

VI. LA GESTION DE LA DETTE PUBLIQUE A LA CROISÉE DES CHEMINS

Introduction

La progression des ratios dette/PIB jusque dans les années 90 a amené les pouvoirs publics à se préoccuper davantage des coûts de la gestion de leur dette. En outre, la diminution de la part du crédit bancaire dans le financement des déficits budgétaires au profit de sources non bancaires leur a fait prendre plus nettement conscience du risque représenté par le refinancement de la dette à des taux d'intérêt plus élevés, surtout face à l'internationalisation croissante des marchés de capitaux. Des procédures et des techniques de gestion de la dette plus élaborées et s'inspirant davantage des mécanismes du marché ont donc été mises au point (voir appendice de ce chapitre). Le fait que, dans plusieurs pays, la promotion des marchés intérieurs de capitaux soit devenue un but complémentaire de la gestion de la dette s'inscrit aussi dans ce contexte.

Les problèmes de gestion de la dette ont été mis en évidence par l'accroissement de l'endettement public...

Plus récemment, le retour de l'inflation à un bas niveau et les progrès réalisés dans la réduction des déficits publics (sauf au Japon) ont fait perdre un peu de leur

Tableau VI.1. Caractéristiques de la structure des échéances de la dette de l'administration centrale

	Ventilation par échéance ^a (en % du volume total souscrit) (En année)				Durée moyenne de l'échéance		Nombre d'échéances initiales ^d	Nombre de références
	1 ou moins	1-5	5-10	Plus de 10	Durée (Années)			
États-Unis	21	62	17		5.2	n.d.	7	7
Japon	5	8	78	9	n.d.	n.d.	8	1
Allemagne	2	32	61	5	n.d.	n.d.	6	4
France	10	27	53	10	6.2	n.d.	8	7
Italie	17	32	48	3	4.7	2.4	10	5
Royaume-Uni ^b	7	29	34	30	9.7	6.5	5	3
Canada	32	29	27	12	5.8	5.1	7	7
Belgique	19	6	43	32	4.4	3.4	7	2
Pays-Bas	4	10	74	12	5.9 ^c	4.1	6	2
Suède	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	12
Suisse	27	23	13	37	n.d.	n.d.	12	7

a) Ventilation par échéance initiale, à l'exclusion des anciennes émissions sorties du cycle d'émissions régulières et des valeurs indexées.

b) Ventilation de l'échéance par la durée restante.

c) A l'exclusion des Dutch State Treasury Certificates.

d) Il s'agit pour tous les pays d'échéances allant de 3 à 6 mois (à l'exception de l'Allemagne et du Royaume-Uni où les échéances sont respectivement à 6 et 3 mois) jusqu'à 10 à 30 ans (à l'exception du Japon et de la Suisse où elles ne dépassent pas 20 ans).

Sources : Banque des règlements internationaux (1999).

acuité aux problèmes de gestion de la dette. A la fin des années 90, les instruments à long terme et à taux fixe représentent une grande partie de la dette publique (tableaux VI.1 et VI.2), ce qui diminue les risques de refinancement et de taux d'intérêt. En outre, avec l'approfondissement des marchés secondaires, l'incidence sur les taux d'intérêt du marché de l'activité publique d'émission sur les marchés primaires semble avoir été considérablement réduite et, avec elle, le risque de conflit entre la gestion de la dette et la mise en œuvre de la politique monétaire. En fait, le lien entre les considérations de politique monétaire et les problèmes de gestion de la dette s'exerce dans une large mesure par l'effet de signal des niveaux d'endettement et de la structure des échéances sur la crédibilité des autorités.

... et devraient évoluer avec les nouvelles perspectives budgétaires

Dans la période à venir, toutefois, les gestionnaires de la dette seront confrontés à des enjeux différents du fait de l'évolution assez fortement divergente des coefficients d'endettement suivant les pays (tableau VI.3).

- Aux États-Unis (et dans une moindre mesure au Royaume-Uni, au Canada et en Suède)¹, compte tenu des prévisions d'une contraction rapide de la dette brute, les responsables devront faire face aux conséquences que peut avoir la diminution de la liquidité des émissions traditionnelles de titres publics qui jouent un rôle important pour le fonctionnement du marché obligataire.
- Dans la zone euro, malgré les améliorations récentes des soldes primaires, il est peu probable que les niveaux d'endettement diminuent rapidement. L'introduction de l'euro soulève la question de la nécessité d'une coordination entre les onze responsables autonomes de la gestion de la dette dans la

Tableau VI.2. Titres de la dette de l'administration centrale par catégorie d'instrument

En pourcentage du total, fin 1997^a

	Taux à rendement fixe	Taux à rendement variable	Indexé	Coupon payable à l'échéance	
				A long terme ^b	A court terme ^c
États-Unis	77.9	–	1.0	–	20.7
Japon	94.2	–	–	0.5	5.2
Allemagne	95.8	1.9	–	–	2.0
France	78.2	5.6	–	6.2	9.9
Italie	39.4	29.1	–	8.2	15.5
Royaume-Uni	84.4	3.1	11.3	–	–
Canada	59.7	–	2.1	–	28.1
Belgique	74.2	5.8	–	0.6	19.5
Pays-Bas	96.1	–	–	–	3.6
Suède	73.3	–	10.3	–	16.4
Suisse	72.6	–	–	–	27.4

a) La différence entre la somme des pourcentages et 100 représente d'autres émissions de titres négociables, non classées.

b) Émissions à taux zéro à échéance initiale de plus d'un an.

c) Émissions à taux zéro à échéance initiale jusqu'à un an.

Source : Banque des règlements internationaux (1999).

1. D'autres petits pays de l'OCDE ont aussi fait état d'excédents budgétaires (autres pays nordiques, Australie, Irlande et Nouvelle-Zélande).

Tableau VI.3. Analyse dynamique de la dette

	Taux d'intérêt réel ^a	Croissance du PIB réel ^b	Solde financier primaire ^c	Dette nette ^c	Dette brute ^c	Dynamique de la dette ^d
États-Unis	5.3	3.8	3.2	43.9	59.3	-2.6
Japon	2.8	1.3	-5.4	37.2	105.4	6.0
Allemagne	4.0	1.5	2.3	47.1	62.6	-1.1
France	4.3	2.1	1.1	43.2	65.2	-0.2
Italie	3.9	1.5	5.9	105.5	117.7	-3.4
Royaume-Uni	4.1	2.6	3.1	39.7	54.0	-2.5
Canada	5.5	3.0	6.4	57.9	86.9	-5.0
Belgique	4.1	2.3	6.7	110.7	114.1	-4.7
Pays-Bas	3.7	3.2	2.3	51.9	62.9	-1.9
Suède	5.0	2.7	5.3	12.7	68.3	-5.0
Suisse	4.0	2.1	2.8	58.8	74.8	-1.7

a) Taux d'intérêt à long terme corrigé de l'inflation de 1995 à 1999 par le déflateur du PIB, estimation pour 1999.

b) Moyenne 1995-1999, estimation pour 1999.

c) Corrigé des variations conjoncturelles, estimation pour 1999.

d) Le changement annuel implicite dans le rapport dette-PIB. L'estimation est basée sur la formule suivante : $\Delta = d(r - y) - p$, où Δ : représente le changement et les variables ; d : le rapport de la dette nette des administrations publiques au PIB ; p : le rapport du solde financier primaire au PIB ; r : le taux d'intérêt réel et y : la croissance du PIB réel.

Source : OCDE.

perspective de l'établissement d'un marché financier de la zone euro de plus grande taille et plus efficient.

- En ce qui concerne le Japon, il ressort des estimations que le rapport de la dette au PIB devrait augmenter rapidement. Pour réaliser des économies budgétaires, les autorités devront donc s'attacher à améliorer l'efficacité des techniques de gestion de la dette.

Les trois sections ci-après traitent successivement de chacune de ces points².

La gestion de la dette face à la résorption spectaculaire de l'endettement : le cas des États-Unis

D'après les prévisions actuelles du gouvernement des États-Unis, des excédents budgétaires devraient continuer d'être dégagés dans les années à venir et, dans les scénarios optimistes, la dette brute du pays serait même éliminée dès 2015³. Si l'encours de la dette publique tombe à un bas niveau, les responsables seront confrontés à de nouveaux défis. Les aspects examinés ici concernent essentiellement

Pour les États-Unis, l'enjeu essentiel tient à l'incidence éventuelle sur la liquidité du marché financier,...

2. Le présent chapitre est fondé sur Mylonas, *et al.*, « La gestion de la dette publique dans les grandes économies de l'OCDE : Évolutions récentes et principaux enjeux », à paraître en tant que document de travail du Département des affaires économiques, qui contient des informations supplémentaires sur cette question.

3. Ces prévisions partent de l'hypothèse que les autorités définiront et appliqueront les mesures requises pour respecter les plafonds de dépenses qui ont été fixés. En tout état de cause, le vieillissement de la population devrait se traduire par une augmentation de la dette à compter du milieu du siècle prochain.

le niveau de la dette brute considéré comme suffisant pour le bon fonctionnement des marchés obligataires en général. A cet égard, les opérateurs seraient déjà en train de constater l'incidence sur les cours des obligations des États-Unis de la réduction du flux des nouvelles émissions.

Rôle et utilisations des titres d'emprunt publics sur les marchés de capitaux

... les obligations publiques jouant actuellement un grand rôle en matière de couverture et de fixation des cours

Les titres d'emprunt publics ont contribué au développement et au fonctionnement des marchés de capitaux, en partie en raison de leur liquidité (encadré VI.1). Sur les marchés très développés, en particulier ceux des États-Unis, les exemples suivantes illustrent l'importance de ces titres :

- Les pouvoirs publics, compte tenu de leur pouvoir fiscal, émettent des titres ne comportant pas de risque de crédit (ou un risque négligeable). Les marchés utilisent les obligations d'État (*central government*) pour fixer les taux des autres instruments de la dette et des produits dérivés. Ce système de référence est jugé important pour le développement du marché des obligations de sociétés.
- Les estimations de la courbe des rendements et des taux d'intérêt à terme sont fondées essentiellement sur les titres d'emprunt d'État à moyen et à long terme. En outre, les options portent souvent sur des contrats à terme d'obligations publiques, car leur valorisation exige un marché pour les titres sous-jacents qui soit de grande taille, actif et bien arbitré. Sur le marché des swaps⁴, les titres publics servent non seulement de base pour la fixation des cours de ces transactions, mais constituent aussi l'un des volets d'un swap de risques de crédit.
- La dette publique est souvent un élément critique des stratégies visant à réduire le risque global de portefeuille. Par exemple, les positions à découvert en titres d'emprunt d'État peuvent être utilisées pour couvrir les risques de taux d'intérêt liés à la détention d'autres titres à revenu fixe.
- Plus généralement, la dette publique fait partie du capital réglementaire des banques. Dans un grand nombre de pays, des directives ou des réglementations quantitatives directes applicables aux fonds de pensions privés précisent le montant minimal obligatoire des placements en titres d'État.
- Les banques centrales utilisent, pour investir leurs réserves en devises, les titres de la dette publique d'autres pays, essentiellement les valeurs du Trésor des États-Unis.

Les titres d'emprunt publics sont aussi utilisés par les banques centrales pour mettre en œuvre la politique monétaire

Pour ses opérations d'open market, la Réserve fédérale, comme les autres grandes banques centrales, utilise quasi exclusivement les obligations publiques et les produits dérivés de ces titres (prises en pension), en raison de la plus grande liquidité des marchés en question. Cette pratique contribue aussi à éviter le favoritisme qui

4. Sur ce marché, les participants conviennent d'échanger les paiements d'intérêts de deux dettes, l'une étant à taux fixe et l'autre à taux variable à court terme. Cet échange revient en fait à un « swap » de paiements d'intérêts.

Encadré VI.1. Liquidité

Des marchés liquides sont des marchés où les participants peuvent exécuter rapidement d'importantes opérations sans que cela ait une incidence importante sur les cours. Cette caractéristique renforce la confiance des participants dans le fonctionnement de ces marchés tant en situation normale qu'en situation de crise (Banque de règlements internationaux (BRI), 1999).

La liquidité des marchés comporte de nombreux aspects et dépend, entre autres, de la taille et des caractéristiques du produit concerné. Les marchés des obligations d'État présentent des avantages à cet égard car, en règle générale, les émissions de titres publics sont importantes par rapport aux autres émissions d'obligations et certains éléments tendent à suggérer que les émissions de plus grande taille tendent à s'accompagner d'écart un peu plus étroits entre cours acheteur et vendeur. En outre, en règle générale, les titres d'État sont plus homogènes car il y a un seul émetteur (l'État) et les autres éléments, comme les dates et la fréquence des paiements de coupons, sont généralement identiques dans toutes

les émissions. Cela implique une grande substituabilité entre elles. La volonté d'accroître la liquidité du marché a été l'une des raisons de la propension des gestionnaires de la dette à s'en tenir à l'émission régulière d'obligations sur une gamme limitée d'échéances et en relativement grande quantité.

En raison de ces facteurs, les marchés des obligations d'État des grands pays de l'OCDE peuvent généralement être considérés comme très liquides, avec un volume élevé de transactions et de faibles écarts entre cours acheteur et vendeur (voir tableau), par rapport aux autres marchés obligataires. Les crises financières récentes en Asie et en Russie ont illustré la solidité de certains grands marchés obligataires qui sont restés liquides, alors que sur beaucoup d'autres marchés les écarts se sont très sensiblement creusés, du fait de l'augmentation des primes d'illiquidité, voire les transactions se sont complètement arrêtées. Néanmoins, même les grands marchés peuvent connaître de courtes périodes d'illiquidité (comme cela a été le cas, par exemple, aux États-Unis lors du quasi-effondrement de Long Term Capital Management).

Indicateurs de la liquidité dans les principaux pays de l'OCDE
Marché obligataire du secteur public

En 1997

	États-Unis	Japon	Allemagne	France	Italie	Royaume-Uni	Canada	Suède
Écart entre l'offre et la demande :								
Émissions activement négociées ^a								
2 ans	1.6	5	4	4	3	3	2	4
5 ans ^b	1.6	9	4	5	5	4	5	9
10 ans	3.1	7	4	10	6	4	5	15
30 ans ^b	3.1	16	10	24	14	8	10	27 ^c
Émissions peu négociées ^{a, d}								
5 ans ^b	6.3	11	4	6	8	4	12.5	..
10 ans	6.3	7	5	6	8	4	15.5	..
30 ans ^b	12.5	19	10	10	14	12	18.5	..
Volume des créances (a) ^e	3 457	1 919	63	551	1 100	458	285	35
Volume des échanges annuels (b) ^g	75 901	13 282	..	8 634 ^f	8 419	3 222	6 243	125 ^f
Rapport de rotation (b)/(a)	22.0	6.9	..	33.8	7.7	7.0	21.9	3.6

a) Écarts entre l'offre et la demande à un centième d'unité monétaire pour arriver à cent unités monétaires.

b) Pour le Japon il s'agit d'obligations à 6 ans et à 20 ans (et non 5 et 30 ans).

c) Obligations à 22 ans.

d) Écarts entre l'offre et la demande des émissions peu négociées ayant des échéances comparables à celles des émissions activement négociées. Certains des écarts sont plus indicatifs que définitifs.

e) Il s'agit de données fin-1997, en millions de dollars américains (taux de change fin-1997).

f) Les données peuvent inclure des échanges autres que des transactions fermes ; par exemple des obligations de rachat ou des paiements/règlements en produits.

g) Les données sont celles de l'année calendaire 1997.

Source : Banque des règlements internationaux (1999).

pourrait apparaître si les transactions étaient réalisées avec des actifs du secteur privé. Plus important encore, un marché liquide des obligations d'État a aussi pour avantage de rendre plus transparents les signaux de la politique monétaire.

Le gouvernement des États-Unis, tout comme d'autres, a aussi utilisé l'activité d'émission pour développer les marchés financiers nationaux. Cette préoccupation a joué un rôle clé (souvent même un rôle initiateur) dans l'émission de STRIPS⁵, obligations dont les coupons et le principal peuvent être négociés séparément, et regroupés ensuite. Ces instruments présentent des avantages pour les participants aux marchés, notamment une gestion des flux futurs de trésorerie plus souple que dans le cas des obligations avec coupons. En outre, certains gouvernements (dernièrement ceux de la France et des États-Unis) émettent aujourd'hui des titres indexés. Toutefois, en règle générale, le marché des obligations indexées est moins développé que celui des obligations classiques, même au Royaume-Uni qui a été l'un des premiers pays à introduire ce type d'obligations (Drèze, 1993). Cela semble résulter essentiellement de plusieurs facteurs : *i*) un traitement fiscal défavorable dans nombre de pays ; *ii*) les taux d'inflation assez faibles de ces dernières années et *iii*) le caractère relativement novateur de ces titres. Un autre inconvénient est leur faible liquidité, la plupart des investisseurs achetant ce type d'obligations tendent en effet à les conserver.

Options offertes aux pouvoirs publics face à la réduction de la dette nette

En cas de persistance des excédents budgétaires, les pays pourraient réduire le niveau brut de la dette, considérant que les titres du secteur privé se substitueront à la dette publique,...

Le principal enjeu pour les États-Unis, et plusieurs autres gouvernements dans la même situation, consistera à gérer la réduction prévue de la dette de manière à préserver les avantages liés aux marchés des titres d'emprunt publics. S'il était décidé de réduire la dette brute proportionnellement à la dette nette, l'échéance effective du portefeuille des titres d'État devrait être raccourcie. Pour cela, il faudrait limiter l'émission de titres assortis d'une échéance longue. En outre, l'émission d'autres titres de référence, comme les bons à un an, pourrait devoir être stoppée (l'émission de bons à trois ans a été stoppée en 1998 aux États-Unis), entre autres pour éviter une forte réduction de la taille et de la fréquence d'émission des autres emprunts.

A mesure que la dette brute continue de baisser, toutefois, le recours à cette stratégie pourrait nuire au bon fonctionnement des marchés obligataires, sauf si les titres financiers privés pouvaient soit offrir le même profil de risque, soit remplir des fonctions similaires malgré un profil de risque différent. Dans ce cas, la dette publique serait moins indispensable, y compris pour la conduite de la politique monétaire⁶. Par exemple, si d'autres types de titres d'emprunt étaient pourvus de sûretés suffisantes ou assortis d'une garantie implicite de l'État, ils pourraient se rapprocher étroitement des titres d'emprunt de l'administration centrale en ce qui concerne les caractéristiques du risque. A cet égard, les titres d'emprunt émis par des organismes parapublics, comme Fannie Mae et Freddie Mac aux États-Unis⁷, ou les *Pfandbriefe* en Europe, sont des obligations adossées (indirectement) à des créances hypothécaires ou des

5. Le sigle STRIPS correspond à « Separate Trading of Registered Interest and Principal of Securities ».

6. La législation actuelle limitant le recours à des instruments émis par le secteur privé dans la conduite de la politique monétaire devrait être modifiée dans certains pays.

7. Fannie Mae désigne la Federal National Mortgage Association et Freddie Mac la Federal Mac for Federal Home Loan Mortgage Corporation.

prêts du secteur public et peuvent être raisonnablement assimilés à des titres publics⁸. Les établissements des États-Unis jouissent d'un avantage considérable sur le plan de la collecte de fonds du fait de l'existence d'une garantie implicite de l'État⁹, alors que les institutions européennes semblent bénéficier essentiellement des réglementations strictes concernant leur nantissement (*collateralisation*) et leurs antécédents en matière de paiements. Comme les obligations du Trésor, ces émissions se caractérisent par une tendance à la «régularité», c'est-à-dire l'émission régulière d'obligations sur une gamme limitée d'échéances et en relativement grande quantité afin de créer des marchés liquides (marchés de référence). Les deux marchés sont relativement importants par rapport aux autres marchés obligataires (tableau VI.4) ; toutefois, le marché des produits dérivés, s'appuyant sur ces émissions, est encore peu développé.

Même si leurs caractéristiques en matière de risque et de liquidité diffèrent de celles des titres d'emprunt publics, les titres d'emprunt privés peuvent néanmoins remplir certaines des fonctions de ces derniers. L'encours de la dette des entreprises est relativement important aux États-Unis et il s'accroît encore (tableau VI.5) et des émissions de référence sont établies. Par exemple, une société privée des États-Unis (de single A rating) a procédé récemment à la première grande émission de son «Programme mondial d'émissions de titres de référence», c'est-à-dire une série de ventes de titres de plusieurs milliards de dollars sensés faire référence pour les émissions de sociétés. Les émissions des sociétés pourraient permettre de déterminer de façon plus efficiente les taux des autres titres de sociétés et, à cet égard, peuvent offrir certains avantages par rapport à l'utilisation de valeurs du Trésor. Plus précisément, aussi longtemps que le risque spécifique à la société est suffisamment faible, les risques des différents titres de sociétés pourraient être davantage corrélés que ceux des émissions de sociétés et des émissions de l'administration centrale.

Tableau VI.4. Comparaison de la taille de quelques marchés d'obligations importants

En milliards de dollars américains, fin 1998

Administration publique des États-Unis ^a	3 355.5
Administration publique du Japon	2 590.4
Entreprises non financières des États-Unis	1 621.8
Entreprises parrainées par le secteur public aux États-Unis ^b	1 273.6
Administration publique de l'Allemagne	1 110.2
Pfandbriefe allemand ^c	1 073.2
Émissions de titres garantis par des sociétés américaines	1 012.8
Administration publique de l'Italie ^d	959.6
Administration publique de la France ^d	654.4

a) Ensemble des titres rémunérés négociables de la dette fédérale.

b) Titres émis par les Federal Home Loan Banks, Fannie Mae, Federal Home Loan Mortgage Corporation (Freddie Mac), Farm Credit System, The Financing Corporation, The Resolution Funding Corporation, et The Student Loan Marketing Association (Sallie Mae), à l'exclusion des titres adossés à des créances hypothécaires.

c) Hypotheken Pfandbriefe et Öffentliche Pfandbriefe.

d) A l'exclusion des bons du Trésor.

Sources : Board of Governors of the Federal Reserve System, *Flow of Funds Accounts of the United States*; Bank of Japan, *Financial and Economics Statistics Monthly*; Deutsche Bank (1999), Merrill Lynch (1999).

8. Fannie Mae et Freddie Mac émettent aussi des titres en représentation de créances hypothécaires de façon à sortir leurs créances hypothécaires de leurs bilans. Ces titres sont plus risqués que leurs émissions directes, car les détenteurs sont confrontés à un risque de refinancement des hypothèques lorsque les taux d'intérêt baissent.
9. Les organismes parapublics ne peuvent se prévaloir d'une garantie explicite de l'État fédéral, mais les participants aux marchés de capitaux considèrent qu'ils bénéficient d'une «garantie implicite» et leurs titres d'emprunt sont notés AAA.

Tableau VI.5. Part des administrations publiques dans l'ensemble de la dette obligataire^a

	Administration publique		Institutions financières		Entreprises non financières		Administration publique	
	Part sur l'ensemble de la dette obligataire, en pourcentage							
	1985	1997 ^b	1985	1997 ^b	1985	1997 ^b	1985	1997 ^b
États-Unis	54.3	44.2	26.9	40.9	18.8	14.9	74.2	74.9
Japon	66.6	59.0	24.8	26.0	8.6	15.0	88.5	79.7
Allemagne	26.8	38.8	68.4	58.5	4.7	2.7	84.9	93.5
France	35.9	46.0	49.5	41.7	14.5	12.3	71.2	78.9
Italie	81.1	83.5	15.0	15.3	3.9	1.2	95.4	98.6
Canada	66.5	69.6	7.2	8.9	26.3	21.5	71.7	76.4
Belgique	60.7	66.5	34.3	30.5	5.0	3.1	92.4	95.6
Suède	57.9	51.5	35.7	46.2	6.4	2.3	90.1	95.7

a) L'ensemble de la dette obligataire correspond ici à des titres de créance à court et long terme détenus par le gouvernement (administrations et collectivités centrales et locales), les entreprises non financières et les institutions financières.

b) Les dernières données disponibles dans les *Statistiques financières de l'OCDE* se rapportent à 1996 pour la Belgique, le Canada, le Japon, la Suède et les États-Unis, et à 1997 pour la France, l'Allemagne et l'Italie.

Source : Plusieurs numéros des *Statistiques financières de l'OCDE*.

... ou chercher à maintenir un niveau minimum d'endettement brut de façon à ne pas perturber le bon fonctionnement des marchés

En revanche, si la dette privée ne peut remplir toutes les fonctions souhaitables de la dette publique, les autorités pourraient juger nécessaire de maintenir un niveau minimum d'endettement brut malgré la réduction de la dette nette. Pour cela, il faudrait investir les excédents de l'État dans des actifs financiers privés (nationaux ou étrangers). Le niveau de l'endettement brut devrait être suffisant pour maintenir la liquidité du marché des titres d'État, permettre l'émission dans certains segments (de référence) et soutenir le fonctionnement des grands marchés de produits dérivés fondés sur les marchés des titres d'État. Le maintien d'un niveau minimum d'endettement brut éliminerait aussi les coûts du rétablissement du marché des titres d'État dans la deuxième moitié du XXI^e siècle, lorsque les besoins d'une population vieillissante devraient se traduire par une augmentation de la dette nette.

Cette stratégie exigerait de l'État qu'il règle les questions soulevées par la constitution de portefeuilles de titres privés

Le choix des actifs amène, toutefois, à s'interroger sur les problèmes de réglementation et d'administration. L'expérience n'apporte guère d'éléments d'appréciation à cet égard. Le Social Security Trust Fund des États-Unis et l'Office d'investissement du régime de pensions du Canada n'investissent que dans les titres d'État de leurs pays respectifs¹⁰. La Suède, en revanche, comme suite à l'importante réforme récente de son régime de retraite, a élargi considérablement les options d'investissement des grands fonds de pensions – qui détiennent des actifs équivalant à 25 pour cent environ du PIB. L'objectif est d'encourager les investissements à la fois en actions et en actifs étrangers sous réserve de limites prudentielles, alors que, précédemment, les actifs étaient placés essentiellement en titres d'État.

Un autre exemple de la gestion des actifs par l'État est le Fonds pétrolier de la Norvège. Avant 1997, la stratégie adoptée était la même que pour les réserves en devises, les placements n'étant réalisés que dans des actifs relativement dénués de

10. Toutefois, les fonds de pension des États-Unis, surtout ceux de Californie, investissent dans des obligations et parts de sociétés.

risque, mais à compter de 1997 le Fonds a été autorisé à placer 30 à 50 pour cent de ses ressources sur les marchés boursiers nationaux et étrangers. Si ces stratégies sont applicables pour des petits pays, elles pourraient se révéler plus délicates pour les grands. En effet, elles peuvent entraîner de larges déplacements de capitaux (dans la mesure où les placements sont réalisés à l'étranger) et la prudence s'impose en matière d'acquisition d'actifs nationaux car il faut éviter de créer des distorsions dans leurs prix relatifs ou d'influencer la gestion des entreprises.

Les problèmes posés par la mise en place d'un marché unifié des obligations : le cas de la zone euro

L'établissement d'un véritable marché des obligations d'État à l'échelle de la zone euro présenterait des avantages semblables à ceux du marché des titres publics des États-Unis. Ce sera là une priorité pour les pays de la zone et certaines mesures initiales ont déjà été prises. Outre l'introduction de la monnaie commune, une évolution importante a été la convergence récente de la composition de la dette (par types d'instruments et par échéances)¹¹, les autorités ayant pris des mesures parallèles pour encourager la liquidité et l'efficacité des marchés de titres publics dans les différents pays. Toutefois, de plus amples progrès vers une complète intégration de leurs marchés obligataires pourraient être gênés par l'absence d'un seul émetteur de titres d'emprunt au niveau de la zone et par la décentralisation des politiques budgétaires. Malgré les progrès récents, et les améliorations des soldes primaires, des différences demeurent en ce qui concerne la liquidité et le risque de défaillance¹². Reste à savoir si ces facteurs peuvent limiter la substituabilité des titres émis par les gouvernements des différents pays de la zone et, ce faisant, freiner éventuellement l'intégration du marché.

La création de la zone euro pose le problème des mesures à prendre, le cas échéant, pour assurer le développement d'un marché des titres à l'échelle de la zone

Concurrence et coordination entre les gestionnaires de la dette sur le marché européen

Dans la recherche de fonds sur le marché européen, la concurrence entre les autorités financières de la zone euro pourrait s'accroître, en particulier si les gouvernements essaient de faire de leurs émissions des émissions de référence afin de s'assurer des primes de liquidité. Les teneurs de marché ont marqué une préférence pour la dette allemande en tant qu'obligations de référence dans la zone euro, en particulier pour les échéances longues¹³. Cependant, ce statut d'émission de référence pourrait commencer d'être partagé avec les obligations d'État françaises et italiennes pour les échéances à court et à très long terme. Par exemple, si les obligations

Un enjeu essentiel pour la zone euro tient à la question de savoir si la concurrence entre « les gestionnaires de la dette indépendants » peut conduire à un marché efficace des titres d'emprunt publics pour l'ensemble de la zone...

11. Ces politiques ont conduit à une accélération de l'intégration des marchés de capitaux européens et à une convergence sensible de la durée de la dette entre pays membres de l'Union monétaire européenne et elles pourraient aussi avoir contribué à une transmission plus symétrique des impulsions de la politique monétaire entre les pays membres.
12. Les primes de risque sont relativement peu importantes, encore que la prime de risque crédit se soit sans doute accrue du fait de la perte de souveraineté monétaire des pays participants. Les mouvements récents des taux donnent à penser que d'autres facteurs compensatoires pourraient jouer. Par exemple, le rapprochement des écarts de taux d'intérêt et des notations de crédit a été interprété comme une illustration du sentiment selon lequel le *bail-out* d'un débiteur souverain dans la zone de l'Union monétaire européenne n'est pas à exclure.
13. La préférence traditionnelle pour les Bunds par rapport aux obligations d'État des autres pays européens, avant le lancement de l'euro, a été mise de nouveau en évidence durant la crise financière de l'automne 1998, où les marges se sont élargies.

allemandes bénéficient de la plus grande taille absolue des émissions et d'un marché actif sur les contrats à terme de Bunds, les titres français sont plus liquides sur le segment à très court terme et sur le segment des échéances à 15-30 ans. De fait, les teneurs de marché ont manifesté une préférence pour les valeurs du Trésor françaises car ils estiment que la politique des autorités à l'égard du marché secondaire est moins discrétionnaire¹⁴.

... ou si le manque de coordination résultant de la mise en œuvre de stratégies indépendantes de gestion de la dette peut se révéler coûteux

La concurrence entre les gestionnaires de la dette a des effets positifs dans la mesure où elle améliore la liquidité et l'efficacité globales des marchés dans l'ensemble de la zone. Cependant, aujourd'hui que le risque de change est éliminé, on se demande si un renforcement de la coordination entre les émetteurs n'est pas souhaitable pour accélérer l'intégration du marché de capitaux dans la zone euro et donc favoriser un accroissement de sa taille globale. Par exemple :

- Peut-on craindre que le manque de coordination résultant de la mise en œuvre de stratégies d'émission par onze gestionnaires de la dette agissant de manière indépendante ne se révèle coûteux pour le contribuable et ne fasse obstacle à l'intégration du marché et par conséquent au développement de la zone euro en tant que marché important des capitaux ?
- La coordination est-elle nécessaire pour arriver à une répartition des échéances suffisamment uniforme pour favoriser l'établissement d'une structure par échéances des taux d'intérêt de la zone euro et faciliter une détermination efficace des prix ?

Jusqu'ici, certains de ces problèmes potentiels ayant été reconnus, des progrès sont déjà intervenus sous la forme d'échange d'informations entre les responsables de la gestion de la dette, ce qui a contribué à la transparence¹⁵. Bien qu'aucune autre coordination ne soit envisagée, il a été suggéré récemment de créer un seul organe responsable des émissions d'une grande partie des obligations publiques dans la zone euro (de Silguy, 1999). D'aucuns ont avancé que, faute d'un tel effort, les différents gestionnaires de la dette pourraient être incités à abandonner leur stratégie passive d'émission pour se tourner vers une démarche plus active sur le marché au comptant, concurrençant ainsi les autres gouvernements ainsi que le marché et entraînant une perte de bien-être au niveau global.

Les politiques d'émission passives sur le marché au comptant ont été préférées par nombre de pays car elles sont considérées comme plus avantageuses (à long terme) que des politiques plus actives¹⁶. Il est admis désormais qu'un fonctionnement efficace du marché financier exige que les opérations concernant la dette publique aient une incidence minimale sur les cours. Cet objectif a plus de chances d'être

14. Ils considèrent comme discrétionnaire la pratique en Allemagne, consistant à mettre en réserve une partie des montants levés pour les consacrer aux opérations de gestion du marché de la Bundesbank (Favero *et al.*, 1999).

15. Entre autres, les problèmes de gestion de la dette dans la zone euro sont examinés au sein du Comité économique et financier européen (CEF).

16. Les gestionnaires de la dette deviennent toutefois plus actifs sur le marché des produits dérivés. Par exemple, les swaps de taux d'intérêt permettent à un emprunteur de gérer la sensibilité d'un portefeuille aux taux d'intérêt en passant de taux d'intérêt fixes à des taux variables, ou inversement. Des réductions de coût peuvent aussi être obtenues du fait que les emprunteurs publics, ayant une bonne cote de crédit et opérant sur un marché développé, ont généralement un avantage comparatif dans l'émission d'obligations à long terme et à taux fixes et peuvent ensuite échanger leurs paiements d'intérêts à taux fixes par des paiements à taux variables (OCDE, 1999b).

atteint en publiant au préalable les calendriers d'émissions et en ne retenant qu'une petite gamme d'échéances (émissions de référence) et un profil d'amortissement régulier.

En revanche, une stratégie de gestion de la dette plus active vise à diminuer les coûts du service de la dette en tirant parti des anomalies du marché (traditionnellement en passant de l'émission de titres d'emprunt d'État à long terme à l'émission de titres à court terme lorsque la courbe des rendements est trop pentue). Une telle stratégie est considérée comme ayant un effet perturbateur sur les marchés et serait en fait inefficace si les participants aux marchés étaient en mesure de cerner le comportement stratégique de l'émetteur. Les marchés finiraient par établir une prime de risque spécifique à mesure qu'ils comprennent mieux le comportement des investisseurs¹⁷. En outre, dans la mesure où la structure par échéances des taux d'intérêt est déterminée par les anticipations des futurs taux courts, les réductions de coût découlant d'une telle stratégie seraient limitées dans le temps. En ce qui concerne la zone euro, la coordination (notamment des échanges d'informations) réduirait l'incitation des gestionnaires de la dette à réviser leurs calendriers d'émission après avoir observés ceux des autres.

Faute d'une coordination et d'une intégration complète des marchés des obligations publiques, la structure par échéances des taux d'intérêt sur les titres d'emprunt d'État dans la zone euro pourrait apporter moins d'informations concernant les anticipations de taux d'intérêt par le marché, ce qui pourrait faire obstacle à diverses activités financières, comme la détermination des prix des autres actifs. Dans une telle situation, la courbe des rendements sur les swaps pourrait constituer un substitut raisonnable. L'introduction de l'euro a conduit au développement d'un seul marché des swaps composé de plusieurs marchés étroitement liés. Les rendements des swaps ne sont pas nécessairement les plus faibles sur les marchés, toutefois, et les primes de risque semblent être assez semblables entre les différents marchés (McCauley, 1996).

La gestion de la dette face à une augmentation de l'encours : le cas du Japon

Le marché des titres d'emprunt d'État japonais (Japanese Government Bond ou JGB) est le deuxième du monde après celui des États-Unis. Le déficit budgétaire par rapport au PIB devant, d'après les prévisions, rester élevé (de l'ordre de 7 à 8 pour cent entre 1999 et 2001 – soit le plus élevé de la zone de l'OCDE)¹⁸, les émissions de titres d'emprunt japonais devraient représenter 90 pour cent environ des émissions totales nettes de titres d'emprunt d'État des pays de l'OCDE ces prochaines années. Les incertitudes suscitées par cette recrudescence de l'offre, d'une part, et par des éléments de la structure microéconomique du marché des JGB, de l'autre, ont peut-être déjà accentué l'instabilité des rendements des JGB à dix ans, incitant les investisseurs

Il est prévu que le niveau de la dette du Japon augmente rapidement...

17. Un des objectifs d'une stratégie active est d'utiliser l'activité d'émission pour faire baisser les taux à long terme (avec l'avantage supplémentaire supposé d'une stimulation de la production) et augmenter les taux à court terme (en vue de réduire les sorties nettes de capitaux). On citera comme exemple l'«opération twist» aux États-Unis en 1962, encore que des opérations similaires aient été brièvement menées dans ce pays en 1994 et envisagées au Japon au début de 1999, dans les deux cas à un moment où les taux à long terme dépassaient rapidement les taux à court terme.

18. On trouvera ces prévisions dans les chapitres précédents de la présente publication.

à passer sur le marché des obligations AAA en euro-yen afin de réduire les risques de variation des cours. Dans la période à venir, l'accumulation rapide envisagée de la dette nette – malgré des niveaux de départ relativement faibles – fera vraisemblablement de la gestion de la dette un problème plus important au Japon que dans la plupart des autres pays de l'OCDE, du point de vue tant de l'approche budgétaire plus classique (réduction des coûts) que du signal ainsi donné aux marchés quant à l'orientation future de la politique monétaire (encadré VI.2).

Encadré VI.2. Gestion de la dette et politiques monétaires

Si les considérations et les actions relevant de la politique monétaire sont aujourd'hui relativement isolées de celles concernant la gestion de la dette, il est admis que le mécanisme de transmission monétaire peut être affecté par l'incidence de la structure de la dette sur les anticipations du marché. De même, un haut niveau d'endettement peut créer des anticipations de politiques non cohérentes sur la durée (Sargent et Wallace, 1981).

Dans le passé récent des pays industriels, toutefois, les niveaux élevés d'endettement n'ont que rarement résulté en une hausse de l'inflation se traduisant par une réduction de la charge de la dette publique au détriment des créanciers privés – « arithmétique monétariste déplaisante ». Cela peut être expliqué en partie par la libéralisation des flux de capitaux, qui oblige les autorités à une certaine discipline. Tout signe de comportement opportuniste conduira rapidement à une fuite des capitaux et à une crise de change. En outre, si la banque centrale a nettement pour mandat de maintenir une faible inflation, des niveaux élevés d'endettement se traduiront plus vraisemblablement par « une arithmétique budgétaire déplaisante » (King, 1998). Si des tensions inflationnistes

apparaissent, la banque centrale indépendante maintiendra des taux d'intérêt élevés et, dans ces conditions, c'est la politique budgétaire qui devra supporter le poids de l'ajustement¹.

En fait, plusieurs pays européens étaient sans doute par le passé moins à l'abri d'une crise de confiance, car l'échéance résiduelle moyenne était réduite en raison des craintes d'incohérence sur la durée suscitées par les niveaux élevés d'endettement (Alesina *et al.*, 1990 et Giavazzi et Pagano, 1990). L'économie était ainsi acculée à une situation accentuant sa sensibilité à d'éventuels chocs négatifs nécessitant une hausse des taux d'intérêt.

Dans le cas du Japon, une fois la reprise fermement établie, les niveaux d'endettement seront vraisemblablement assez élevés pour que les autorités aient à signaler aux marchés qu'elles ne prévoient pas de créer de surprises en matière d'inflation ou de dépréciation. Dans cette optique, la crédibilité des politiques (macroéconomiques et structurelles) pourrait être accrue par leurs décisions concernant la gestion de la dette. Il pourrait s'agir notamment de l'émission de davantage de titres de la dette libellés en devises ou indexés.

1. Dans la zone euro, c'est en partie en raison de ces considérations que le Pacte de stabilité et de croissance prévoit des plafonds pour le déficit et les niveaux d'endettement des différents pays.

... et les coûts pourraient être sensiblement réduits si la dette était gérée de façon plus efficiente...

Des réductions importantes des coûts pourraient être obtenues par une gestion de la dette plus efficiente. Diverses réformes concernant les aspects institutionnels de l'émission de titres de la dette (introduction d'adjudications et sociétés de courtage plus liquides) et diverses mesures de libéralisation du marché ont déjà été mises en œuvre, notamment l'abolition en 1999 de la retenue fiscale à la source pour les non-résidents et de la taxe sur les transactions en JGB¹⁹. Néanmoins, divers éléments permettent de dire que des inefficiences persistent :

19. A compter de la deuxième moitié des années 80, le système financier du Japon a été libéralisé de façon spectaculaire. Ces réformes visaient, en particulier, à accroître l'attrait du marché des JGB pour les investisseurs étrangers. Parmi elles, on peut citer la déréglementation des taux d'intérêt, le développement des opérations sur contrats à terme et options et de nouvelles procédures pour l'émission de titres d'emprunt d'État. Jusqu'en 1987, les consortiums bancaires étaient utilisés pour l'émission de JGB. Depuis lors les titres de la dette à plus longue échéance sont émis dans le cadre d'adjudications à prix multiples et (depuis avril de cette année) des adjudications publiques ont été instaurées pour les titres d'État à court terme (Takeda et Turner, 1992, Kroszner 1998, et Nakamae, 1999). Enfin, des sociétés de bourse de plus grande taille et plus liquides ont repris les opérations en 1996, ce qui pourrait contribuer à la liquidité du marché (Ohashi et Milligan, 1998).

- La plupart des émissions à moyen et à long terme ont été jusqu'à récemment concentrées dans le segment des titres d'emprunt à dix ans, ceux-ci constituant encore la seule émission de référence (tableau VI.6). Ainsi, les trois quarts environ de l'encours des émissions ont une échéance initiale de dix ans, ce qui prive les marchés des titres d'emprunt publics de grandes émissions sur la courbe des rendements et nuit à leur liquidité globale (BRI, 1999 ; et Ohashi et Milligan, 1998).
- Pour un marché obligataire de la taille de celui du Japon, les écarts entre cours acheteur et vendeur sont importants sur le segment des JGB (7 points de base pour les obligations à dix ans, contre 3 aux États-Unis), ce qui pourrait indiquer un manque relatif de liquidité même pour cette obligation de référence essentielle (Banque des règlements internationaux, 1999).
- Les marges entre les émissions en obligations AAA en euro-yen et les JGB sont faibles par rapport aux émissions similaires aux États-Unis (+/-5 points de base pour les JGB contre 15-30 points de base pour les rendements sur les obligations AAA en eurodollars par rapport aux titres publics des États-Unis), ce qui donne éventuellement à penser à l'existence de primes de liquidité importantes sur la dette publique.
- Le volume des JGB détenus par des non-résidents est peu important par rapport au volume des contrats d'emprunt de l'État détenus par des non-résidents dans les autres grands pays de l'OCDE (10 pour cent au Japon contre 37 pour cent aux États-Unis) (tableau VI.7). Cela est dû en partie à l'existence, jusqu'à

Tableau VI.6. Quelques caractéristiques du marché des obligations dans les principaux pays de l'OCDE

Année 1997

	Écart entre cours acheteur et cours vendeur ^a	Rapport entre transactions au comptant et contrats à terme ^b	Volume des émissions ^c	Nombre de références	Règles/pratiques concernant les ventes à découvert ^d	Opérateurs primaires
États-Unis	3	2.7	17.5	7	Oui	Oui
Japon	7	0.7	7.7	1	Non	Non
Allemagne	4	..	8.3	4	Non	Non
France	10	..	2.8	7	Oui	Oui
Italie	6	4.1	12.3	5	Oui	Oui
Royaume-Uni	4	1.0	18.2	3	Oui	Oui
Canada	5	33.7	6.7	7	Oui	Oui
Belgique	5	33.8	8.9	2	Oui	Oui
Pays-Bas	6.2	2	Oui	Oui
Suède	15	3.2	3.8	12	Oui	Oui
Suisse	10	1.4	2.5	7	Oui	Non

a) Écart entre cours acheteur et cours vendeur pour les titres d'État à 10 ans à coupon fixe activement négociés.

b) Volumes annuels des échanges de tous les titres négociables, divisé par les volumes annuels des échanges (valeurs conceptuelles), dans les marchés à terme.

c) Moyenne en milliards de \$, des volumes des émissions pour les titres d'État à 10 ans à coupon fixe activement négociés.

d) Existence ou non de règles/pratiques régissant les faillites qui permettent aux agents de change de reporter une distribution (avec des pénalités), s'ils sont dans une position délicate et ne peuvent pas distribuer leurs titres respectifs.

Sources : Banque des règlements internationaux (1999), Inoue (1999).

Tableau VI.7. **Détenteurs de titres de créances du gouvernement**

En pourcentage du total, fin 1997

	États-Unis	Japon	Allemagne	France	Italie	Royaume-Uni	Canada	Belgique	Pays-Bas	Suède
Résidents	63.1	90.0	31.2	87.1	77.5	85.6	75.0	78.6	76.0	80.5
Gouvernement	0.0	35.8	3.3	..	0.1	3.6	4.5	4.3	0.0	21.4
Banques centrales	13.1	10.5		0.0	7.6		5.3	0.7	0.0	5.5
Secteur privé financier	50.0	26.8	12.3	87.1 ^b	69.8	67.8	52.5	57.0	76.0	33.4
Secteur privé non financier		16.9	15.6			14.2	12.7	16.6		20.2
Non-résidents	36.9	10.0 ^c	68.8	12.9	22.5	14.4	25.0	23.0	24.0	19.5

a) Ces données ne concernent que la dette négociable, sauf pour la Belgique où la dette non négociable est incluse.

b) Comprend les portefeuilles du gouvernement.

c) Estimation.

Sources : Banque des règlements internationaux (1999), et Deutsche Bundesbank, Publication statistique spéciale 9 : *Securities Deposits*, août 1998.

récemment, de la taxe sur les transactions et de la retenue à la source, mais les considérations de liquidité pourraient aussi jouer.

- Le rapport entre les transactions au comptant (*cash*) et les transactions à terme (*futures*) est faible par rapport à celui observé dans les autres grands pays de l'OCDE (1:2 sur le marché des JGB contre 3:1 sur le marché des titres d'emprunt publics des États-Unis). Cela pourrait aussi tenir à l'existence de primes d'illiquidité et à des considérations fiscales sur le marché au comptant.
- Une grande partie de la dette publique est détenue jusqu'à l'échéance par des institutions quasi publiques, comme le Trust Fund Bureau, ce qui réduit le volume de la dette soumise aux mécanismes du marché. La vente à découvert se heurte aussi à des obstacles (par exemple, la non existence de règles/pratiques en cas de défaillances).

... grâce à la mise en œuvre de mesures qui amélioreraient la liquidité du marché des JGB

Plusieurs réformes pourraient être mises en œuvre pour réduire les coûts. Des émissions plus grandes et standardisées assorties d'échéances plus également réparties pourraient contribuer à accroître la liquidité. Dans cette optique, les autorités ont introduit récemment un bon du Trésor à un an (avril 1999) et une obligation à 30 ans (septembre 1999). Elles se proposent aussi de réintroduire les JGB à cinq ans (échéance qui a été jusqu'ici le privilège exclusif des banques de crédits à long terme) à l'automne 1999. Ces initiatives, conjointement avec la priorité accordée récemment aux émissions existantes en plus des obligations à dix ans, devraient contribuer à diversifier la structure des échéances et des rendements et à accroître le très faible niveau actuel de la liquidité sur l'ensemble de la courbe des rendements. L'introduction de STRIPS, qui a été annoncée, améliorerait la liquidité du marché des JGB en offrant des instruments de haute duration, la flexibilité en matière de couverture et la diversification de la courbe des rendements (Ohashi et Milligan, 1998). Compte tenu du surcroît d'incertitude généralement suscité par une accélération du ratio de la dette nette au PIB (encadré VI.2), l'introduction d'obligations indexées pourrait aussi intéresser les investisseurs, augmentant la liquidité du marché, alors que l'élimination des obstacles législatifs aux ventes à découvert accroîtrait encore la demande étrangère sur le marché au comptant. Enfin, à moyen terme, la liquidité du marché pourrait être accrue si une plus grande partie de la dette était échangée, au lieu de rester entre les mains des institutions quasi publiques. En tout état de cause, il faudra rester prudent

en période de transition de façon à minimiser les perturbations du marché, compte tenu des importants avoirs officiels actuels, qui pourraient contribuer à maintenir les taux d'intérêt à un bas niveau. Un rôle pourrait être joué dans ce contexte par des spécialistes en valeur du Trésor, qui n'existent pas actuellement au Japon.

Appendice : les principaux objectifs de la gestion de la dette : minimiser les coûts tout en réduisant les risques

Arbitrage entre coût et risque de refinancement

En général, les décisions en matière de gestion de la dette concernent le choix des instruments, des techniques d'émission et des modalités institutionnelles qui permettent de minimiser les coûts du service de la dette, compte tenu d'un certain profil de risque. Lorsqu'on choisit un instrument d'emprunt, il faut la plupart du temps arbitrer entre la réduction des coûts et la réduction du risque de refinancement (la réduction des coûts supposant souvent l'émission de titres d'emprunt à court terme alors que la réduction des risques de refinancement implique l'émission de titres à long terme). Entre ces deux options, les autorités ont généralement choisi une formule adaptée aux circonstances : *i)* le panachage de titres d'emprunt assortis de taux flottants, indexés et fixes et *ii)* le panachage de titres à long terme et à court terme. Par exemple, une structure d'échéances plus longues, résultant de titres d'emprunt à taux fixes, rendra moins nécessaire le refinancement et stabilisera le coût nominal de l'emprunt, réduisant ainsi le risque de refinancement. Le marché peut aussi préférer certaines échéances, à moyen et à long terme généralement. Si ces «habitats privilégiés» peuvent être identifiés, l'emprunteur peut en tirer parti en levant des capitaux à des conditions moins onéreuses. L'établissement de ces segments du marché, toutefois, peut initialement entraîner l'application d'une prime d'illiquidité sur les nouveaux instruments, par comparaison à une stratégie d'émission axée sur les quelques instruments standardisés existants. Ce problème peut aisément être surmonté si les nouveaux instruments sont en forte demande sur le marché, comme cela a été le cas pour les STRIPS mais sans doute un peu moins pour les obligations indexées.

Actuellement, la duration, qui indique l'exposition au risque d'intérêt d'un portefeuille de titres d'emprunt, est la mesure la plus communément utilisée pour arbitrer entre le risque de coût et le risque de refinancement²⁰. Un système d'évaluation du risque plus perfectionné, utilisé par les autorités danoises, est la mesure «Cost-at-Risk» (CaR), qui est semblable au concept de Value-at-Risk (VaR). La mesure CaR vise essentiellement à évaluer le risque d'une hausse des taux d'intérêt en calculant le coût du service de la dette dans une certaine marge de probabilité. La distribution des probabilités est établie à partir de modèles et d'hypothèses concernant l'évolution future des taux d'intérêt.

La structure par échéances de la dette peut jouer un rôle important d'assurance macroéconomique en servant de mécanisme de couverture aux pouvoirs publics, une fois que les propriétés stochastiques de l'économie sont connues (Lucas et Stokey, 1983 ; et Bohn, 1988). Par exemple, si l'économie est plus

20. La duration est définie comme la durée de vie moyenne pondérée, les pondérations correspondant à la part dans le total des paiements au titre du service de la dette (en valeur actualisée).

sujette à des chocs au niveau de la productivité (de l'offre), les ajustements d'impôt seront plus limités si les autorités émettent davantage de titres d'emprunt nominaux à long terme (à taux fixe). Dans le cas de chocs négatifs du côté de l'offre, la production et l'inflation sont négativement corrélées. Une couverture sera ainsi établie car, si les recettes diminuent, les coûts du service des intérêts baissent aussi en même temps en termes réels. En revanche, si l'économie est plus sujette à des chocs de la demande (dépenses non budgétaires), c'est l'émission de titres de la dette à court terme et indexés qui permet d'établir la couverture appropriée. Dans ce cas, l'augmentation de la production et de l'inflation se traduit par une progression simultanée des recettes et des charges d'intérêts. On a constaté que les structures de la dette des pays correspondent à ces profils (Missale, 1997), ce qui peut tenir au fait que les gestionnaires de la dette internalisent implicitement les aspects de l'arbitrage entre le risque de refinancement et la réduction des coûts qui concernent l'assurance macroéconomique. Par exemple, au Royaume-Uni, la corrélation entre l'inflation et la production permanente est positive depuis les années 90, ce qui explique le rôle joué par les titres d'emprunt indexés, alors qu'en Italie et aux États-Unis, la corrélation est négative, d'où le rôle joué par les titres d'emprunt nominaux à long terme.

Techniques de vente, instruments de la dette et innovations

Pour diminuer les coûts, les gestionnaires de la dette ont eu recours à plusieurs innovations dans le domaine des instruments et techniques de vente. De manière générale, ces innovations visent à accroître la demande – dans nombre de cas celle des investisseurs étrangers – et à accroître la liquidité. Dans la plupart des pays, les adjudications ont remplacé le système de syndicats financiers. Ces adjudications se font généralement à prix multiples, les titres étant alloués aux soumissionnaires dans l'ordre croissant des prix offerts. Contrairement aux adjudications à prix unique, l'émetteur peut obtenir des rentes grâce à la discrimination de prix et les soumissionnaires qui obtiennent des titres peuvent se trouver confrontés à la « malédiction du gagnant » en payant le prix offert²¹. Les adjudications sont parfois conjuguées à une émission par un ensemble de spécialistes en valeurs du Trésor, qui font aussi de la prise ferme. Ces opérations visent à améliorer le processus de fixation des prix du fait de l'obligation d'une cotation continue à deux niveaux et de l'acceptation de l'intervention de spécialistes en valeurs du Trésor, afin de stimuler la demande étrangère (Bröker, 1993). L'association des spécialistes en valeurs du Trésor et des systèmes d'adjudications à prix multiples est allée de pair avec la possibilité qui a été donnée aux premiers d'acquérir une fraction importante des nouvelles émissions au moyen d'offres agressives, qui leur donnent ensuite un certain pouvoir de marché²². Parmi les autres améliorations organisationnelles qui ont permis des réductions de coût, on peut citer l'introduction de systèmes de comptabilisation électronique, de garde de titres et de livraison contre paiement.

21. La crainte de faire des offres trop élevées dans le cadre d'une adjudication à prix multiples conduirait à des prix de l'offre qui sont en moyenne plus faibles que dans le cas d'une adjudication à prix unique. Bien qu'aucun élément d'information empirique ne permette nettement de déterminer si les gains tirés de la discrimination des prix sont annulés par les pertes dues à la sous-évaluation des prix, pour les marchés très liquides tels que ceux des obligations d'État, les adjudications à prix multiples se traduisent généralement par des gains nets pour l'émetteur. Voir Gray (1997) et Kroszner (1998).

22. Les spécialistes en valeurs du Trésor feraient des profits en expulsant les autres spécialistes en valeurs du Trésor qui ont acquis moins mais ont déjà vendu leurs titres « au moment de l'émission » à leurs clients (Kroszner, 1998).

Aspects institutionnels : indépendance des gestionnaires de la dette

La transparence a eu tendance à s'améliorer pour partie grâce à la nomination de gestionnaires de la dette indépendants. Ceux-ci opèrent hors de l'influence de la banque centrale et du ministère des Finances, leur objectif essentiel étant de satisfaire les besoins de financement de l'État. L'argument invoqué pour justifier la création d'une telle institution rejoint à de nombreux égards celui invoqué pour les banques centrales indépendantes et tient essentiellement à la cohérence et la crédibilité à court terme et à la volonté d'empêcher les interactions entre les émissions de titres d'emprunt et la conduite de la politique monétaire et budgétaire (Kroszner, 1998). L'indépendance met en évidence l'importance d'une évaluation de l'efficacité-coût de la gestion. En général, la performance des gestionnaires est mesurée de différentes façons. Par exemple, elle peut être évaluée par comparaison avec une norme de référence ou sur la base d'une relation coûts-risques (Ferré Carracedo et Dattels, 1997).

BIBLIOGRAPHIE

- ALESINA, A., A. PRATI et G. TABELLINI (1990),
«Public confidence and debt management: a model and case study of Italy», dans *Public Debt Management: Theory and History* par R. Dornbusch et M. Draghi (eds.), Cambridge University Press, Cambridge, Royaume-Uni, pp. 94-124.
- BANQUE DES RÈGLEMENTS INTERNATIONAUX (1999),
Market Liquidity: Research Findings and Selected Policy Implications, Rapport d'un Groupe d'étude établi par le Comité sur le système financier mondial des banques centrales du Groupe des dix, Bâle, mai.
- BLOMMESTEIN, H.J. et E.C. THUNHOLM (1997),
«Institutional and operational arrangements for co-ordinating monetary, fiscal, and public debt management in OECD countries» dans Sundararajan *et al.* (eds.), (1997), pp. 57-76.
- BOHN, H. (1998),
«The behavior of US public debt and deficits», *The Quarterly Journal of Economics*, août, pp. 949-963.
- BRÖKER, G. (1993),
Les titres publics et la gestion de la dette dans les années 90, OCDE, Division des affaires financières, DAFPE, Paris.
- CHAKRAVARTY S. et A. SARKAR (1999),
«Liquidity in U.S. fixed income markets: A comparison of the bid-ask spread in corporate, government and municipal bond markets», *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*, n° 73, mars.
- DAVIS, E.P. (1998),
«Regulation of pension fund assets», dans *Institutional Investors in the New Financial Landscape*, OCDE, Paris.
- De PRINCE, A. et W. FORD (1998),
«The US Treasury's inflation protected securities (TIPS): market reactions and policy effects», *Business Economics* 33(1), janvier, pp. 47-53.
- De SILGUY, Y-T. (1999),
«The euro: the key to Europe's lasting success in the global economy», *discours prononcé devant la Corporation of London*, 26 juillet.
- DREZE, J.H. (1993),
Money and Uncertainty: Inflation, Interest, Indexation, Banca d'Italia Paolo Baffi Lectures on Money & Finance.
- FAVERO, C., A. MISSALE, G. PIGA, et H. UHLIG (1999),
Monetary Policy in Stage III: Implications of Different Debt Structures across Member States, Report, janvier.
- FERRÉ CARRACEDO, M. et P. DATTELS (1997),
«Survey of public debt management frameworks in selected countries» dans Sundararajan *et al.* (eds.), pp. 96-162.
- FLEMING, M.J. (1997),
«The round-the-clock market for US treasury securities», *Economic Policy Review*, juillet.
- FLEMING, M. et A. SARKAR (1999),
«Liquidity in US Treasury spot and futures markets», dans BRI (1999).
- GIAVAZZI, F. et M. PAGANO (1990),
«Confidence crises and public debt management» dans *Public Debt Management: Theory and History* par R. Dornbusch and M. Draghi, (eds.), Cambridge University Press, Cambridge, Royaume-Uni, pp. 125-152.
- GIOVANNINI A. (1997),
«Government debt management», *Oxford Review of Economic Policy* 13(4).

- GRAVELLE T. (1999),
«Liquidity of the government of Canada securities market: stylised facts and some market microstructure comparisons to the United States Treasury market», dans Banque des règlements internationaux (1999).
- GRAY, S. (1996),
«The management of government debt», *Handbooks in Central Banking*, n° 5, Bank of England, Londres, mai.
- GRAY, S. (1997),
«Government securities: primary issuance», *Handbooks in Central Banking*, n° 11, Bank of England, Londres, juillet.
- GRAY, S. et J. PLACE (1999),
«Financial derivatives», *Handbooks in Central Banking*, n° 17, Bank of England, Londres, mars.
- INOUE, H. (1999),
«The structure of government securities markets in G10 countries: summary of questionnaire results», dans Banque des règlements internationaux (1999).
- KAISER, H., W. KRÄMER et M. HERRMANN (1997),
The German Bond Market, Deutsche Morgan Grenfell, Francfort, janvier.
- KING, M., (1998),
«Discussion of Dornbusch's paper», dans *The Debt Burden and its Consequences for Monetary Policy* par G. Calvo et M. King (eds.), St. Martins Press, New York, pp. 23-27.
- KROSZNER, R., (1998),
«Global government securities markets: economics and politics of recent market microstructure reforms» dans *The Debt Burden and its Consequences for Monetary Policy* par G. Calvo et M. King (eds.), St. Martins Press, New York.
- LUCAS, R.E. et N.L. STOKEY (1983),
«Optimal fiscal and monetary policy in an economy without capital», *Journal of Monetary Economics* 12(1), juillet, pp. 55-93.
- McCAULEY, R.N. (1996),
«The case for swap yield curves», rapport présenté lors de la réunion sur l'estimation des courbes de rendement des titres à coupon zéro, tenue à la Banque des règlements internationaux, Bâle, 5 juin.
- McCAULEY, R.N. (1999),
«The euro and the liquidity of European fixed income markets», dans BRI (1999).
- MISSALE, A. (1997),
«Managing the public debt: the optimal taxation approach», *Journal of Economic Surveys* 11(3).
- NAKAMAE, N. (1999),
«Steady progress with JGBs», *Financial Times*, 21 juin, section spéciale, «Japanese Financial Markets», p. 30.
- NARS, K. (ed.) (1999),
Excellence in Debt Management: The Strategies of Leading International Borrowers. Euromoney Publications.
- OCDE (1999a),
«Conséquences sur les marchés de capitaux d'une contraction délibérée des marchés des emprunts d'État», *Tendances des marchés de capitaux*, n° 72, février, Paris.
- OCDE (1999b),
Tendances des marchés de capitaux, n° 73, juin, Paris.
- OHASHI, K. et J. MILLIGAN (1998),
«A case for reforming the JBG market», *Financial Market Discussion Paper* 98-1, juin, Banque du Japon, Chief Representative Office in Europe, Londres.

OWENS-THOMSEN, M. (1999),
«Obligations foncières; The launch of the French “Pfandbriefe”», dans *Fixed Income Strategy*,
Merrill Lynch & Co., Paris, juin.

SARGENT, T. et N. WALLACE (1981),
«Some unpleasant monetarist arithmetic», Federal Reserve Bank of Minneapolis *Quarterly
Review*, n° 5.

SUNDARARAJAN, V., P. DATTELS et H.J. BLOMMESTEIN (eds.) (1997),
*Coordinating Public Debt and Monetary Management: Institutional and Operational Arrange-
ments*, FMI, Washington.

TAKEDA, M. et P. TURNER (1992),
«The liberalisation of Japan's financial markets: some major themes», *BIS Economic Papers*,
n° 34, Bâle, octobre.

VILLARROYA, A. (1999),
«Supply diversification; The Italian and Spanish Treasuries widen their range of financing pro-
ducts to attract investor's attention», *Fixed Income Strategy*, Merrill Lynch & Co., Londres,
juillet.

WILCOX, D. et G. GENSLER (1997),
«Economic and financial implications of a sharp reduction in the stock of Treasury debt»,
Department of the Treasury, Washington, document non publié.