments à taux fixe comprennent l'administration centrale, les collectivités locales, les établissements de financement du logement, les institutions de financement des projets d'infrastructures et le secteur des sociétés (principalement industrielles). De l'autre côté, on trouve les investisseurs qui interviennent sur le marché de grande clientèle comme les investisseurs institutionnels (banques, fonds de pension, sociétés d'assurance, fonds communs de placement et fonds d'arbitrage) ainsi que les grandes sociétés non financières disposant d'excédents financiers, de même que les petits investisseurs comme les petites entreprises, les coopératives et les particuliers. Comme on l'a vu, le développement d'une forte demande institutionnelle est un facteur déterminant pour la bonne santé du marché des valeurs à revenu fixe émises par l'État et les sociétés et il convient d'étudier cette

demande sous l'angle des dimensions fiscales et réglementaires d'une politique d'encouragement aux placements des institutions sous forme de valeurs à revenu fixe. Enfin, il existe des intermédiaires financiers s'interposant entre fournisseurs et investisseurs : les banques dans le cadre de leurs opérations de prise ferme ou de leurs activités de conseil, les spécialistes en valeurs d'État, les firmes de courtage, etc. Ils interviennent aux côtés d'autres « bâtisseurs de marché » comme les agences de notation.

IV. Le rôle des flux transnationaux de capitaux dans le développement des marchés obligataires nationaux

Le débat sur le recours aux mesures de contrôle des mouvements de capitaux

Les problèmes liés à l'afflux massif de capitaux étrangers, suivi d'une inversion brutale des flux, ont suscité un débat pour savoir si les flux transnationaux de capitaux – notamment sous forme de placements de portefeuille à court terme et de prêts bancaires – constituent une source convenable de financement des marchés émergents. Certains plaident pour le recours à des mesures de contrôle des mouvements de capitaux en vue de modifier le volume et la composition des entrées de fonds. Dans ce contexte, le dispositif mis en place par le Chili a été considéré par certains observateurs comme le type d'instrument pouvant servir à gérer les flux à court terme. Le Chili met en œuvre un régime de semi-ouverture de ses opérations en capital dans lequel les entrées de capitaux pour moins d'un an sont taxés. Toutefois, il convient de noter qu'en réaction aux graves perturbations internationales de 1998, le Chili a choisi d'abaisser ses obstacles aux entrées de capitaux. En revanche, la réaction de la Malaisie a consisté à imposer un contrôle draconien et à reporter la restructuration de son système bancaire.

Le coût des mesures de contrôle des mouvements de capitaux

Les adversaires du contrôle des mouvements de capitaux affirment pour leur part que ces mesures aboutissent à : un renchérissement des coûts de financement, une mauvaise allocation de l'investissement et d'autres distorsions, une inégalité d'accès aux marchés financiers internationaux pour les grandes et les petites sociétés et une incitation à la corruption. Au fil du temps, ces dispositions sont de plus en plus contournées ; l'ingénierie financière semble contribuer de plus en plus à saper l'efficacité de ces dispositifs. Elle conduit en outre à gommer la distinction entre flux à court et à long terme. Plus généralement, l'idée que l'on puisse imposer des mesures de contrôle à titre temporaire, en attendant que l'économie se stabilise, pour les abroger simplement ensuite, ne tient pas suffisamment compte des graves déséquilibres résultant

de ces mesures. Pour les pays déjà engagés dans la libre convertibilité des opérations en capital, apparaître faire machine arrière est un risque considérable.

De plus, il faut des flux de capitaux à court terme pour permettre des flux à long terme comme l'IDE. La capacité du marché financier national à assurer l'intermédiation des fonds à long terme dépend dans une large mesure de la présence de marchés liquides dans le segment du court terme. En outre, des opérations de gestion des risques comme la couverture des positions de change peuvent générer d'importants flux de capitaux à court terme. Les tentatives visant à réduire les flux dans les échéances courtes risquent donc d'accroître beaucoup plus le coût des mesures de contrôle en termes de prospérité que ne le pensent généralement les partisans de ces mesures.

Libéralisation des flux transnationaux de capitaux

Les marchés émergents d'actions et d'obligations se sont jusqu'ici développés dans un contexte d'allègement des dispositifs de contrôle des mouvements de capitaux. Les maisons de titres et les banques d'investissement internationales n'ont ouvert des agences dans les marchés émergents qu'à partir du moment où l'existence d'un régime libéral dans ce domaine leur a garanti la possibilité d'y intervenir de plein droit. Cela a permis un transfert de connaissances au profit des intervenants locaux et de moderniser les pratiques réglementaires, prudentielles et plus généralement commerciales. Lorsque des entités des marchés émergents ont procédé à des émissions à l'étranger, grâce à la libéralisation des mouvements de capitaux, elles ont pu mieux connaître les modalités de structuration des instruments et les stratégies de marché, ce qui leur permet de les introduire par la suite sur le marché local. A l'inverse, restreindre les flux transnationaux de capitaux viendrait limiter ces effets favorables au développement du marché.

L'importance de la réglementation prudentielle et des systèmes modernes de gestion des risques

Dans le cadre de l'intégration mondiale, les marchés nationaux des économies émergentes sont nécessairement en concurrence avec les marchés avancés. Cela signifie qu'il leur faut améliorer le marché local, notamment son infrastructure, de façon à réduire les retards et les échecs dans l'exécution des transactions, à renforcer les droits de propriété, en particulier ceux des actionnaires minoritaires et à accroître la transparence et l'équité du fonctionnement des marchés qui est affectée par les insuffisances de la communication financière.

Comme la plupart des flux internationaux sur les marchés émergents passent par l'intermédiation bancaire, les mesures prudentielles qui limitent certai-

nes opérations transnationales et réglementent les positions de place en devises des banques peuvent produire des effets analogues à un contrôle des mouvements de capitaux. Toutefois, on peut penser que ces dispositions faussent moins la concurrence que des mesures de contrôle direct. Si elle est bien conçue, la réglementation prudentielle complétée par des systèmes modernes de gestion des risques constitue un mode plus efficace de protection du système financier contre de brusques fluctuations des mouvements de capitaux que des mesures de contrôle direct, sans discrimination.

Plus généralement, l'existence de marchés nationaux développés des valeurs à revenu fixe dotés de systèmes convenables d'évaluation des risques est importante pour la réduction des risques associés aux déplacements rapides des capitaux à court terme ou des « capitaux fébriles ». De plus, il est possible de se procurer plus de moyens de financement à partir de ces marchés nationaux, ce qui limite la dépendance à l'égard de ces capitaux extérieurs fébriles. On s'accorde de plus en plus à penser que la libéralisation des mouvements transnationaux de capitaux est essentielle si l'on veut étoffer les marchés locaux.

V. Obstacles au développement des marchés émergents de valeurs à revenu fixe

Obstacles réglementaires

Il existe bien des obstacles réglementaires sur les marchés émergents de valeurs à revenu fixe. Par exemple, les restrictions sur les placements, la répartition des portefeuilles et la négociation d'obligations pour les établissements d'épargne contractuelle, les règles comptables pour la comptabilisation aux prix du marché, la constatation des plus-values et moins-values, la retenue à la source sur les intérêts, l'imposition des plus-values et le report en avant des pertes, la comptabilisation des opérations de pension et de prêts de titres, ainsi que l'existence de règles non standardisées en matière de calcul de rendements et d'intérêts courus. Dans de nombreux pays, il existe des restrictions considérables sur la répartition des investissements des fonds de pension et des sociétés d'assurance. La plupart des pays d'Asie, d'Europe de l'Est et d'Amérique latine imposent des retenues à la source relativement élevées. Ces règlements découragent souvent les placements en obligations et limitent la capacité de l'investisseur à assumer les risques.

Problèmes de normalisation des instruments à taux fixe

Il y a aussi des problèmes de normalisation des instruments à taux fixe. Dans bien des pays, l'offre de titres d'emprunt par les pouvoirs publics n'est ni planifiée ni régulière, ce qui limite la négociation sur le marché secondaire et la capa-

citée des opérateurs à prendre des positions à découvert, puisque l'offre future n'est pas assurée. Comme on l'a vu précédemment, l'absence de liquidité sur le marché secondaire est également due à l'absence de teneurs de marché, ce qui résulte de leur incapacité à financer des positions par des ventes à découvert ou des opérations de pension. Très rares sont les pays dotés de mécanismes d'intermédiaires en valeurs d'État et de systèmes de négociations qui fonctionnent bien. L'absence de courbe de rendement est un trait commun à la plupart des marchés de capitaux émergents.

Stabilité macroéconomique et cohérence des règles de gestion de la dette publique

De nombreux marchés ont été perturbés par les préoccupations relatives à la stabilité macroéconomique et à la cohérence de l'action des pouvoirs publics dans les pays émergents. Les règles ont en effet été trop fréquemment modifiées par les gestionnaires de la dette publique, par exemple, en ce qui concerne les adjudications, souvent en fonction de considérations de marché opportunistes et immédiates qui ont empêché les investisseurs de se faire une opinion sur l'évolution à moyen et long terme de leurs placements. Au lieu de cela, ils ont dû se concentrer sur le court terme.

Stade général de développement : des marchés obligataires sans profondeur et illiquides

Même si la taille est un déterminant important de la liquidité (chapitre 1), ce n'est bien évidemment pas le seul facteur permettant de créer des marchés liquides. Par exemple, de nombreux marchés obligataires émergents se heurtent à un problème de détermination des prix en dehors des mécanismes de marché qui résultent de l'obligation faite aux banques par les pouvoirs publics de détenir des titres d'État dans le cadre de leurs réserves obligatoires. Cela crée un marché captif et contraint les banques à détenir des titres jusqu'à l'échéance, dans la mesure où les marchés secondaires sont illiquides et ne peuvent garantir que les titres seront disponibles à un prix concurrentiel. Les rendements sont encore comprimés par le fait que les pouvoirs publics contraignent les banques à acquérir les titres d'État moyennant des taux inférieurs à ceux du marché.

Le stade général de développement des marchés émergents peut être caractérisé de la façon suivante. La plupart des marchés obligataires locaux ne sont liquides que dans le compartiment du court terme. En d'autres termes, il existe un marché monétaire qui fonctionne bien, mais pas de marché obligataire. Quelques marchés ont introduit une panoplie (limitée) d'instruments dérivés. De plus, la plupart des marchés émergents des valeurs à revenu fixe ne sont dotés que d'un tout petit compartiment des obligations de sociétés.

Les problèmes des marchés obligataires émergents

Dans ce contexte, les pouvoirs publics se trouvent confrontés aux problèmes suivants sur les marchés obligataires émergents :

- La **courbe des taux** n'est pas suffisamment développée. L'absence de « courbe des rendements de référence » rend les émissions relativement coûteuses. De plus, la détermination des autres instruments financiers à l'aide de titres d'emprunt publics liquides faisant fonction de référence commode n'est pas possible.
- **Les mécanismes** de commercialisation des obligations **par voie d'adjudication**, régie par des principes internationalement reconnus, n'existent pas dans de nombreux marchés émergents. Or, les adjudications sont le principal mode de distribution des titres d'État dans les marchés avancés parce qu'elles sont plus transparentes et économiquement plus efficaces que les autres techniques de vente. Les gestionnaires de la dette publique doivent étudier soigneusement les avantages et inconvénients des deux types d'adjudication, à savoir les enchères à prix multiples et à prix uniforme. Le bon fonctionnement des adjudications suppose en effet que les pouvoirs publics connaissent bien les caractéristiques de chaque type d'enchère, comme leur potentiel de collecte de ressources et leur sensibilité à des comportements anticoncurrentiels (manipulation) de la part des soumissionnaires, lorsqu'ils choisissent une procédure d'adjudication.
- La **fragmentation du marché** (à travers un large éventail d'instruments répartis sur toute la gamme des échéances) empêche la mise en place d'un ensemble restreint d'émissions de référence, standardisées et liquides. Aux premiers stades de développement du marché, les avantages des obligations de référence à long terme doivent être mis en regard de leur coût éventuellement élevé et de la concentration du risque de refinancement qui découle du fait de privilégier une série limitée d'échéances. Comme on l'a vu précédemment, les gestionnaires de la dette sur un marché des titres d'État peu développé peuvent devoir s'en remettre à des instruments à taux variable ou révisable pour accroître l'échéance moyenne de la dette publique afin de parer au risque de refinancement.
- Il convient de renforcer les **marchés de l'argent**, comme le marché des opérations de pension ou des titres adossés à des actifs. Un marché monétaire est essentiel pour la compétitivité et l'efficacité d'un système d'intermédiation des instruments de la dette public fondé sur les mécanismes de marché. Son bon fonctionnement favorise le développement d'un marché liquide des titres de la dette publique. Les mesures visant à promouvoir la liquidité du marché interbancaire sont donc de la plus haute importance, ce qui implique que la bonne santé du système bancaire est un préalable

essentiel à la réussite du développement d'un marché de la dette publique et des marchés financiers en général¹¹.

- Il faut mettre en place des **instruments dérivés et des instruments de gestion des risques**, notamment en introduisant des contrats à terme standardisés et de gré à gré sur les titres de la dette publique (ils apportent la possibilité de se couvrir contre les risques), en développant le démembrement des titres du Trésor, les transactions à terme de gré à gré (notamment la négociation de titres en attente d'émission, l'autorisation donnée aux opérateurs de distribuer des émissions initiales avant de participer à l'adjudication)¹² ainsi que les opérations d'échange financiers (la transaction de base consistant en un échange taux fixe contre taux révisable). Sur les marchés émergents, ces instruments et mécanismes peuvent contribuer à élargir les possibilités de gestion des risques et à promouvoir la liquidité des marchés. C'est un double cercle vertueux qui peut ainsi être exploité au profit du développement de nouveaux instruments de gestion des risques, les prix étant déterminés par référence aux marchés de la dette publique. L'utilisation de ces instruments permet elle-même d'accroître la liquidité des marchés secondaires des titres d'État.
- Les **réseaux d'intermédiaires en valeurs d'État** sont insuffisamment développés, voire inexistantes. Une structure d'intermédiation médiocre va entraver le développement des marchés tant primaire que secondaire. Il convient donc d'encourager la mise en place d'intermédiaires plus puissants et plus actifs. De nombreux gouvernements ont désigné un groupe de spécialistes en valeurs d'État pour aider au développement des marchés des obligations d'État. Leur fonction principale consiste à participer au marché primaire, notamment aux adjudications destinées à la grande clientèle, dominée par les investisseurs institutionnels qui attachent un prix particulier à la liquidité. Les spécialistes en valeurs d'État sont également fréquemment obligés d'assurer la tenue de marché – à savoir proposer des prix aussi bien à la vente qu'à l'achat – de tout ou partie des titres dans un souci de liquidité du marché. En fonction des modalités de leur sélection, les spécialistes en valeurs d'État peuvent apporter un surcroît de concurrence et de capitaux au marché.
- La rareté des **investisseurs institutionnels nationaux** actifs et de grande taille ainsi que le manque d'intérêt manifesté par les **investisseurs étrangers** aboutissent à des marchés obligataires peu étoffés et illiquides. De nombreux marchés obligataires émergents se caractérisent par des sources de financement captives. Les diverses façons par lesquelles les emprunteurs souverains créent et entretiennent ces sources sont notamment le recours à leur pouvoir fiscal, l'imposition de réserves obligatoires et de coefficients d'actifs liquides aux banques ainsi que les obligations faites

aux caisses nationales de prévoyance et autres administrations de sécurité sociale d'investir dans des titres de la dette publique non négociables. Le recours à ces sources captives de financement de l'État étouffe le développement des marchés des titres de la dette publique, notamment lorsqu'il porte sur les titres non négociables. Cela aboutit généralement à une segmentation du marché, dans la mesure où ces titres non négociables ne sont cotés sur aucun marché et, par définition, ne sont pas admis à la négociation. Les réserves obligatoires et les coefficients d'actifs liquides imposés aux banques provoquent un abaissement artificiel des rendements des instruments qui satisfont aux conditions légales ainsi qu'un tarissement concomitant de la liquidité de ces instruments. Même lorsque les sources captives de financement concernées investissent dans des titres négociés, cela tend à produire un effet négatif sur le développement du marché, dans la mesure où les institutions financières sont contraintes d'acheter et de détenir les titres d'État éligibles et ne sont pas encouragées à se livrer à des opérations actives de négociation¹³. Il convient donc d'introduire des principes modernes d'investissement à l'intention des établissements d'épargne contractuelle en vue de leur permettre d'acheter des titres négociables à plus long terme.

- Dans de nombreux pays, les **systèmes de compensation et de règlement** des opérations de paiement et des transactions sur titres sont inadaptés. C'est un dossier prioritaire pour les pouvoirs publics car la qualité du système de compensation et de règlement (y compris les mécanismes de conservation de titres) déterminent pour une part importante la confiance des investisseurs dans l'efficacité et la fiabilité de l'infrastructure du marché. C'est donc un élément décisif pour le fonctionnement sans heurt des marchés obligataires primaire et secondaire. C'est à travers le système de paiements de gros montant que se propagent les perturbations financières. Les responsables de la politique monétaire doivent donc accorder un caractère très prioritaire à l'état des mécanismes de règlement et de conservation de titres ainsi qu'aux considérations de stabilité financière (notamment en raison du risque systémique).
- La plupart des marchés obligataires émergents ne disposent pas d'**agences de notation** crédibles et fonctionnant bien. Les agences de notation jouent en effet un rôle de catalyseur pour le développement des marchés des valeurs à revenu fixe. Plus précisément, les agences de notation encouragent la transparence, l'accroissement des flux d'informations et l'amélioration de la comptabilité et de la vérification comptable. Le but des agences de notation consiste à fournir des avis synthétiques objectifs et indépendants sur le risque de crédit. La différenciation des taux d'intérêt qui résulte de l'analyse du risque de crédit à deux fonctions : d'une part don-

ner aux investisseurs des indications leur permettant de procéder à une affectation efficiente de leurs ressources et d'autre part encourager les émetteurs à réduire leur risque de crédit et par là-même leurs coûts d'émission. Les autorités de tutelle peuvent aussi utiliser des services externes de notation pour déterminer les réserves à constituer dans le cadre de leurs normes de fonds propres. Pour que leur action soit couronnée de succès, les agences de notation doivent être considérées comme indépendantes et les investisseurs doivent comprendre et apprécier le rôle de la notation.

- On observe par ailleurs souvent une absence de **dispositif juridique et réglementaire cohérent et transparent** en ce qui concerne les emprunts des administrations publiques. Les prescriptions relatives au pouvoir d'emprunt des administrations publiques et à leurs obligations de remboursement sont des éléments importants de ce dispositif. De même, il convient d'adopter prioritairement des règlements clairs sur les instruments négociables, les nantissements, les sûretés hypothécaires sur les biens mobiliers et immobiliers ainsi que sur les saisies et les faillites. Plus généralement, le développement des marchés de la dette publique doit pouvoir s'appuyer sur un régime juridique couvrant de façon cohérente le droit des sociétés, le droit des valeurs mobilières, le droit fiscal et le droit pénal.
- Il faut établir un **régime fiscal simplifié pour les valeurs mobilières**. Un code des impôts par trop complexe entrave en effet le développement des marchés de capitaux. Les droits de timbre et les retenues à la source et les frais connexes d'enregistrement peuvent décourager les nouvelles émissions et la négociation sur le marché secondaire. Les disparités de traitement fiscal entre les résidents et les non-résidents, les institutions et les particuliers, les titres du Trésor et des sociétés, ainsi que les revenus d'intérêt et les plus-values peuvent freiner le développement du marché. Une imposition trop lourde des sociétés peut aussi décourager la négociation et des possibilités trop restrictives de déductibilité peuvent renchérir la détention de portefeuilles obligataires.
- **La concurrence sur les marchés nationaux de capitaux est faible**. On peut instaurer la concurrence en élargissant la participation des banques de dépôts, des maisons de titres, des sociétés de gestion de fonds communs de placement, des organismes de capital-risque, des sociétés d'assurance, des fonds de pension et des banques d'investissement. Cela crée des incitations au développement d'un dispositif présentant de faibles coûts unitaires dont la gestion est assurée par des professionnels. L'un des objectifs essentiels des pouvoirs publics dans le choix d'une technique d'émission de titres est de maximiser la concurrence potentielle sur le marché pri-

maire. L'élargissement de la participation aux adjudications est un facteur de renforcement de la concurrence et permet d'obtenir de meilleurs résultats en matière de prix et de répartition des titres pour l'émetteur. Il convient de même d'encourager le renforcement de la concurrence entre les intermédiaires sur le marché secondaire.

VI. Conclusions et action des pouvoirs publics

L'une des préoccupations importantes des gestionnaires de la dette publique des de savoir comment surmonter ces obstacles et remédier à ces points faibles, dans une situation où de nombreux pays sont aux prises avec la domination d'un système bancaire conservateur dont les intérêts vont souvent à l'encontre de ceux des gestionnaires de la dette. Des marchés obligataires efficaces se caractérisent par une structure de marché concurrentiel, par la faiblesse des coûts de transaction, une fragmentation réduite, une infrastructure de marché solide et sûre et une grande hétérogénéité des intervenants.

Conclusions des réunions de responsables dans le cadre de l'OCDE

Plus précisément, un large soutien en faveur des principales conclusions suivantes s'est dégagé des réunions récentes dans le cadre de l'OCDE sur le développement des marchés de valeurs à revenu fixe¹⁴ :

- La transparence et la communication financière sont essentielles au développement des marchés des valeurs à revenu fixe. Le rôle des agences de notation, l'adoption de règles de communication financière convenables et de normes comptables internationalement reconnues sont déterminantes pour obtenir une diffusion à la fois large et rapide de l'information.
- Tous les intervenants du marché des capitaux doivent avoir le sentiment que l'infrastructure de ce marché est sûre et fiable.
- L'amélioration de l'accès au marché pour les investisseurs étrangers et la constitution d'une large population d'investisseurs institutionnels sont deux mesures de première importance pour le renforcement des marchés nationaux des valeurs à revenu fixe.
- La mise en œuvre de mécanismes institutionnels convenables permettant une coordination efficace entre la Banque centrale et l'office de gestion de la dette publique fait partie intégrante de l'infrastructure à la base du développement des marchés des valeurs à revenu fixe.
- Le bon fonctionnement des marchés des titres d'État et l'adoption de pratiques de gestion de la dette publique s'appuyant sur les mécanismes de marché peuvent apporter des contributions essentielles à l'épanouissement des marchés des titres de sociétés.

- L'efficacité des marchés *primaires* des titres d'État va de pair avec les pratiques exemplaires suivantes :
 - une stratégie d'émission reposant sur des adjudications régulières ;
 - l'émission de titres de référence ;
 - la suppression de l'accès privilégié au marché pour les pouvoirs publics ;
 - l'existence d'un dispositif de gestion de la dette publique transparent et responsable ;
 - un système de spécialistes en valeurs d'État à même de développer les marchés.
- L'efficacité des marchés *secondaires* des titres d'État se mesure par les traits caractéristiques suivants :
 - l'existence de systèmes de compensation et de règlement sûrs et sains ;
 - un dispositif de réglementation et de contrôle transparent et équitable ;
 - une structure de tenue de marché reposant sur des opérateurs chargés de cette tâche.
- Les gestionnaires de la dette doivent disposer des capacités suffisantes pour gérer la volatilité et le risque. La théorie financière a défini des concepts et élaboré des techniques qui ont été utilisées avec succès dans les systèmes de gestion des risques par le secteur financier.
- L'existence d'un marché développé des opérations de pension ainsi que de possibilités de ventes à découvert sont des traits importants des marchés liquides de valeurs à revenu fixe.
- Des incitations fiscales peuvent contribuer à réduire l'ampleur excessive du stock d'instruments de la dette publique détenu par les banques, ce qui peut permettre de réduire le risque de marché et, dans des cas extrêmes, le risque systémique.
- Le renforcement des marchés nationaux des valeurs à revenu fixe constitue une composante importante de la stratégie de diminution du recours excessif au financement bancaire.
- Les offices ou agences de gestion de la dette publique doivent disposer d'une autonomie opérationnelle suffisante pour mettre en œuvre des mesures et programmes de gestion de la dette publique de façon à minimiser les coûts d'emprunt sous réserve de préférences clairement énoncées en matière de risque. Les titres de référence peuvent jouer un rôle dans l'évaluation de leurs résultats.

La microstructure du marché

Une proposition centrale figurant dans les publications consacrées à la microstructure du marché (l'étude des processus ainsi que des résultats des échanges d'actifs selon des mécanismes de négociation explicitement spécifiés) est que la détermination du prix des actifs ne saurait être indépendante de la structure institutionnelle du marché. En conséquence, les gestionnaires de la dette publique sont responsables de la mise en place d'une structure convenable de négociation des titres d'État minimisant les coûts de financement sur le marché en fonction d'un niveau de risque souhaité. A cet égard, nous pouvons aussi définir les objectifs des autorités consistant à réglementer, à apporter une infrastructure et à favoriser la mise en place de marchés efficaces des valeurs mobilières en général. On souligne souvent que le développement d'une structure de marché efficace (c'est-à-dire au-delà de la simple mise en place du dispositif de réglementation et de contrôle de base) ne peut pas être uniquement confiée au secteur privé. Premièrement, les intérêts particuliers des intermédiaires peuvent aboutir à des structures d'une efficacité insuffisante. Deuxièmement, le coût de certaines composantes de l'infrastructure du marché, comme les réseaux de négociation électronique, les systèmes de compensation et de règlement, ainsi que les systèmes d'information peuvent s'avérer trop élevés pour que les intervenants du marché les mettent au point spontanément.

L'impact de la révolution électronique sur les marchés primaire et secondaire constitue une illustration importante et récente de cette réflexion sur l'action des pouvoirs publics, y compris pour les marchés obligataires émergents. Comme le montre le chapitre 5, les systèmes de négociation électronique (SNE) sont de nature à exercer un impact important sur le marché en améliorant leur transparence, leur liquidité et leur efficacité. Ils peuvent susciter un accroissement des opérations de négociation et attirer des investisseurs plus divers. Le gonflement du volume des transactions peut dès lors réduire les marges des opérateurs et les coûts des émetteurs. Leur influence globale sur les marchés secondaires va être affecté par les initiatives des pouvoirs publics, des opérateurs et des investisseurs.

Les systèmes électroniques font de plus en plus partie de l'infrastructure du marché primaire (chapitre 4). Les évolutions technologiques récentes offrent de nouvelles possibilités de réduire les coûts d'emprunt, aussi bien sur les marchés de grande clientèle que grand public.

La mission des pouvoirs publics

En conséquence, la mission des pouvoirs publics peut comprendre plusieurs, voire la totalité des volets suivants : *i)* définir la structure du marché ; *ii)* définir le type d'intermédiaires ainsi que leur rôle et leurs obligations vis-à-vis du marché

et du public ; *iii*) sélectionner les intermédiaires ; *iv*) concevoir, gérer et fournir le système de négociation ; *v*) procurer le lieu physique du marché. De plus, en vue d'encourager la transition de marchés obligataires émergents à des marchés développés, les autorités peuvent mettre en place des mécanismes transitoires de soutien visant à promouvoir le fonctionnement efficient des marchés ; le gestionnaire de la dette publique peut assumer un rôle direct, par exemple en créant ou en parrainant des sociétés de Bourse, éventuellement en tant qu'actionnaire direct, ou en faisant fonction de teneur de marché au moyen d'un guichet séparé afin de promouvoir la liquidité du marché secondaire ou encore d'intermédiaire assurant le courtage des opérations des intervenants du marché et l'affichage des informations sur les prix. Toutefois, ces mesures de soutien doivent être strictement temporaires, car sinon elles étoufferaient la concurrence et entraveraient le développement du marché.

Cette considération sur l'action des pouvoirs publics est également importante pour l'introduction de systèmes électroniques. Par exemple, les pouvoirs publics doivent-ils assurer la promotion des SNE sur les marchés obligataires émergents ou doivent-ils en laisser le soin dans une large mesure au marché. La concurrence entre SNE est importante et les mesures (éventuelles) de soutien doivent vraiment être temporaires. Cela étant, au-delà de ces prescriptions générales, certains aspects spécifiques de l'action des pouvoirs publics ne peuvent se décider qu'au cas par cas.

Notes

1. Rhee, Ghon, 1993, Émergence des marchés obligataires dans les économies dynamiques d'Asie, OCDE Publications, Paris ; V. Sundararajan, P. Dattels et H.J. Blommestein, éd., 1997 Co-ordinating Public Debt and Monetary Management: Institutional and Operational Arrangements, FMI, Washington DC ; G. Bröker, 1993, Les titres publics et la gestion de la dette dans les années 90, OCDE, Paris.
2. Comme on l'a vu au chapitre 3, certains marchés avancés suivant une politique de modération de l'inflation émettent désormais eux aussi des titres indexés. Toutefois, en règle générale, le marché des obligations indexées est moins développé que celui des obligations classiques. Les instruments indexés présentent une faible liquidité – du fait des volumes d'émission relativement limités et de la stratégie de type « acheter pour conserver » de catégories importantes d'investisseurs (par exemple, les fonds de pension).
3. Banque mondiale, Developing Government Bond Markets – A Handbook, 2001.
4. Capacité de convertir des titres en espèces et *vice versa*, dans des délais réduits et à un coût raisonnable.
5. Voir OCDE, *Tendances des marchés des capitaux*, n° 71, novembre 1998.
6. L'écart est défini ici comme la différence entre les prix du titre à l'achat et à la vente.
7. Banque mondiale, Developing Government Bond Markets – A Handbook, 2001.
8. H.J. Blommestein (1998), « Institutional Investors, Pension Reform and Emerging Securities Markets », in *Capital Market Development in Transition Economies*, OCDE.
9. Hans J. Blommestein, 1998, The Impact of Institutional Investors on OECD Financial Markets, in : H.J. Blommestein and N. Funke (1998), éd., *Institutional Investors in the New Financial Landscape*, OCDE, Paris.
10. E. P. Davis (2000), « Multiple channels of intermediation, corporate finance and financial stability », Working Paper n° 00-17, Brunel University, West London.
11. Hans J. Blommestein and Michael G. Spencer (1994), The role of financial institutions in the transformation to a market economy, in : G. Caprio, D. Folkerts-Landau and T. Lane éd., *Building Sound Finance in Emerging Market Economies*, FMI, Washington D.C.
12. Ces transactions peuvent étoffer le marché primaire et favoriser la négociation sur le marché secondaire en ouvrant la possibilité de procéder à une distribution avant l'adjudication et en encourageant le processus de détermination anticipée du prix dans la perspective des adjudications.
13. Par exemple, cela a été le cas en Afrique du Sud jusqu'à la fin des années 80, lorsque le ratio de placement prescrit imposé aux fonds de pension et aux sociétés d'assurance a été aboli. [Banque mondiale, Developing Government Bond Markets – A Handbook, 2001.]

14. La principale instance de débat sur les politiques à suivre est constituée par le Groupe de travail de l'OCDE sur la gestion de la dette publique. Ce Groupe de travail a lancé en 1990 un dialogue sur les politiques à suivre avec les pays en transition. Depuis lors, le Groupe de travail organise chaque année un atelier sur les questions d'orientations relatives à la gestion de la dette publique et les opérations sur le marché des titres d'État sur les marchés de capitaux émergents, en particulier des pays en transition. Le premier atelier OCDE/Banque mondiale sur le Développement des marchés de valeurs à revenu fixe dans les économies de marché émergentes, qui s'est tenu à Paris du 14 au 16 décembre 1998, a marqué le lancement d'une instance parallèle, de portée mondiale, visant à réunir des responsables de tous les marchés de capitaux émergents afin de débattre des marchés des obligations d'État et de sociétés. Un forum régional sur la gestion de la dette est par ailleurs organisé chaque année pour les pays baltes. Cette année, une première réunion est prévue pour le Brésil et d'autres pays d'Amérique latine.

LES ÉDITIONS DE L'OCDE, 2, rue André-Pascal, 75775 PARIS CEDEX 16
IMPRIMÉ EN FRANCE
(21 2002 12 02 P) ISBN 92-64-29807-X – n° 52578 2002