

**La gestion de la dette publique et la vulnérabilité financière :
rôles possibles des ISC**

Commission de la dette publique de l'INTOSAI

Février 2003

La gestion de la dette publique et la vulnérabilité financière : rôles possibles des ISC

[traduction]

« Il y aura une autre crise économique planétaire. Le déclencheur sera différent, le pays sera différent, mais nous revivrons la même situation. »

George Muñoz, Overseas Private Investment Corporation

La gestion de la dette publique et la vulnérabilité financière : rôles possibles des ISC

| | |
|---|-----------|
| Résumé | 4 |
| Introduction | 6 |
| A. La facilité d'accès aux marchés des capitaux et les risques accrus | 7 |
| B. Les conséquences des crises financières récentes pour les gestionnaires de la dette | 10 |
| i. Les économies émergentes et en développement | 12 |
| ii. Les économies développées | 14 |
| C. Les rôles possibles des ISC : promouvoir de bons principes et de bonnes pratiques | 15 |
| i. Un rôle possible des ISC : promouvoir des pratiques solides de gestion de la dette publique et des risques | 16 |
| ii. Un rôle possible des ISC : encourager l'amélioration de l'information communiquée et l'adoption des meilleures pratiques | 18 |
| iii. Un rôle possible des ISC : promouvoir l'adoption d'un cadre adéquat de réglementation et de surveillance du secteur bancaire | 20 |
| Conclusion | 22 |
| Annexe I — Des crises financières récentes | 26 |
| La crise du Mexique de 1994-1995 | 26 |
| La crise de l'Asie du Sud-Est de 1997 | 27 |
| La crise de la Russie de 1998 | 28 |
| Annexe II — Glossaire sur les risques financiers et opérationnels | 30 |
| Le risque de refinancement | 30 |
| Le risque de liquidité | 30 |
| Le risque de marché | 31 |
| Le risque de crédit | 32 |
| Le risque opérationnel | 32 |
| Annexe III — La surveillance des risques peut comprendre des indicateurs de pré-alerte de la vulnérabilité | 34 |
| Introduction | 34 |
| 1. Le rôle des indicateurs de la vulnérabilité | 34 |
| Tableau 1 — Exemples d'indicateurs économiques classiques incapables de prévoir les crises imminentes en Asie du Sud-Est | 36 |
| 2. Des exemples d'indicateurs de la vulnérabilité | 37 |
| Tableau 2 — Exemples d'indicateurs de la vulnérabilité de la dette et de la liquidité | 38 |
| i. Les indicateurs de la dette intérieure et extérieure | 39 |
| ii. Les indicateurs de la liquidité | 41 |
| 3. Des exemples d'indicateurs de l'évaluation des risques dans le secteur des services financiers | 43 |
| Tableau 3 — Exemples d'indicateurs de la vulnérabilité du secteur financier | 43 |
| Annexe IV — Des exemples d'initiatives récentes visant à améliorer l'information communiquée | 44 |
| Bibliographie | 47 |

Résumé

Les gestionnaires de la dette publique exercent désormais leur activité dans des contextes financiers très évolués et complexes. Un marché planétaire des capitaux peut être la source de nombreux avantages (dont l'accès, à moindres frais, à une réserve de capitaux élargie, des marchés financiers intérieurs plus efficaces et la possibilité de mieux adapter les risques aux circonstances en recourant à de nouveaux instruments financiers). Par contre, les stratégies de gestion de la dette publique peuvent devenir vulnérables sous l'effet d'imprévus telle la détérioration de la balance du secteur privé, capables de déclencher des crises budgétaires, financières et économiques. Des chocs économiques peuvent se répercuter sur la dette extérieure et rendre vulnérable une stratégie de gestion de la dette publique, et pareille vulnérabilité peut, à son tour, altérer l'économie et porter un préjudice inquiétant à la situation financière d'un gouvernement. Certains exemples récents parmi les économies émergentes ont révélé que les chocs sont susceptibles de se muer en crises financières, en problèmes de gestion de la dette et en conséquences budgétaires.

Les gestionnaires de la dette, désireux de protéger la situation financière de leur gouvernement, doivent instaurer de solides stratégies de gestion de la dette et de saines pratiques de gestion du risque. Les ISC pourraient, si elles le désirent, assumer un rôle actif afin de protéger la situation financière des gouvernements en faisant la promotion de bonnes stratégies de gestion de la dette publique, de solides pratiques de gestion des risques, de politiques de transparence et de régimes efficaces de surveillance et de réglementation du secteur bancaire, par souci de minimiser les risques qui accompagnent les obligations et les réclamations auxquelles devra faire face le secteur public, aussi bien que les obligations éventuelles provenant du secteur privé. Les lecteurs devraient se rappeler que les rôles possibles devraient s'exercer à l'intérieur des limites légales. De plus, offrir des conseils est un rôle bien différent de la vérification financière, par conséquent les ISC ne peuvent offrir le même niveau d'assurance.

Plus particulièrement, grâce à la vérification des pratiques de gestion de la dette,

- 1. Les ISC pourraient, si elles le désirent, s'employer à protéger activement la situation financière des gouvernements en aidant à assurer l'existence de pratiques de gestion de la dette publique bien fondées et solides.*
- 2. Les ISC pourraient encourager les gouvernements à se concentrer davantage sur le contrôle de la vulnérabilité et à considérer comme prioritaire la gestion des risques.*

Les ISC pourraient aussi encourager la communication de données et promouvoir l'adoption d'un cadre rigoureux de réglementation et de surveillance du secteur des services financiers. Ainsi,

- 3. Les ISC pourraient encourager les gouvernements à produire de l'information financière améliorée et à publier de l'information clé sur la dette afin d'évaluer leur vulnérabilité financière et les risques financiers auxquels ils s'exposent. Elles pourraient, si elles le souhaitent, évaluer la performance des gouvernements en ce qui a trait à l'information communiquée. En dernier lieu, les ISC voudront peut-être inciter leur gouvernement à participer à des initiatives internationales dont l'objet est d'améliorer les données statistiques communiquées et les obligations d'information.*
- 4. Les ISC pourraient peut-être encourager les gouvernements à veiller à ce que les organismes de réglementation et de surveillance du secteur des services financiers adoptent des pratiques conformes aux normes internationales, étant*

donné qu'un secteur des services financiers solide aura pour effet de réduire la vulnérabilité de la dette publique face à des événements qui influent sur le bilan du secteur privé.

WITHDRAWN

La gestion de la dette publique et la vulnérabilité financière : rôles possibles des ISC

Introduction

1. Dans le présent document, nous examinons les rôles que pourraient jouer les institutions supérieures de contrôle des finances publiques (ISC) afin d'aider à réduire la vulnérabilité financière des gouvernements et le risque de crises financières. Nous soutenons que les ISC pourraient promouvoir de meilleures pratiques de gestion de la dette, des normes adéquates d'information, ainsi que de solides régimes de réglementation des services financiers.
2. Les ISC ne jouent aucun rôle direct dans l'établissement des méthodes de gestion de la dette publique, des politiques sur l'information à fournir et des régimes de réglementation du secteur des services financiers. Leur capacité à influencer et à persuader les gestionnaires de la dette est tributaire de leurs pouvoirs, de leurs responsabilités et de leur crédibilité. Toutefois, elles pourraient, dans les limites des pouvoirs qui leur sont conférés par la loi, promouvoir des pratiques saines et solides de gestion de la dette et des risques et inciter les décideurs à les adopter. Comme nous le verrons, les gestionnaires de la dette évoluent dans un milieu de marchés financiers très complexes, capable de faire échouer des stratégies fragiles et de mettre en péril la situation financière d'un gouvernement. Les ISC auront peut-être à utiliser des méthodologies multidisciplinaires dans leurs approches.
3. Par ces moyens, les ISC pourraient aider à prévenir les crises financières et à réduire la vulnérabilité financière, notamment dans un contexte où les leaders économiques mondiaux ont qualifié ces questions de prioritaires. Le communiqué final des ministres des Finances et des gouverneurs des banques centrales des pays du G-20, réunis à Montréal en octobre 2000, attestait d'engagements clairs :

« [...] Nous nous engageons [...] à faire fond sur le consensus qui se dégage à l'échelle internationale à l'égard des politiques permettant d'atténuer la vulnérabilité des pays aux crises financières — mécanismes adéquats en matière de taux de change, gestion prudente des engagements, participation du secteur privé au processus de prévention et, le cas échéant, de règlement des crises financières, et adoption de codes et de normes dans des domaines clés, par exemple la transparence, la diffusion de l'information, l'intégrité des marchés et les politiques régissant le secteur financier. » (Le 25 octobre 2000)

4. Dans la section A, nous expliquons la facilité de contracter des emprunts de capitaux et traitons des conséquences des emprunts massifs. Dans la section B, nous faisons état des répercussions des crises financières récentes sur la gestion de la dette. Nous concluons, entre autres, que des politiques saines de gestion de la dette et des risques sont des conditions préalables pour protéger la situation financière des gouvernements. Dans la section C, de nature prescriptive, nous proposons des rôles que peuvent jouer les ISC afin de promouvoir des pratiques adéquates de gestion de la dette et des risques, d'information et une fonction de surveillance solide du secteur des services bancaires. Le présent document compte quatre annexes. Dans l'annexe I, nous examinons les origines des crises financières qui ont frappé le Mexique, l'Asie du Sud-Est et la Russie, les problèmes qui ont contribué à les provoquer et les raisons de la vulnérabilité de la situation financière des gouvernements. Dans l'annexe II, nous décrivons les risques que les gestionnaires de la dette publique doivent cerner, surveiller et contrôler. Dans l'annexe III, nous traitons de l'utilité éventuelle d'indicateurs de la vulnérabilité comme moyens de cerner les conditions économiques précaires, susceptibles d'altérer, en bout de ligne, la situation financière des gouvernements. Les gestionnaires de la dette pourraient utiliser le jeu d'indicateurs proposés pour déceler les lacunes possibles dans les stratégies de gestion de la dette et les bilans du secteur privé en voie de détérioration. En dernier lieu, dans l'annexe IV, nous passons en revue des initiatives de fraîche date qui visent à améliorer la transparence et l'information communiquée.

A. La facilité d'accès aux marchés des capitaux et les risques accrus

5. De nombreux changements à l'offre et à la demande sur les marchés intérieurs et extérieurs ont fortement augmenté la disponibilité des capitaux dans les années 1990. Des titres d'emprunt ont pu être émis grâce à l'approfondissement des marchés intérieurs ainsi qu'aux nouvelles technologies de l'information et à des nouveaux instruments financiers évolués. D'autres facteurs peuvent expliquer le foisonnement des prêts internationaux, notamment ceux qu'ont contractés les économies émergentes et en développement : le recul des taux d'intérêt sur les marchés mondiaux, qui ont poussé les investisseurs à privilégier les marchés émergents offrant un taux de rendement élevé sur leurs investissements; la bonification des cotes de crédit, grâce à la restructuration de la dette extérieure, à la déréglementation et à la réforme structurelle macroéconomique; la « stabilité » apparente, résultant de régimes de changes fixes; l'internationalisation des institutions financières; l'accès au crédit bancaire consorsial. Tous ces facteurs ont conduit à l'escalade des apports de capitaux privés (surtout sous forme de prêts à court terme en

devises) aux économies émergentes et en développement, grâce au faible risque perçu, assorti d'un rendement élevé. Entre 1990 et 1997, 50 p. 100 de la totalité des entrées de capitaux privés à l'échelle planétaire ont profité à la Chine, au Brésil, au Mexique, à la Thaïlande et à l'Indonésie (Lopez-Mejia, 1999). En 1996, l'encours de la dette émise ou garantie par des économies en développement ou émergentes était évalué à 1,5 billion de dollars (25 p. 100 de la totalité de leurs PNB et 300 p. 100 de leurs réserves en devises (Cassard, Folkerts-Landay, 1997). Ce volume remarquable de capitaux a provoqué des boums économiques et a permis le financement d'importants déficits du compte courant.

6. Les gestionnaires de la dette des pays aux économies émergentes et en développement font face à des marchés de capitaux aux conditions distinctes. L'absence de marchés des capitaux profonds et liquides, capables d'absorber des titres d'emprunt intérieurs, contraint de nombreux gouvernements à émettre des titres d'emprunt en devises sans même pouvoir, très souvent, couvrir correctement les risques de change ou de taux d'intérêt.
7. Puisque les gouvernements des économies développées ont accès à des marchés financiers profonds, ils limitent normalement l'émission de titres en devises. À témoin, le Canada, le Danemark et la Nouvelle-Zélande ne contracteront des emprunts en devises qu'à seule fin de pourvoir leurs réserves. Les gouvernements des économies développées sont tenus à couvert des risques et de la vulnérabilité financière par des marchés financiers intérieurs sophistiqués et l'accès inconditionnel aux capitaux.
8. L'accessibilité accrue aux capitaux sur les marchés financiers internationaux a vraisemblablement engendré d'importants avantages économiques comme la croissance économique, l'augmentation des standards de vie, la réduction de la pauvreté. La sensibilité des marchés des capitaux peut déboucher sur l'instabilité dans des conditions économiques qui s'affaiblissent. Des jeux de capitaux massifs peuvent sortir inopinément des marchés. L'Institut de finance internationale a signalé que les flux de capitaux privés aux économies de marché émergentes ont atteint un sommet de 327 milliards de dollars en 1996, puis sont passés à 260 milliards de dollars en 1997, puis à 152 milliards de dollars en 1998 (Institut de finance internationale, 1998, p. 7). Les capitaux privés retirés de la Corée en 1996-1997 ont totalisé plus de 42 milliards de dollars américains (9 p. 100 du PIB), tandis que la Thaïlande perdait, cette même année, 25 milliards de dollars américains (15 p. 100 du PIB). En 1995, les sorties de capitaux du Mexique ont dépassé les 55 milliards de dollars américains (12 p. 100 du PIB) (Lopez-Mejia, 1999, tableau 2).

9. Une mauvaise gestion de la dette et des risques (y compris la gestion des réserves en devises), la communication d'information insuffisante et des fonctions de surveillance faibles dans le secteur des services financiers sont autant de facteurs susceptibles d'accroître la vulnérabilité financière d'un gouvernement et sa sensibilité aux chocs économiques. Par exemple, des volumes appréciables de dette extérieure publique et privée, notamment la dette à court terme en devises, non couverte, peuvent exposer les gouvernements à des risques financiers importants. Nombre de pays en développement et émergents ont recours aux apports de capitaux pour financer leur croissance économique, le déficit important de leur compte courant, leurs dépenses publiques et leur dette publique massive. Or, des crises financières récentes ont révélé que cette forme de financement a parfois lieu dans des pays où les conditions financières et monétaires sont déficientes et où le secteur bancaire souffre de carences.
10. En dépit de ces faiblesses courantes, les économies émergentes et en développement sont capables d'attirer des capitaux parce que, très souvent, elles ont adopté des régimes de changes fixes ou déterminés par référence à une autre monnaie. Ces régimes donnent aux investisseurs l'impression de transférer au gouvernement le risque de volatilité des taux de change. Toutefois, les régimes de changes fixes ou déterminés par référence risquent de devenir insoutenables et d'être la cible de spéculateurs si, par exemple, la politique monétaire ne manifeste pas un fort engagement envers un faible taux d'inflation, le régime bancaire comporte des carences ou les réserves internationales sont jugées insuffisantes. Les économies ayant une dette importante en devises et pratiquant les régimes de taux de change décrits ci-dessus peuvent devenir très vulnérables si elles font face à des attaques de spéculateurs. Les régimes de changes fixes risquent de s'effondrer rapidement, comme le montrent les cas du Mexique, de la Thaïlande et de la Russie. En décembre 1994, le gouvernement du Mexique a dû renoncer à son régime de changes fixes, sous l'effet des mouvements spéculatifs contre le peso, qui ont épuisé les réserves en devises de la banque centrale. Avec le retrait des capitaux étrangers du pays, le gouvernement a eu du mal à refinancer sa dette publique. Des événements semblables se sont produits en Thaïlande en 1997, ce qui a provoqué la dévaluation d'autres monnaies dans la région. En Russie, la dévaluation monétaire, jumelée à un grave déséquilibre budgétaire, a envenimé la situation. La Turquie est la plus récente victime à signaler à ce chapitre, le gouvernement ayant renoncé à la détermination de la livre par référence en février 2001, à la suite d'attaques spéculatives.

11. Les gouvernements qui optent pour un régime de changes flottants et les prêteurs ne sont pas à l'abri, car une chute de confiance dans le marché déclenchera la dépréciation des monnaies. Les autorités monétaires pourraient intervenir si elles le jugeaient nécessaire en mettant à contribution des actifs en devises ou haussant les taux d'intérêt pour protéger la monnaie. Une crise de la monnaie est susceptible de provoquer la hausse des taux d'intérêt intérieurs. Peu importe le régime en vigueur, les gouvernements, surtout en présence d'importantes dettes extérieures publiques et privées non couvertes adéquatement, sont susceptibles de voir augmenter en flèche les frais de service de la dette et d'éprouver de la difficulté à accéder aux marchés financiers internationaux (Calvo, 2000). Les marchés financiers détermineront le caractère adéquat du régime de changes en fonction de sa crédibilité. Tant que la politique budgétaire est soutenable, que le système bancaire est contrôlé et réglementé adéquatement, que la politique monétaire est crédible et que les réserves en devises sont suffisantes, la vulnérabilité aux chocs extérieurs importants devrait être minime (Edwards, 2000a).

B. Les conséquences des crises financières récentes pour les gestionnaires de la dette

12. Ces 25 dernières années, les nombreuses crises financières qui ont frappé les diverses régions du monde se sont répercutées sur la capacité qu'ont les gouvernements de rembourser leurs dettes, état de choses qui a conduit à des difficultés financières et à des perturbations économiques. En outre, elles ont été lourdes de conséquences, tels que taux de croissance réduits, pauvreté accrue, instabilité économique, troubles sociaux, et ainsi de suite. Les crises financières récentes au Mexique (1994-1995), en Asie du Sud-Est (1997) et en Russie (1998) ont provoqué des bouleversements économiques, des difficultés budgétaires et des problèmes de liquidité pour les gouvernements touchés et d'autres de par le monde (voir les pièces 1, 2 et 3 à l'annexe I). La solidité apparente de la situation financière de ces gouvernements s'est révélée insuffisante face à d'importants chocs négatifs imprévus. Au Brésil et dans certains pays du Sud-Est asiatique, les gouvernements ont été obligés de refinancer la dette venant à échéance — dont une part importante était constituée de titres à court terme en devises assortis de faibles taux — à des taux d'intérêt beaucoup plus élevés. La vulnérabilité financière des gouvernements contraints de refinancer la dette dans des conditions économiques de moins en moins bonnes (dont des taux d'intérêt élevés, des monnaies dévaluées, l'effondrement du secteur bancaire, le refus des prêteurs) a augmenté considérablement. Par exemple, dès le milieu de 1999, le gouvernement coréen avait engagé près de 39 milliards de dollars américains

pour recapitaliser des institutions financières en dérive et acheter des prêts non productifs. Les coûts budgétaires (c'est-à-dire les intérêts sur les obligations émises par le gouvernement pour financer cette opération de sauvetage) se sont élevés à sept milliards de dollars américains (deux pour cent du PIB) (FMI, 1999, p. 75). La plus récente crise financière se situe en Argentine suivant une récession économique qui dure depuis trois ans. Parce que des emprunts totalisant plus de 50 milliards de dollars américains venaient à échéance d'ici 2006 engendrant des problèmes de liquidité, le gouvernement offrait en mai 2001 aux détenteurs de titre libellés en pesos ou en dollars des swaps venant à échéance jusqu'en 2031 et totalisant 66,7 milliards de dollars américains. Même si cette offre réduit les difficultés de paiement associées à une dette venant à échéance rapidement, l'échange de titres augmentera les coûts de service de la dette publique parce que le gouvernement argentin a dû offrir des rendements plus élevés afin de compenser les détenteurs pour le risque accru lié à la détention de titres de long-terme et les coûts de transaction. Plus récemment, certains investisseurs étrangers commençaient à s'inquiéter de la possibilité que le gouvernement ne puisse remplir ces obligations financières et l'effet contagieux que cela aurait sur les pays voisins.

13. La conjugaison de marchés financiers qui redoutent les risques et de situations nationales vulnérables peut poser des obstacles aux gestionnaires de la dette publique. L'origine des chocs varie d'un pays à l'autre. Ils découlent parfois de déséquilibres macro-économiques intérieurs, par exemple des politiques budgétaires intenable, un ralentissement économique réduisant les recettes publiques, des politiques monétaires et des politiques de change inadéquates entraînant une dépréciation de la monnaie ou un mauvais appariement des actifs et des passifs du secteur privé, qui exigent des opérations de sauvetage coûteuses de la part du gouvernement. Par ailleurs, les chocs peuvent être exogènes. Des taux d'intérêt internationaux qui influent sur le service de la dette publique, des prix mondiaux de produits de base en recul qui provoquent des problèmes de balance des paiements, la dévaluation des monnaies ou simplement la contagion provenant d'un pays voisin sont autant de chocs extérieurs susceptibles d'affaiblir la situation financière d'un gouvernement.
14. La qualité des pratiques de gestion de la dette publique influera sur la vulnérabilité financière d'un gouvernement et sa sensibilité aux chocs. Si la stratégie de gestion de la dette publique n'est pas suffisamment axée sur les risques et les coûts, de même que sur les éventuelles lacunes macroéconomiques et financières, le gouvernement pourrait avoir peine à honorer ses obligations de service de la dette. Les décideurs doivent viser

particulièrement un équilibre fragile entre la volonté de minimiser les frais de service de la dette et celle de réduire au minimum l'exposition aux risques tels ceux du marché et les risques de refinancement. Les gestionnaires de la dette doivent définir et recommander de solides politiques régissant la dette publique afin de protéger la situation financière du gouvernement. Cette recommandation, à l'adresse du ministre, doit reposer sur de solides pratiques de gestion du risque. Cela signifie que les gestionnaires devraient gérer la dette publique en regard de la probabilité que surviennent certains événements et des conséquences et des coûts que ceux-ci pourraient avoir sur la situation financière du gouvernement. Les gestionnaires doivent poursuivre des stratégies abordables, qui tiendront les gouvernements à couvert, autant que faire se peut, des risques financiers.

15. Lorsque les gestionnaires élaborent des stratégies de gestion de la dette publique, ils feront bien de se rappeler les scénarios pessimistes probables, à savoir ceux qui, s'ils se réalisent, feront que des stratégies mal fondées et peu solides nuisent à la situation financière du gouvernement. *Les conditions économiques et la situation financière des actifs et des passifs de l'économie (bilans des secteurs public (passifs éventuels ou conditionnels y compris) et privé) influenceront sur la situation financière du gouvernement et sa capacité d'assurer le service de la dette publique.* Voilà pourquoi les gestionnaires ne doivent pas dresser des plans en vase clos, en tenant pour acquis que la dette dont ils ont la charge est à l'abri des chocs économiques et des dettes du secteur privé.
16. Les conditions politiques, économiques et institutionnelles auront une influence sur la gestion de la dette publique, et les gestionnaires adapteront leurs activités aux risques et aux coûts que présente l'environnement. Notons, à cet égard, l'existence de rapports inverses entre la taille d'une économie et sa vulnérabilité. Les économies émergentes et en développement, dont les marchés financiers intérieurs sont peu développés, qui ont un accès limité aux capitaux étrangers et dont la diversification est restreinte sont, en toute vraisemblance, plus vulnérables et exposées que les autres aux chocs économiques, y compris à la contagion des pays voisins. Les gestionnaires à l'œuvre dans un pareil contexte hostile doivent se montrer adroits.

i. Les économies émergentes et en développement

17. Compte tenu des conséquences des crises financières récentes et de la complexité des marchés financiers, les gestionnaires de la dette des économies émergentes et en développement voudront peut-être envisager des stratégies axées sur la diminution de la vulnérabilité financière. Ainsi, lorsqu'ils cherchent à équilibrer les coûts et les risques, ils

seraient bien avisés de privilégier, dans toute la mesure de leurs moyens financiers, la réduction maximale des risques. L'annexe II énumère les risques sur lesquels doivent se pencher les gestionnaires, notamment les risques de refinancement, de liquidité et de marché (fluctuation des monnaies et des taux d'intérêt).

18. Il faut parvenir à un compromis entre le désir de minimiser les risques et celui de réduire les coûts. Les deux peuvent être onéreux. De longs termes à court terme réduisent les risques mais peuvent être très coûteux si la courbe des rendements est positive. De courts termes à court terme en devises sont attrayants sous l'angle du service de la dette, mais ils peuvent s'accompagner de risques importants et augmentent la vulnérabilité financière du gouvernement. Le gouvernement qui dépend par trop de valeurs à taux flottants ou d'instruments à court terme, même s'ils sont relativement peu coûteux, peut devoir supporter un degré de vulnérabilité accru à cause de l'effet éventuel de taux d'intérêt plus élevés sur les frais de service de la dette. Il risque également d'être désavantagé par le maintien de faibles réserves en devises en raison de l'augmentation du risque de non-paiement en temps de crise. Pour illustrer cette affirmation notons qu'en janvier 2000, le nouveau gouvernement de l'Ukraine devait supporter un fardeau de service de la dette de trois milliards de dollars américains, alors qu'il ne disposait que de un milliard de dollars en réserves. Il peut être coûteux de minimiser les frais de service de la dette sans suffisamment tenir compte du risque, eu égard aux effets économiques de chocs imprévus. En ce qui concerne les économies émergentes et en développement, elles peuvent avoir avantage à assumer un plus lourd fardeau de frais de service afin de se doter d'une structure des échéances qui protège l'équilibre financier.
19. Il peut être avantageux pour les gestionnaires de la dette de dresser des plans en prévision du pire scénario, y compris les effets de passifs éventuels sur la situation financière du gouvernement. Une planification pessimiste garantira la présence d'un tampon suffisamment important (par exemple sous forme de réserves en devises) contre les chocs négatifs et d'un profil adéquat par échéances des titres d'emprunt. Comme un auteur l'a fait valoir récemment :

[traduction]

« Accordez autant d'attention au risque hors bilan qu'au risque du bilan. Tant les économies émergentes que les économies développées ont constaté que des banques mal gérées et des filets de sécurité bancaires mal conçus peuvent imposer des frais énormes au secteur public et affaiblir inopinément le bilan de l'État. Les garanties par l'État d'emprunts de capitaux privés peuvent avoir un effet semblable, d'où la nécessité de gérer

la dette souveraine sans perdre de vue les passifs éventuels ou conditionnels de l'emprunteur souverain. » (Geithner, 1999)

20. Les gestionnaires de la dette publique voudront peut-être envisager également la stratégie qui consiste à faire appel le plus possible aux marchés intérieurs des capitaux. Il serait peut-être imprudent de contracter des emprunts sur des marchés étrangers et de recourir à des titres en devises non couverts, à cause des risques et des conséquences éventuels que cela occasionne. Des titres d'emprunt libellés en devises et non couverts peuvent accroître de façon marquée le passif et la vulnérabilité (par exemple le risque de non-paiement) si les taux de change diminuent au moment de l'échéance et du refinancement de la dette. Dans cette optique, ce qui semble une stratégie de gestion solide, qui minimise les frais de service, pourrait devenir une décision peu avisée si les conditions du marché se détérioraient. Là où les marchés intérieurs des capitaux sont limités et les emprunts massifs sur les marchés étrangers inévitables, les gestionnaires feront bien de limiter le risque de change en faisant appel, si possible, à des instruments dérivés, dans le dessein d'atténuer l'effet de la fluctuation des monnaies. Toutefois, en raison de la nature et de la complexité des instruments dérivés, les gestionnaires de la dette doivent être conscients qu'un programme d'atténuation des risques mal conçu peut en fait avoir l'effet contraire et augmenter davantage l'exposition au risque.
21. De plus, eu égard au rôle dominant du gouvernement en tant qu'émetteur de titres sur le marché intérieur dans les économies de cette catégorie, les gestionnaires de la dette doivent accorder une attention particulière à leur approche du marché et se méfier de l'opportunisme.

ii. Les économies développées

22. En ce qui concerne les économies développées dotées de marchés des capitaux intérieurs efficients et ayant un accès illimité à ces derniers, là où les conditions macroéconomiques sont favorables, les pressions qui pèsent sur les stratégies de gestion sont moindres et leur échec est improbable en l'absence de conditions exceptionnelles du marché. Dans un rapport sur la gestion de la dette publié en avril 2000, le Bureau du vérificateur général du Canada faisait remarquer que, malgré une situation budgétaire qui s'améliorait à une cadence vive, le gouvernement du Canada avait choisi d'accroître la part de sa dette à taux fixe. Par la même occasion, il a haussé de manière appréciable le niveau de ses réserves de liquidités internationales. Le Rapport concluait que le gouvernement devait revoir la structure de sa dette afin d'en reconfirmer la validité à la lueur de la nouvelle situation financière, économique et politique. Dans un contexte marqué par un

endettement en recul (et d'une courbe de rendement positive) il serait peut-être illogique d'augmenter le terme à couvrir moyen des emprunts. Il serait peut-être imprudent pour les décideurs de recommander un portefeuille de la dette publique qui maximise inutilement la solidité au prix de frais accrus de service de la dette.

C. Les rôles possibles des ISC : promouvoir de bons principes et de bonnes pratiques

23. Des faits récents et la mondialisation des marchés financiers ont intensifié le besoin de bonnes pratiques de gestion de la dette publique et des risques afin de mieux protéger la situation financière des gouvernements. *Les ISC pourraient, si elles le désirent, assumer un rôle actif afin de protéger la situation financière des gouvernements en faisant la promotion de bonnes stratégies de gestion de la dette publique, de solides pratiques de gestion des risques, de politiques de transparence et de régimes efficaces de surveillance et de réglementation du secteur bancaire, par souci de minimiser les risques qui accompagnent les obligations et les réclamations auxquelles devra faire face le secteur public, aussi bien que les obligations éventuelles provenant du secteur privé. En jouant ces rôles, les ISC devraient respecter l'autorité qui leur est conférée. De plus, offrir des conseils est un rôle bien différent de la vérification financière, par conséquent les ISC ne peuvent offrir le même niveau d'assurance.*

24. Plus particulièrement, grâce à la vérification des pratiques de gestion de la dette,

1. *Les ISC pourraient, si elles le désirent, s'employer à protéger activement la situation financière des gouvernements en aidant à assurer l'existence de pratiques de gestion de la dette publique bien fondées et solides.*
2. *Les ISC pourraient encourager les gouvernements à se concentrer davantage sur le contrôle de la vulnérabilité et à considérer comme prioritaire la gestion des risques.*

Les ISC pourraient aussi encourager la communication de données et promouvoir l'adoption d'un cadre rigoureux de réglementation et de surveillance du secteur des services financiers. Ainsi,

3. *Les ISC pourraient encourager les gouvernements à produire de l'information financière améliorée et à publier de l'information clé sur la dette afin d'évaluer leur vulnérabilité financière et les risques financiers auxquels ils s'exposent.*

Elles pourraient, si elles le souhaitent, évaluer la performance des gouvernements en ce qui a trait à l'information communiquée. En dernier lieu, les ISC voudront peut-être inciter leur gouvernement à participer à des initiatives internationales dont l'objet est d'améliorer les données statistiques communiquées et les obligations d'information.

4. *Les ISC pourraient peut-être encourager les gouvernements à veiller à ce que les organismes de réglementation et de surveillance du secteur des services financiers adoptent des pratiques conformes aux normes internationales, étant donné qu'un secteur des services financiers solide aura pour effet de réduire la vulnérabilité de la dette publique face à des événements qui influent sur le bilan du secteur privé.*

i. Un rôle possible des ISC : promouvoir des pratiques solides de gestion de la dette publique et des risques

25. Grâce aux vérifications comptables et aux vérifications de l'optimisation des ressources, les ISC pourraient, si elles le désirent, favoriser l'adoption de stratégies saines et solides de gestion de la dette publique et de pratiques adéquates de gestion des risques. La stratégie de gestion de la dette soumise à l'approbation des hauts fonctionnaires et du ministre devrait reposer sur un compromis délicat entre les coûts et les avantages, et elle doit être le fruit de l'application d'instruments et d'analyses des risques à caractère prospectif. Non seulement les stratégies et les pratiques saines de gestion de la dette peuvent-elles contribuer à la diminution de la vulnérabilité financière, mais encore elles peuvent réduire les frais d'intérêt à long terme, ce qui peut avoir une incidence positive sur la viabilité de la dette. En outre, de bonnes stratégies de gestion de la dette peuvent jouer sur l'efficacité des marchés financiers (notamment, une liquidité améliorée devrait rétrécir les écarts entre les taux d'intérêt).

26. Le FMI et la Banque mondiale ont élaboré des directives portant sur les pratiques de gestion de la dette souveraine et de la liquidité saines, afin d'aider les gouvernements et les autorités responsables de la dette à instaurer des stratégies solides de gestion de la dette. Les deux organismes ont conjugué leurs efforts en vue de définir les principes généraux qui aideront les gouvernements à se doter de politiques améliorées de gestion de la dette et à réduire leur vulnérabilité financière (FMI, 2001a). La formule proposée par le FMI n'est pas d'application universelle. Il s'agit d'un recueil de pratiques agréées de gestion de la dette publique largement considérées comme prudentes et souhaitables, notamment l'établissement d'objectifs clairs de gestion de la dette; la séparation et la

coordination de la gestion de la dette et de la gestion monétaire; une augmentation limitée de l'endettement; une délégation, une transparence et une responsabilité nettement définies; l'établissement de repères relatifs à la composition de la dette par monnaies, à la durée et à l'échéance des titres, etc. Les ISC pourraient, si elles le souhaitent, encourager leur gouvernement à évaluer l'idée d'adopter des approches similaires de la gestion de la dette reposant sur les meilleures pratiques.

27. Les ISC pourraient également favoriser des pratiques visant à assurer que les autorités budgétaires sont au fait des effets que les chocs économiques peuvent exercer sur le bilan du gouvernement et les frais de service de la dette publique.
28. Les ISC pourraient aussi inciter les responsables de la gestion de la dette à placer les saines pratiques de gestion au premier rang des priorités. Souvent, le portefeuille de titres d'emprunt du gouvernement est le premier en importance à l'échelle nationale, et il peut faire peser d'importants risques sur le bilan de l'économie et la stabilité financière du pays. On attend vraisemblablement des gestionnaires de la dette publique qu'ils repèrent, surveillent et contrôlent les risques. Ils devraient également être à l'affût de la dégradation de la situation économique et revoir en conséquence les stratégies de gestion de la dette. Ils pourraient utiliser des indicateurs de la vulnérabilité pour repérer et surveiller les signes de détérioration de la conjoncture. L'annexe III traite en détail de leur rôle à cet égard.
29. Les gestionnaires doivent non seulement prendre en compte le contexte de la dette publique dans lequel ils évoluent, mais également l'environnement économique dans son ensemble. Dans un environnement où les gouvernements sont sensibles à la contagion et aux chocs extérieurs d'envergure, et compte tenu de l'incidence éventuelle du portefeuille de la dette publique sur l'ensemble de l'économie, la gestion du risque prend toute son importance. Cela veut dire tenir compte des risques économiques et financiers que courent le gouvernement et les autres secteurs de l'économie (par exemple, celui que pose un mauvais appariement des actifs et des passifs dans le secteur bancaire). Les gestionnaires de la dette seraient donc bien avisés de définir des stratégies qui minimisent non seulement les coûts, mais également les risques et les conséquences que peuvent occasionner leur réalisation. Ils peuvent se prévaloir à cette fin de techniques prospectives de gestion des risques pour déterminer les conséquences des perturbations financières et contrôler les risques. Citons à ce propos les tests de tension, outils essentiels à la simulation du degré de solidité d'une stratégie gouvernementale de gestion de la dette dans une conjoncture négative. Ces outils doivent être appliqués à des scénarios extrêmes, quoique plausibles. On peut analyser l'incidence d'autres événements sur la

gestion de la dette, notamment les pertes de réserves en devises causées par la fluctuation des taux de change, l'exode des capitaux provoqué par l'effondrement du système bancaire ou des structures diverses des échéances. Le coût exposé au risque (CaR) est un outil financier important, qui permet de mesurer la variabilité des frais de service de la dette dans un intervalle de confiance donné. Il permet de déterminer la probabilité que les frais ne dépassent pas un seuil donné au cours d'une année donnée. Bien gérés, les instruments dérivés tels que les taux d'intérêt et les crédits croisés sont des outils de gestion du risque qui peuvent réduire l'exposition globale au risque. Quant aux instruments financiers complexes, ils peuvent davantage exposer au risque s'ils sont gérés par des systèmes de régie publique non appropriés (p. ex. des limites de risque inefficaces). Toutes ces techniques combinées devraient permettre aux gestionnaires de la dette publique de repérer, de surveiller et de contrôler les risques et de mettre en place des stratégies appropriées de gestion de la dette. Des risques mieux gérés devraient protéger contre les imprévus et garantir la situation financière de l'État.

30. Des stratégies solides de gestion des risques et de la dette sont essentielles à la protection de la situation financière des gouvernements. La dégradation de la conjoncture, qui peut être imperceptible à l'heure qu'il est, est capable de miner la souveraineté d'un gouvernement et de limiter sa capacité à réagir à des défis stratégiques futurs. De solides stratégies et pratiques de gestion des risques doivent garantir la gestion adéquate et ordonnée des obligations, sans que la situation financière du gouvernement soit soumise à des tensions financières excessives.

ii. Un rôle possible des ISC : encourager l'amélioration de l'information communiquée et l'adoption des meilleures pratiques

31. Les crises financières qui ont sévi en Russie, en Asie du Sud-Est et au Brésil ont révélé à quel point les risques avaient été mal évalués, surveillés et contrôlés dans ces pays. Des données financières et économiques peu fiables sont parmi les facteurs à mettre en cause. Les participants aux marchés et les décideurs parvenaient difficilement à évaluer la vulnérabilité financière des gouvernements et des économies, du fait qu'ils disposaient de données limitées. Comme l'a mentionné Arthur Levitt : « Une économie planétaire exige que les investisseurs aient foi aux données financières à l'échelle planétaire » (Lewitt, 1999). Une transparence accrue devrait se traduire par un marché des capitaux qui fonctionne mieux.
32. Une information de qualité, un cadre rigoureux de présentation de l'information financière et la transparence sont des conditions préalables essentielles à l'évaluation de la

vulnérabilité. Le passage à une gestion saine de la dette et des risques sera simplifié par l'accessibilité à des données de qualité sur la situation du gouvernement et celle de l'économie dans son ensemble. Pour illustrer cette affirmation, notons que la valeur déclarée des réserves en devises est parfois surestimée (comme ce fut le cas en Corée, en Thaïlande et en Malaisie). Plusieurs initiatives lancées sous la direction d'organismes internationaux tels le FMI et la Banque des règlements internationaux devraient déboucher sur de nouvelles normes et de nouvelles exigences d'information (voir l'annexe IV). Les initiatives susmentionnées devraient également concourir à l'application de politiques macroéconomiques solides.

33. La transparence et la diffusion de données améliorées pourraient conduire à de meilleures stratégies de gestion de la dette, à une vulnérabilité financière réduite et à des systèmes financiers internationaux renforcés. La prise de décisions en connaissance de cause dans les secteurs public et privé devrait améliorer le fonctionnement des marchés financiers mondiaux. Armés d'informations améliorées et de données exactes, les investisseurs, les décideurs, les organismes de réglementation et les gestionnaires de la dette seraient plus à même d'évaluer la vulnérabilité. Ils pourraient être mieux en mesure d'évaluer les risques implicites des flux de capitaux, des réserves en devises, de la dette publique et de la dette extérieure (définie simplement comme étant la totalité des passifs de l'économie envers le reste du monde — voir la note 2 au tableau 2).
34. De bonnes pratiques de communication au public de l'information financière amélioreront le régime redditionnel des gouvernements et diminueront leur vulnérabilité financière. Dans cette optique, on estime que les ISC devraient, dans les limites de leurs pouvoirs, effectuer des vérifications dont l'étendue est définie expressément pour inciter les gouvernements à produire de l'information crédible, actuelle et fiable sur la dette publique et d'autres données économiques qui permettraient l'évaluation de la vulnérabilité financière. En clair, les ISC voudront peut-être encourager les gouvernements à publier les principaux indicateurs sur la taille de la dette extérieure, la structure de la dette publique (échéance, duration, ratio taux fixe/taux flottant et composition en monnaies) et des renseignements détaillés sur les réserves (y compris les niveaux de liquidité et la position en devises) et les flux de capitaux. Les ISC pourraient évaluer la qualité de la performance des gouvernements en ce qui a trait à l'information communiquée.

iii. Un rôle possible des ISC : promouvoir l'adoption d'un cadre adéquat de réglementation et de surveillance du secteur bancaire

35. Des conditions économiques fragilisées dans le secteur des services financiers peuvent influencer sur la vulnérabilité financière d'un emprunteur souverain, tout particulièrement dans des économies émergentes et en développement. Elles risquent donc de devenir d'importants déterminants de crises financières. Les institutions financières en pareille situation sont particulièrement vulnérables, car elles sont très souvent fortement endettées, leurs actifs et leurs passifs (y compris la part de leur dette en devises qui vient à échéance) sont fréquemment mal appariés, leurs pratiques de gestion des risques sont souvent faibles et les cadres de réglementation et de surveillance lacunaires qui les régissent sont monnaie courante. Qui plus est, elles assument parfois des risques excessifs, enhardies qu'elles sont par la dynamique périlleuse du principe voulant que les très grandes institutions soient à l'abri de la faillite (c'est-à-dire le principe du filet de sécurité, selon lequel les institutions financières seront sauvées de la faillite).

36. Dans une économie marquée par des bilans d'entreprises affaiblis et la faillite de sociétés privées surendettées, notamment d'importantes institutions financières, le fait d'offrir des filets de sécurité peut entraîner de très lourdes pertes pour un gouvernement. Comme le déclarait Standard & Poor's : [traduction] « Les crises systémiques sont souvent à l'origine de fardeaux financiers appréciables; lorsque des banques sont acculées à la faillite, il est fréquent que les gouvernements leur procurent des liquidités et garantissent les dépôts, prennent en charge les prêts irrécouvrables et injectent des capitaux propres » (Standard & Poor's, décembre 1997). De plus,

[traduction]

« [...] le coût direct de l'aide financière offerte à un système bancaire en difficulté aussi bien que le coût indirect supporté par l'économie réelle peuvent être élevés. L'ampleur de ces coûts est déterminée par le niveau probable de perturbation systémique (du secteur financier) et la taille du système financier en regard de la production nationale ». (Standard & Poor's, septembre 1998)

37. Les coûts des opérations de sauvetage pour le secteur public seraient très importants :

[traduction]

« [...] On estime à quelque 250 milliards de dollars le coût des opérations lancées par le secteur public en vue de résoudre des crises bancaires dans les pays en développement (de 1980 à 1995). Dans plus d'une douzaine de cas, les coûts se chiffraient au bas mot à 10 p. 100 du PIB du pays [...] Selon les prévisions, les coûts de recapitalisation des banques dans les

pays les plus durement frappés par la crise financière asiatique qui sévit seront énormes — de l'ordre de 58 p. 100 du PIB en Indonésie, de 30 p. 100 en Thaïlande, de 16 p. 100 en Corée du Sud et de 10 p. 100 en Malaisie ». (Goldstein 2000, p. 1)

38. Les organismes de réglementation des banques pourraient réduire la probabilité de crises financières en instaurant de solides fonctions de surveillance du secteur des services financiers. Un régime robuste et efficace pourrait, notamment, restreindre la prise de risques excessifs et favoriser l'application de pratiques de bonne régie publique. Un régime efficace de surveillance pourrait veiller, entre autres, à ce que les états financiers du secteur des services financiers reflètent fidèlement la situation. Ainsi, en ce qui a trait à l'évaluation de la vulnérabilité financière du gouvernement dans les économies émergentes et en développement, l'un des plus importants jugements à porter concerne la qualité du cadre de surveillance et de réglementation auquel est soumis le secteur des services financiers et l'incidence éventuelle du secteur bancaire sur la dette publique.
39. La détérioration de la qualité des actifs au bilan et les sorties de capitaux inopinées prendront souvent au dépourvu les organismes de surveillance. L'expansion rapide du crédit dans le cadre d'un boum de prêts mettra à l'épreuve les ressources de la fonction de surveillance bancaire. Les crises financières récentes qui ont accablé l'Asie du Sud-Est et la Russie sont attribuables, en partie, à une piètre surveillance du secteur des services financiers, et non seulement à la communication insuffisante de données. Il est utile de noter que [traduction] « [...] les pays d'Asie du Sud-Est qui ont échappé à la crise, Singapour, Hong Kong et Taiwan, étaient dotés de fonctions de surveillance prudentielle rigoureuses ». (Mishkin, 2000, p. 9)
40. Un grand nombre d'organisations, d'agences et de groupes de travail internationaux ont élaboré des lignes directrices, de meilleures pratiques et des exigences améliorées en matière d'information à fournir qui indiquent la marche à suivre pour augmenter la stabilité financière internationale. Par exemple, le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire a publié en 1997 les *Basle Core Principles for Effective Banking Supervision*. Ils sont conçus à l'intention des autorités de surveillance qui doivent s'en servir comme référence de base dans l'exercice de la surveillance de toutes les institutions financières de leur ressort. En 1999, les ministres des Finances du G-7 ont mis sur pied le Forum sur la stabilité financière et l'ont mandaté de resserrer la collaboration entre les groupes internationaux chargés de la réglementation et de la surveillance des services financiers comme le FMI, la

Banque Mondiale, l'International Federation of Accountants et l'International Accounting Standards Committee. Le Forum devrait promouvoir la stabilité financière internationale par l'échange de renseignements et la collaboration à la surveillance internationale. La même année, le FMI et la Banque mondiale ont adopté le Programme d'évaluation du secteur financier. Ce programme vise à repérer les forces et les faiblesses du secteur financier d'un pays ainsi qu'à examiner les pratiques de gestion du risque.

41. On peut soutenir que les crises financières récentes auraient pu au moins être atténuées si un cadre de réglementation plus rigoureux avait été en vigueur et si le secteur financier avait été l'objet d'une surveillance plus grande qui aurait donné lieu à de meilleures pratiques de régulation des flux de capitaux et de prêt et à des systèmes financiers plus transparents, y compris des états financiers justes.
42. Les ISC pourraient, si elles le souhaitent, encourager les gouvernements à exercer de meilleures fonctions de surveillance et de réglementation dans le secteur financier. Elles pourraient faire valoir la nécessité pour les organismes nationaux de réglementation et de surveillance des banques d'envisager sérieusement l'adoption de principes, pratiques et lignes directrices en voie d'élaboration et de réagir favorablement aux rapports d'évaluation de conformité. On estime que l'adoption généralisée de normes et de pratiques reconnues à l'échelle internationale et portant, notamment, sur la gestion des risques, le besoin de transparence et de communication de l'information, la régulation publique, l'éthique des affaires et les normes comptables pourrait contribuer à la bonne tenue des marchés financiers et au renforcement des systèmes financiers internationaux. Tout en favorisant la stabilité financière internationale, en améliorant le fonctionnement des marchés et en réduisant les risques systémiques, ces initiatives pourraient diminuer, si elles s'avéraient efficaces, la vulnérabilité financière des gouvernements.

Conclusion

43. Les faits récents ont montré que la vulnérabilité économique et des marchés financiers planétaires peuvent constituer un mélange explosif. Il est à craindre que des politiques budgétaires saines qui débouchent sur un ratio moindre de la dette publique au PIB ne suffisent pas à protéger la situation financière d'un gouvernement contre les chocs économiques. La crise du Mexique illustre que, malgré des indicateurs budgétaires robustes, il importe de tenir la dette à l'abri des chocs négatifs. Comme le soutiennent Cassard et Folkerts-Landay :

[traduction]

« La dette publique du Mexique était relativement faible selon les normes de l'OCDE — 51 p. 100 du PIB, en comparaison d'une moyenne de 71 p. 100 pour les pays de l'OCDE. La crise du Mexique a mis en relief combien il est difficile et coûteux de refinancer une part importante de la dette en devises venant à échéance sur des marchés de change turbulents. L'économie du Mexique était d'autant plus vulnérable à une crise financière que ses réserves en devises totalisaient 6,3 milliards de dollars à la fin de 1994 et que des *tesobonos* (titres à court terme indexés au dollar) à hauteur de 29 milliards de dollars venaient à échéance en 1995 ». (Cassard et Folkerts-Landay, 1997)

44. Des crises financières récentes ont montré que la situation financière des gouvernements pouvait être vulnérable non seulement aux lacunes classiques, comme un déficit ou un déséquilibre commercial en progression, mais également à l'incidence que des marchés financiers volatiles peuvent avoir sur la dette publique et privée. L'histoire récente est riche en exemples de pays émergents et en développement pratiquant des taux de change fixes et possédant d'importants volumes de dette à court terme qui ont été témoins d'un renversement subit des flux de capitaux et d'une chute marquée du cours des actifs, tandis que le secteur des services financiers s'effondrait. Il est difficile de gérer correctement une dette souveraine dans un tel environnement financier volatile et périlleux où, notamment, les dettes du secteur privé peuvent devenir celles du secteur public et porter préjudice aux soldes financiers.
45. Le présent document a illustré la façon dont une mauvaise gestion de la dette publique, peut se solder par l'affaiblissement des finances publiques et la vulnérabilité financière. Par conséquent, de solides stratégies de gestion de la dette et une bonne gestion des risques devraient augmenter la capacité des économies et des gouvernements de faire face aux chocs.
46. Pour les économies émergentes et en développement, de bonnes pratiques de gestion de la dette et des risques comprendraient d'importantes réserves en devises en regard de la totalité de la dette extérieure de l'économie, la diminution du risque de refinancement par l'accroissement de la dette à long terme, le rallongement du terme à court moyen et l'émission de titres d'emprunt dans la monnaie nationale en délaissant progressivement les emprunts en devises. À n'en point douter, les pays concernés pourraient avoir du mal à mettre en place de nouvelles pratiques de gestion de la dette et des risques à cause de facteurs tels que les carences des politiques monétaires et des politiques de change et un accès restreint aux marchés des capitaux extérieurs et intérieurs.

47. Les ISC pourraient, dans les limites des pouvoirs qui leur sont conférés, jouer un rôle qui préviendrait la vulnérabilité financière du gouvernement en effectuant des vérifications dont l'effet serait de promouvoir les meilleures pratiques de gestion de la dette et des risques.
48. La diffusion de données serait une des clés de l'adoption des meilleures pratiques. L'accès à de l'information financière et économique exacte et intégrale devrait diminuer la vulnérabilité financière. Les initiatives récentes du FMI (par exemple les initiatives de transparence fiscale financière et monétaire, communication de l'information) pourraient se révéler d'une grande utilité à ce propos. Les ISC pourraient jouer un rôle en faisant valoir la nécessité de communiquer l'information et d'améliorer la transparence. La publication d'informations crédibles et fiables et de données précises sur la dette publique, la dette extérieure, les flux de capitaux et les niveaux de liquidité pourraient réduire la vulnérabilité financière.
49. En dernier lieu, les ISC pourraient, par la sélection des secteurs à vérifier et le mode d'exécution des vérifications, inciter les gouvernements à renforcer le plus possible le régime de réglementation et de surveillance du secteur des services financiers, puisque celui-ci est susceptible d'être une source importante de vulnérabilité financière. Cela est particulièrement vrai pour les économies émergentes et en développement. Comme le déclarait le FMI [traduction] : « [...] Le secteur public doit jouer un rôle particulier en instaurant ou en maintenant des conditions propices à une saine gestion des risques dans d'autres secteurs » (FMI, 2000b, paragr. 76). Ce rôle s'étendrait vraisemblablement aux ISC. Ces dernières pourraient insister sur la nécessité de recenser, de mesurer et de surveiller les risques dans le secteur bancaire. Le renversement des flux de capitaux et l'effondrement d'institutions dans les secteurs des services financiers peuvent attenter gravement à la situation financière des gouvernements. Des fonctions améliorées de surveillance du secteur procureraient aux gouvernements les moyens de mieux contrôler les flux de capitaux à court terme et d'examiner l'asymétrie entre les actifs et les passifs. Des fonctions de réglementation solides aideraient à garantir l'exactitude des états financiers des institutions de services financiers et la présence de bonnes pratiques de gestion. Les gouvernements seraient peut-être apte à réduire grandement leur vulnérabilité financière en souscrivant aux projets de « meilleures pratiques » en voie d'élaboration à l'intention du secteur bancaire dans le cadre de plusieurs initiatives internationales.
50. Les ISC pourraient jouer un rôle catalyseur dans tous ces secteurs. Elles pourraient, notamment, encourager leur gouvernement à participer aux initiatives internationales en vue d'augmenter la transparence, d'améliorer l'information communiquée, de mieux

évaluer les risques et gérer la dette et, en bout de ligne, de parvenir à un marché qui fonctionne bien et à une vulnérabilité financière moindre.

51. Enfin, nous offrons deux mises en garde. Bien que les ISC pourraient promouvoir de saines pratiques afin de renforcer la capacité de gestion de la dette et de réduire la vulnérabilité financière, une saine gestion de la dette n'est pas une panacée à opposer à des politiques budgétaires et monétaires qui laissent à désirer. Le potentiel offert par les pratiques de gestion de la dette et des risques est limité en présence de mauvaises conditions macroéconomiques. De plus, l'intervention d'institutions financières internationales empêchera peut-être parfois les forces du marché de s'exercer. Face à la diminution de la probabilité de pertes financières ou, le cas échéant, de l'importance des pertes, les gouvernements éviteront parfois de prendre des mesures préventives. Quoiqu'un environnement aussi difficile puisse mettre un frein en quelque sorte à l'influence exercée par les ISC, ces dernières doivent encourager le plus possible l'adoption de pratiques et de stratégies capables de réduire la vulnérabilité financière.

Annexe I — Des crises financières récentes

Pièce 1

La crise du Mexique de 1994-1995

1. La perte de confiance dans le potentiel économique et la capacité de remboursement du Mexique aussi bien que l'interruption brutale des entrées de capitaux provoquées par la dévaluation du peso en décembre 1994 ont plongé l'économie mexicaine dans une crise financière. Pendant l'effondrement, les stratégies vulnérables de gestion de la dette menaçaient les finances publiques du pays. Il semble que les gestionnaires de la dette n'aient pas intégré correctement la situation économique fragilisée dans leur stratégie.
2. Le gouvernement du Mexique avait amorcé des changements économiques profonds au milieu des années 1980 : libéralisation du secteur commercial, adoption d'un plan de stabilisation économique et lancement de politiques axées sur le marché. Par suite de ces réformes, la situation financière du gouvernement a commencé à s'améliorer, la croissance a progressé de façon marquée, l'inflation a chuté et l'économie a bénéficié d'importants apports de capitaux étrangers. Les investisseurs croyaient que la situation économique était solide et viable. Une part importante des entrées étaient constituées de capital-actions et de titres d'emprunt liquides à court terme (par exemple, de *cetes*, billets à court terme du gouvernement, libellés en pesos, et de *tesobonos*, titres à court terme libellés en pesos et indexés au dollar), par opposition à des immobilisations. Le déficit grandissant du compte courant national était financé par des apports massifs de capitaux étrangers.
3. Des attentes économiques améliorées, une dette publique intérieure moindre, la disponibilité phénoménale de titres d'emprunt garantis sur les marchés étrangers et un boum du marché de l'immobilier ont tous contribué à la surabondance des capitaux. Au début de 1994, aux premiers signes de ralentissement économique, des prêts non productifs ont commencé à apparaître. Le secteur bancaire, privatisé de fraîche date, était tout simplement incapable de supporter l'expansion du crédit et ne s'était pas doté de politiques adéquates pour régir les prêts (asymétrie des actifs et des passifs, structure des engagements liquides, manque de personnel compétent, piètre gestion des risques, capitalisation insuffisante). Une surveillance lacunaire du secteur bancaire semble avoir exacerbé les faiblesses du marché.
4. En 1994, le soulèvement qui a eu lieu dans le Chiapas en janvier, l'assassinat d'un candidat présidentiel en mars, suivi de celui du secrétaire général du PRI en septembre ont miné la confiance des investisseurs. De plus, l'escalade ininterrompue des taux d'intérêt réels aux États-Unis a exercé une pression à la baisse sur le peso et fait perdre leur attrait aux titres d'emprunt mexicains. Plutôt que de diminuer les dépenses, de dévaluer le peso ou d'accroître les taux d'intérêt afin de continuer à attirer des investissements, le gouvernement a augmenté les émissions de *tesobonos* en vue de financer le déficit du compte courant, et cela malgré la viabilité douteuse de la politique de change. Tout au long de l'année, les taux d'intérêt américains ont poursuivi une forte course ascendante, détournant de plus en plus les investisseurs des *tesobonos*.
5. En décembre 1994, le peso a été fortement surévalué et le gouvernement a annoncé que le déficit du compte courant dépasserait les prévisions en 1995. Les réserves en devises du Mexique avaient chuté à 12,5 milliards de dollars américains, tandis que 30 milliards de dollars américains de *tesobonos* arrivaient à échéance en 1995 (GAO, 1996, p. 6).
6. Tandis que la confiance des investisseurs s'amenuisait et qu'ils encaissaient leurs valeurs, les réserves en devises du Mexique diminuaient de plus en plus. Le gouvernement a renoncé à la fourchette de fluctuation du peso par rapport au dollar américain. On craignait de plus en plus que le gouvernement manque à ses engagements à l'égard de sa dette indexée au dollar et libellée en dollars. Tandis qu'augmentait la cadence du rachat des *tesobonos*, les investisseurs commençaient à se rendre compte que les réserves en devises seraient peut-être insuffisantes. La crise financière qui couvait au Mexique était inévitable.
7. La chute de confiance et la crise financière qui ont suivi la dévaluation du peso ont déclenché une flambée de l'inflation et des taux d'intérêt. La crise s'est propagée à d'autres marchés émergents

(ceux du Brésil et de l'Argentine, entre autres) alors que les entrées de capitaux reculaient en Amérique latine. Les primes de risque sur les obligations des pays en développement ont augmenté, la bourse a périclité et des pressions monétaires se sont fait sentir.

8. Tandis que l'économie du Mexique s'effondrait, les frais de service de la dette publique libellée en pesos et en devises augmentaient. De plus, le gouvernement était aux prises avec des difficultés de refinancement causées par l'exode des investisseurs étrangers inquiets détenant une part importante de la dette à court terme.
9. Il est possible que de l'information transparente et crédible et qu'un examen rigoureux de la situation économique fragilisée par les gestionnaires de la dette aient pu réduire la vulnérabilité financière du gouvernement. Les décideurs auraient pu utiliser ces renseignements pour mieux protéger sa situation financière. Les gestionnaires avaient la possibilité, grâce à des pratiques solides et bien adaptées de gestion des risques, de concevoir une stratégie plus solide de gestion de la dette qui aurait pu limiter la vulnérabilité du gouvernement.

Pièce 2

La crise de l'Asie du Sud-Est de 1997

1. La crise du système financier qui a débuté en Asie du Sud-Est (surtout en Corée du Sud, en Indonésie et en Thaïlande, et qui s'est étendue à la Malaisie et aux Philippines (CITMP)) s'est répandue pour devenir une crise planétaire. Elle a percuté la communauté financière mondiale sans préavis ou presque. Un renversement massif des flux de capitaux a plongé l'économie de la région dans une crise profonde. Par suite d'une libéralisation rapide du secteur financier à la fin des années 1980 et au début des années 1990, la région avait profité d'une croissance économique sans précédent. Les entrées de capitaux nettes en CITMP avaient fait un bond, passant de 38 milliards de dollars américains en 1994 à 97 milliards de dollars américains en 1996 (Radelet, Sachs).
2. Ces importants apports de capitaux s'expliquent diversement : investissements de banques japonaises, américaines et européennes, tentées par la possibilité de taux de rendement élevés, poursuite de plans de développement économique par les dirigeants asiatiques, qui ne tenaient pas compte des conditions économiques, apparition de centres financiers internationaux, entre autres facteurs. À un certain moment, la Banque mondiale affirmait que l'Asie avait besoin d'investissements en l'infrastructure de l'ordre de un billion de dollars (Wong, 1999, p. 393).
3. Toutefois, dans le nouveau contexte des services financiers axés sur le marché, le CITMP n'a pas acquis les moyens nécessaires pour s'adapter et gérer correctement les entrées de capitaux. Des règles bancaires périmées, une faible gestion des risques et une surveillance insuffisante ont pu faire que ces économies soient incapables de tenir bon face au déluge de capitaux. Les institutions financières étaient peu expérimentées dans la gestion des actifs. Nombre d'entre elles commettaient la même erreur en recourant à des positions en devises non couvertes. Les fonds de placement étaient mal répartis et les institutions se sont retrouvées à assumer un risque de change excessif et à faire face à des échéances asymétriques. La corruption semble avoir accentué les faiblesses du système bancaire et la conjugaison de tous ces facteurs s'est révélée fatale.
4. Les premiers signes de la détérioration de la situation économique ont été perçus en 1995, au moment où la concurrence étrangère qui allait s'intensifier a touché des secteurs d'exportation particuliers d'Asie de l'Est. L'appréciation du dollar américain et des monnaies européennes a entraîné la chute des prix à l'exportation et alourdi le fardeau de la dette.
5. D'autres déséquilibres financiers sont apparus à l'été 1997. Des créanciers étrangers offraient des prêts à court terme pour financer l'infrastructure à long terme, de même que des projets industriels et immobiliers. Pendant des années, les créanciers avaient consenti des prêts sans évaluer correctement le risque de crédit. La vulnérabilité des économies d'Asie s'est accrue lorsque les marchés des capitaux ont constaté l'accumulation d'excès à la suite de mauvaises décisions de placement. L'asymétrie des échéances des actifs et des passifs est devenue intolérable. À l'instar de ce qui s'est passé au Mexique deux ans plus tôt, la dette extérieure à court terme dépassait les

réserves en devises.

6. Les créanciers étrangers, saisis par le doute et constatant la détérioration rapide de la qualité des actifs, ont quitté le pays en annulant des lignes de crédit à court terme, tandis que les investisseurs intérieurs transféraient leurs capitaux à l'étranger.
7. Comme le soutenait Timothy Geithner [traduction] : « Les faiblesses au bilan des emprunteurs souverains n'étaient pas la cause centrale de la vulnérabilité. [...] Celle-ci découlait des divers passifs à court terme en devises, non couverts, des banques, des entreprises de financement et des sociétés particulières. Lorsque les taux de change se sont mis à chuter, les entreprises ont toutes cherché la porte de sortie et leur mouvement général a eu un effet cumulatif ».
8. Du coup, les entrées se sont muées en sorties, les apports de capitaux privés nets s'étant transformés en retraits de 12 milliards de dollars américains. Radeket et Sachs ont expliqué ainsi le renversement subit des entrées de capitaux :

[traduction]

« Une raison qui explique pourquoi un volume si important de capitaux a pu être retiré si rapidement tient au fait qu'une bonne part étaient assortis d'échéances à très court terme. Dans chacune des économies durement frappées, le passif en devises à court terme de l'économie dépassait l'actif en devises à court terme, de sorte que les économies étaient exposées à des problèmes de liquidité en cas de retrait subit de capitaux étrangers. [...] Des créanciers étrangers avaient consenti des prêts à court terme en supposant qu'ils les refinanceraient dans le cours normal des affaires ».
(Radeket et Sachs, 1999)

9. En retirant leurs capitaux, les créanciers étrangers ont alourdi les pressions qui pesaient sur les réserves en devises. Étant donné que ces économies pratiquaient des taux de change par référence, le mouvement de panique des investisseurs intérieurs et étrangers s'est accéléré et a approfondi l'épuisement des réserves, plongeant les économies régionales dans une crise financière.
10. La crise du Sud-Est asiatique illustre éloquemment la façon dont des faiblesses au bilan du secteur privé peuvent se répercuter sur le bilan d'un emprunteur souverain. À titre d'exemple, le gouvernement de la Corée du Sud a été contraint, en bout de ligne, de garantir le passif en devises des banques. Sous l'effet de l'escalade du coût du soutien offert au secteur bancaire, les retraits massifs des banques se sont transformés en retraits massifs des réserves de la Corée. Le phénomène s'est répété en Thaïlande, où le gouvernement est intervenu. La crise financière asiatique montre bien pourquoi le gestionnaire de la dette publique ne doit pas s'en tenir simplement aux obligations et aux actifs du gouvernement. Comme le montre cette crise, dans des économies émergentes et en développement, la détérioration du bilan du secteur privé peut se répercuter sur les résultats nets du gouvernement et accroître sa vulnérabilité financière.

Pièce 3

La crise de la Russie de 1998

1. Après le démantèlement de l'Union soviétique en 1991, le gouvernement russe a entrepris de transformer l'économie. Il devrait alors faire face à de nombreux défis, notamment les faibles recettes de l'État, un régime de perception fiscale inefficace et des dépenses élevées. Au surplus, les conditions économiques n'étaient pas très favorables, le taux d'inflation était élevé, la croissance était négative, le chômage était élevé et la productivité était faible.
2. Afin de réduire l'inflation, la banque centrale a fixé la valeur du rouble par référence au dollar américain. À la suite de la crise du Sud-Est asiatique en 1997, le recul des cours des produits de base et de l'énergie a nui à la balance commerciale de la Russie et à la situation financière du gouvernement. Afin de financer son déficit budgétaire, le gouvernement a contracté des emprunts sur les marchés intérieurs et étrangers, sans trop se soucier d'améliorer la situation financière.

Ainsi, il a augmenté ses emprunts sous forme d'euro-obligations libellées en dollars américains afin de financer son activité, augmentant, chemin faisant, les risques de change.

3. Les frais de service de la dette équivalaient, à peu de chose près, à la moitié des recettes fiscales (*Euromoney*, septembre 1998). De plus, le bref terme à court terme de la dette intérieure et le risque posé par les capitaux étrangers faisaient de la Russie une économie extrêmement vulnérable. Les caractéristiques à court terme du portefeuille des titres d'emprunt exposaient le gouvernement à des risques de taux d'intérêt.

« Bien que la dette n'ait pas été très élevée en proportion du PIB de la Russie en comparaison d'autres pays, sa structure s'est révélée défavorable à cause de la proportion élevée de titres à court terme. Cela a provoqué une hausse appréciable des frais de service de la dette, qui sont passés de 16 p. 100 des dépenses du budget fédéral en 1996 à 28 p. 100 en 1997 ». (*Strategic Advisor*, septembre 1998)
4. La contagion provoquée par l'effondrement du système financier en Asie du Sud-Est a augmenté la sensibilité au risque des investisseurs. La Russie a commencé à perdre des capitaux étrangers au profit d'endroits plus sûrs, et le rouble a été l'objet d'attaques spéculatives après que la banque centrale a été contrainte de renoncer à l'évaluation de la monnaie par référence.
5. Dans la foulée de la crise du Sud-Est asiatique, le gouvernement russe a commencé à éprouver de la difficulté à refinancer sa dette et à émettre de nouveaux titres. La situation financière du pays a été envenimée par la fonte des réserves en devises — le pays perdait deux milliards de dollars américains par semaine de ses réserves (*Euromoney*, septembre 1998) — et des balances commerciales qui allaient se détériorant ont provoqué de graves problèmes de service de la dette en devises. En août 1998, le gouvernement annonçait qu'il ne pourrait rembourser la dette intérieure à court terme du Trésor (dont un tiers des titres étaient détenus par des étrangers), aussi bien que les emprunts contractés auprès du Club de Paris et du Club de Londres. Le gouvernement a cessé de rembourser la dette libellée en roubles, car une part appréciable était détenue par des étrangers qui souhaitaient désespérément réduire leurs placements.
6. Les gestes posés par le gouvernement ont été lourds de conséquences. À cause de son manquement, la Russie s'est coupée subitement des marchés financiers intérieurs et extérieurs. « Le gouvernement a donc paralysé l'économie réelle, provoqué d'intenses pressions inflationnistes et augmenté de façon marquée le risque de non-remboursement de sa dette en devises ». (*Standard & Poor's*, décembre 1998)
7. Quelques semaines avant de cesser de rembourser sa dette, le gouvernement a pu émettre pour 4,8 milliards de dollars américains d'euro-obligations à 30 ans. Si les conditions du marché se détérioraient, les marchés étrangers comptaient sur l'arrivée de nouveau financement du FMI. De plus, quelques semaines avant l'annonce de la cessation des paiements, on a pu lire : « Bien que l'endettement global ne soit pas trop inquiétant — le stock de la dette se chiffre à un niveau très acceptable, soit 50 p. 100 du PIB, et quelque 60 p. 100 de cette somme, ou 30 p. 100 du PIB, est composée de titres en devises — le portefeuille est instable et sa restructuration s'impose ». (*Euromoney*, août 1998) Si les gestionnaires avaient mieux géré la dette publique de la Russie, la situation financière du gouvernement aurait été mieux protégée.
8. Il semble que la situation financière du gouvernement ait été menacée d'effondrement à cause du recours excessif à l'endettement intérieur à court terme. Plus de 25 p. 100 de la dette russe est arrivée à échéance ou a été refinancée en un an. (*Euromoney*, août 1998) En outre, la part à long terme a été fixée au taux de rendement des GKO (billets russes) à six mois, et une part importante de la dette extérieure était composée d'effets financiers à taux flottants. Les stratégies de gestion de la dette semblaient peu aptes à protéger le gouvernement contre les risques de marché, de refinancement et de liquidité. Lorsque se sont déroulés les événements de l'été 1998, il était trop tard pour revoir la stratégie (par exemple afin de prolonger les échéances ou d'accroître les réserves en devises) et d'amortir ainsi le choc.

Annexe II — Glossaire sur les risques financiers et opérationnels

Les gestionnaires de la dette ont à surveiller et à gérer un certain nombre de risques financiers et opérationnels. La capacité des autorités à mettre en place des pratiques de gestion des risques dépendra du degré de sophistication de l'économie intérieure et de l'accès aux marchés étrangers.

Le risque de refinancement

1. Tout gouvernement grevé d'une lourde dette publique pourrait être exposé aux aléas du marché des capitaux et connaîtra peut-être des difficultés de refinancement. L'impossibilité de refinancer la dette publique à échéance à un coût abordable pourrait conduire à une crise financière et à des pertes économiques généralisées, comme le montrent les cas du Mexique et de la Russie. La gestion du risque de refinancement est particulièrement importante pour les économies émergentes.
2. Les gouvernements des économies émergentes et en développement sont particulièrement vulnérables aux difficultés de refinancement, puisqu'ils ont tendance à favoriser des échéances brèves et des émissions de référence importantes, désireux qu'ils sont de réduire le coût des emprunts et de profiter des avantages financiers immédiats qu'apportent des taux d'intérêt faibles. Dans ces circonstances, les brefs termes à court moyen obligent les autorités responsables de la dette à faire appel fréquemment aux marchés des capitaux, parfois lorsque la conjoncture est défavorable. Les besoins importants en refinancement concentrés dans une courte période, alors que les taux d'intérêt atteignent un sommet, peuvent faire planer un grand risque de refinancement et entraîner des frais élevés de service de la dette. Or les gestionnaires de la dette peuvent souvent mettre en péril la situation financière de leur gouvernement en voulant trop minimiser les frais de service de la dette à court terme et en négligeant les conséquences probables d'une conjoncture qui se dégrade.

Le risque de liquidité

3. Le risque de liquidité peut être apparenté à une variante élargie du risque de refinancement, puisqu'il se rapporte au caractère adéquat de l'encaisse et des réserves. Vu sous cet angle, il rejoint les problèmes d'asymétrie des actifs et des passifs. Une liquidité moindre peut résulter d'une structure des échéances des actifs qui ne coïncide pas avec le profil par échéances des passifs. L'encaisse risque d'être insuffisante pour couvrir les obligations de financement. Le gouvernement ferait bien d'observer le principe

général qui consiste à détenir suffisamment d'actifs liquides pour satisfaire aux besoins opérationnels avec une marge de précaution et à maintenir le risque de refinancement dans des limites prudentes.

4. On peut imaginer une situation dans laquelle il est impossible de refinancer la dette, l'économie subit une hémorragie de capitaux et la liquidité (par exemple la position de l'encaisse ou les réserves liquides en devises) est très faible, si bien que le gouvernement peut manquer à ses obligations de remboursement. Le Venezuela a cessé de rembourser sa dette libellée dans la monnaie nationale en 1995. En août 1998, la Russie décidait de restructurer sa dette intérieure (dont une tranche de 15 milliards de dollars était détenue par des étrangers), d'interrompre le remboursement de sa dette extérieure privée et de dévaluer le rouble. Selon une étude du GAO : [traduction] « [...] Dans la seule année 1995, 36 pays avaient cessé de rembourser une part de leur dette. Il s'agissait sans exception soit de pays en développement, de pays ayant fait partie de l'Union soviétique ou de l'Europe orientale sous la domination soviétique » (USGAO, p. 17). Les crises de solvabilité débouchent sur des taux d'inflation et de chômage élevés, un ralentissement économique, de même qu'un accès limité aux capitaux pendant des années.

Le risque de marché

5. Le fait de contracter des emprunts exposera un gouvernement à des risques de marché causés par l'évolution de facteurs du marché, tels les taux d'intérêt et les taux de change. En guise d'exemple, notons que les mouvements défavorables des taux de change, des cours des produits de base ou des taux d'intérêt internationaux peuvent être néfastes pour les pays émergents et en développement. Si un gouvernement a contracté un important volume d'emprunts sur les marchés financiers étrangers, il pourrait très bien éprouver de la difficulté à les rembourser dans une conjoncture qui se dégrade.
6. Des exemples récents de l'incidence de la variation de la monnaie et de taux d'intérêt défavorables non seulement sur la dette publique mais aussi sur la dette extérieure de l'économie illustrent la nécessité, pour les gestionnaires de la dette, de prendre en compte les conséquences des risques de change et des risques de taux d'intérêt. Au début des années 1980, les fardeaux du service de la dette de certains pays d'Afrique, d'Asie du Sud-Est et d'Amérique latine ont été gravement alourdis par l'appréciation du dollar américain, la progression des taux d'intérêt à l'échelle mondiale et le recul des prix des produits de base.

[traduction]

« Au début des années 1980, les fardeaux du service de la dette de certains pays d'Afrique, d'Asie du Sud-Est et d'Amérique latine ont été gravement alourdis par l'appréciation du dollar américain, la progression des taux d'intérêt à l'échelle mondiale et le recul des prix des produits de base [...] Plusieurs pays d'Asie ont vu croître de manière appréciable leur endettement au début des années 1990, sous l'effet d'emprunts importants, non couverts, en yens. Un tiers de la hausse de la valeur en dollars de la dette extérieure de l'Indonésie entre 1993 et 1995 [...] était attribuable à l'effet du change [...] À ce moment, 37 p. 100 de sa dette extérieure était libellée en yens, tandis que quelque 80 p. 100 de ses revenus d'exportation étaient en dollars ». (Cassard, Folkerts-Landay, 1997)

7. Le risque de marché se prête à une surveillance au moyen de techniques prospectives comme l'analyse de scénarios (dont l'objet est d'estimer la sensibilité de la situation du gouvernement à l'évolution des facteurs du marché) et les tests de tension (portant sur les mouvements extrêmes). Les gouvernements peuvent se prévaloir d'instruments dérivés pour limiter le risque de marché, réduire leur vulnérabilité et le risque que des événements imprévus font peser sur la dette publique. Ces dernières années, les marchés internationaux des produits dérivés ont gagné en complexité. La couverture des emprunts en devises diminuera l'incidence de la variation des monnaies. Cela laisse supposer l'existence de marchés d'instruments dérivés dans la monnaie nationale ou une monnaie étroitement liée à celle-ci. Les swaps de taux d'intérêt constituent un autre moyen de gérer la structure des échéances de la dette. Les deux types de stratégies limiteront la volatilité des frais de service de la dette et protégeront en quelque sorte la situation financière du gouvernement contre des événements économiques imprévus.

Le risque de crédit

8. Le risque de crédit est lié au potentiel de non-exécution de la part d'un émetteur ou d'une contrepartie. Ainsi, le gestionnaire du compte du fonds de change veillera non seulement à ce que les actifs et les passifs partagent des caractéristiques, notamment les échéances et les monnaies dans lesquelles ils sont libellés, mais aussi à ce que la qualité du crédit des actifs soit élevée, afin de minimiser les pertes que pourrait provoquer la cessation des paiements.

Le risque opérationnel

9. Le risque opérationnel représente la probabilité que des défaillances des systèmes de gestion de la dette occasionnent des pertes financières imprévues. Pareilles pertes peuvent être attribuables à la défaillance du système d'information, à l'erreur humaine, à

l'échec des procédures, à des erreurs commises dans l'exécution et la comptabilisation des opérations. À défaut de contrôles internes adéquats, les directives sur la gestion du risque (par exemple la définition du degré acceptable de risque juridique ou de risque de crédit de contrepartie ou du mode de gestion des actifs et des passifs du compte de change) seront d'une utilité limitée. Les vérificateurs internes doivent évaluer le respect des limites de risque, aussi bien que la fiabilité et l'actualité de l'information déclarée.

10. Les gestionnaires de la dette en activité dans les économies émergentes et en développement doivent supporter des risques opérationnels beaucoup plus grands que ceux qu'assument leurs confrères dans les économies développées. Un système peu évolué de gestion de la dette ne disposera pas habituellement des ressources nécessaires pour assurer que les systèmes d'information et les contrôles internes offrent une protection contre des défaillances telle l'erreur humaine.

Annexe III — La surveillance des risques peut comprendre des indicateurs de pré-alerte de la vulnérabilité

Introduction

1. La plupart des analystes de marché et des agences de cotation des titres n'avaient pas prévu récemment les faiblesses financières que recelaient les économies du Mexique et de l'Asie du Sud-Est. Des observateurs de par le monde étaient frappés d'étonnement tandis que les crises se déroulaient. Les gouvernements ont vu se détériorer leur situation financière, à mesure que tous les effets du choc économique se faisaient sentir.
2. La vulnérabilité financière est la conséquence de l'évolution des conditions économiques. Par conséquent, il est recommandé d'utiliser les principaux indicateurs économiques de la vulnérabilité pour déceler les signes d'une conjoncture en dégradation susceptible de se répercuter sur les frais de service de la dette et, en bout de ligne, sur la situation financière du gouvernement. Nombre d'économistes élaborent et évaluent des indicateurs de pré-alerte. Ceux-ci pourraient éventuellement aider les gestionnaires de la dette publique et les prêteurs à mieux évaluer la situation financière réelle d'un gouvernement et le risque qu'il coure face aux créanciers, de même que la solidité de l'économie. De bons indicateurs de la vulnérabilité permettraient aux prêteurs, aux emprunteurs et aux gouvernements de prévoir les conditions du marché en détérioration, lesquelles pourraient influencer sur la situation financière du gouvernement. Le contrôle de l'évolution des indicateurs pourrait permettre de déceler l'évolution des conditions économiques et de prévoir les chocs de marché et la tension potentielle sur le marché. Si on retient l'hypothèse que les indicateurs de la vulnérabilité sont des prédictors positifs et efficaces, les ISC pourraient encourager les gouvernements à mettre davantage l'accent sur la surveillance de la vulnérabilité.

1. Le rôle des indicateurs de la vulnérabilité

3. Les états financiers offrent de l'information rétrospective, en ce sens qu'ils font état d'événements passés. Même si les données figurant sur un état financier vérifié sont fiables, elles n'offrent pas toujours une évaluation sûre de la santé et de la solidité financières globales d'un gouvernement, particulièrement dans le contexte d'une crise financière capable de nuire à sa situation financière. Ainsi, il est très difficile de juger de la viabilité et de la vulnérabilité de la situation financière d'un gouvernement en examinant l'un de ses états financiers.

4. Même les indicateurs économiques standard ne permettent pas de surveiller aisément les événements économiques susceptibles d'influer sur la vulnérabilité financière de gouvernement. À n'en point douter, des indicateurs tels les ratios de la dette au PIB, du déficit au PIB, des frais de la dette aux recettes ou des recettes fiscales au PIB constituent des outils qu'il est important d'utiliser pour mesurer la condition financière d'un gouvernement. Cependant, comme il s'agit d'indicateurs statiques utilisés principalement pour évaluer la situation en fin d'exercice en fonction des coûts, on comprendra qu'ils ne sont pas suffisamment actuels ou étendus pour révéler pleinement la détérioration des conditions. La nature et la portée prospectives des indicateurs traditionnels sont quelque peu limitées. Notons, par exemple, qu'un gouvernement pourrait réduire son déficit annuel et que le ratio de la dette au PIB pourrait continuer de croître. On peut donc soutenir que les indicateurs classiques de la dette et de la situation financière sont d'une utilité limitée à qui veut cerner des conditions économiques qui se dégradent et en constater les conséquences. Comme nous allons le voir à la section 2, d'autres prédicteurs plus puissants de la vulnérabilité potentielle peuvent compléter les indicateurs classiques.
5. La stabilité financière d'un gouvernement sera menacée à mesure que s'altèrent les conditions macroéconomiques. Bien qu'un gouvernement puisse être considéré comme étant en bonne situation financière (notamment s'il a un faible ratio de la dette au PIB, un excédent budgétaire, et si les frais de service de la dette sont modestes), il pourrait très vite être menacé par des événements extérieurs lourds de conséquences pour le budget. On pourrait croire, par exemple, que des frais réduits du service de la dette par rapport aux recettes sont le signe d'une situation qui s'améliore et qu'ils sont souhaitables dans une perspective budgétaire. Toutefois, des frais d'intérêt réduits peuvent être le symptôme d'un problème potentiellement beaucoup plus grave : ils peuvent annoncer que les stratégies de gestion de la dette ont été beaucoup trop centrées sur la réduction des coûts plutôt que sur la hausse des frais dont l'objet est de mettre en place une structure de la dette protégée contre les chocs négatifs.
6. L'application d'un jeu d'indicateurs macroéconomiques classiques aurait donné à croire que les pays du Sud-Est asiatique étaient engagés sur une longue voie conduisant à la prospérité (voir le tableau 1). Les conditions économiques étaient positives, le climat semblait favorable, l'inflation était faible, la croissance réelle prévue était élevée, la dette publique se situait dans les limites de la capacité de remboursement et la situation budgétaire était relativement saine. Or, certains des indicateurs classiques

n'ont pu déceler les premiers signes d'économies excessivement endettées, d'actifs menacés et de passifs menaçants.

Tableau 1 — Exemples d'indicateurs économiques classiques incapables de prévoir les crises imminentes en Asie du Sud-Est

| | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 (1) |
|---|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------------|----------|
| Indonésie | | | | | | | | | | |
| Croissance du PIB réel (prévisions) | | | | | | | 7,8 | 4,9 | 7,5 | |
| Croiss. du PIB réel (données réelles) | 9,00 | 8,90 | 7,20 | 7,30 | 7,50 | 8,20 | 8,00 | 4,60 | -13,6 | -3,9 |
| Inflation | 7,80 | 9,40 | 7,50 | 9,70 | 8,50 | 9,40 | 7,90 | 6,60 | 60,70 | 25,40 |
| Solde du gouvernement central/PIB | 1,34 | 0,04 | -1,15 | -0,71 | 0,01 | 0,77 | 1,16 | -0,67 | -4,46 | -6,48 |
| Croiss. de la monnaie au sens large | 29,70 | 24,60 | 22,60 | 21,10 | 21,80 | 26,70 | 27,00 | 27,40 | 61,70 | 15,6 |
| Crédit du secteur privé/PIB | 46,10 | 45,80 | 45,5 | 48,90 | 51,90 | 53,50 | 55,40 | 61,00 | 51,60 | ... |
| Corée | | | | | | | | | | |
| Croissance du PIB réel (prévisions) | | | | | | | 7,1 | 5,5 | 6,3 | |
| Croiss. du PIB réel (données réelles) | 9,50 | 9,10 | 5,10 | 5,80 | 8,60 | 8,90 | 7,10 | 5,50 | -5,5 | 2,00 |
| Inflation | 8,60 | 9,30 | 6,20 | 4,80 | 6,30 | 4,50 | 4,90 | -4,4 | 7,50 | 1,80 |
| Solde du gouvernement central/PIB | -0,67 | -1,62 | -0,49 | 0,64 | 0,32 | 0,35 | 0,28 | 0,28 | -3,78 | -5,12 |
| Croiss. de la monnaie au sens large | 17,20 | 21,90 | 14,90 | 16,60 | 18,70 | 15,60 | 15,8 | 14,10 | 25,20 | , |
| Crédit du secteur privé/PIB | 52,50 | 52,80 | 53,30 | 54,20 | 56,80 | 57,00 | 61,80 | 69,80 | 73,60 | ... |
| Malaisie | | | | | | | | | | |
| Croissance du PIB réel (prévisions) | | | | | | | 8,6 | 7,8 | 7,9 | |
| Croiss. du PIB réel (données réelles) | 9,60 | 8,60 | 7,80 | 8,30 | 9,30 | 9,40 | 8,60 | 7,70 | -7,5 | -1,6 |
| Inflation | 2,80 | 2,60 | 4,70 | 3,50 | 3,70 | 3,40 | 3,50 | 2,70 | 5,30 | 3,80 |
| Solde du gouvernement central/PIB | -3,08 | -2,48 | 0,13 | 0,52 | 1,45 | 1,30 | 1,07 | 2,58 | -1,91 | -6,05 |
| Croiss. de la monnaie au sens large | 18,2 | 24,40 | 18,1 | 23,80 | 15,80 | 18,2 | 23,70 | 9,60 | 1,3 | 6,10 |
| Crédit du secteur privé/PIB | 71,40 | 75,30 | 74,30 | 74,10 | 74,60 | 84,80 | 89,80 | 100,40 | 108,70 | ... |
| Philippines | | | | | | | | | | |
| Croissance du PIB réel (prévisions) | | | | | | | 5,7 | 5,1 | 6,4 | |
| Croiss. du PIB réel (données réelles) | 3,00 | -0,6 | 0,30 | 2,10 | 4,40 | 4,70 | 5,80 | 5,20 | -0,5 | 2,30 |
| Inflation | 14,10 | 18,70 | 9,00 | 7,60 | 9,10 | 8,10 | 8,40 | 6,00 | 9,70 | 8,50 |
| Solde du gouvernement central/PIB | -3,8 | -2,4 | -1,3 | -1,6 | -1,7 | -1,3 | -0,6 | -0,7 | -2,6 | -2,7 |
| Croiss. de la monnaie au sens large | 15,50 | 15,5 | 11,00 | 24,60 | 26,50 | 25,30 | 15,80 | 20,90 | 7,40 | 15,0 |
| Crédit du secteur privé/PIB | 20,50 | 18,90 | 21,50 | 27,20 | 30,00 | 38,20 | 50,00 | 57,60 | 50,50 | 46,90 |
| Thaïlande | | | | | | | | | | |
| Croissance du PIB réel (prévisions) | | | | | | | 6,4 | -1,3 | 7 | |
| Croiss. du PIB réel (données réelles) | 11,60 | 8,10 | 8,20 | 8,50 | 8,60 | 8,80 | 5,50 | -0,4 | -8 | 1,00 |
| Inflation | 6,00 | 5,70 | 4,10 | 3,40 | 5,10 | 5,80 | 5,90 | 5,60 | 8,10 | 0,50 |
| Solde du gouvernement central/PIB | 4,60 | 4,14 | 2,53 | 1,98 | 1,98 | 2,49 | 1,04 | -1,62 | -2,88 | -3,84 |
| Croiss. de la monnaie au sens large | 26,70 | 19,8 | 15,60 | 18,4 | 12,9 | 17,00 | 12,60 | 16,4 | 9,50 | 4,70 |
| Crédit du secteur privé/PIB | 64,50 | 67,70 | 72,20 | 79,80 | 90,90 | 97,50 | 100,00 | 116,30 | 109,50 | ... |
| (1) Estimation | | | | | | | | | | |
| Source : FMI, <i>Financial Sector Crisis and Restructuring: Lessons from Asia</i> , Washington, 1999. | | | | | | | | | | |

2. Des exemples d'indicateurs de la vulnérabilité

7. Compte tenu des limites potentielles des indicateurs classiques, d'autres seraient éventuellement des prédicteurs plus utiles de la détérioration des conditions économiques et de la vulnérabilité financière (voir le tableau 2). Les indicateurs dont c'est le cas ont été répartis en deux catégories : indicateurs de la dette publique et indicateurs de la dette extérieure. Chacune de ces catégories a, à son tour, été divisée en deux sous-groupes : mesures de l'endettement intérieur et extérieur et indicateurs de liquidité. Les mesures proposées sont des *indicateurs avancés de la vulnérabilité potentielle*. Il ne faut pas y voir des *prédicteurs de la vulnérabilité réelle*. Il serait évidemment souhaitable de disposer de renseignements sur les échéances, la composition en monnaies et le ratio taux fixes/taux flottants pour pouvoir apprécier la vulnérabilité financière sous le rapport de la dette publique. Les gestionnaires de la dette et les autres participants aux marchés se rappelleront toutefois que la situation financière des actifs et des passifs de l'économie dans l'ensemble influence la situation financière du gouvernement. Par conséquent, les gestionnaires doivent contrôler la vulnérabilité de la dette publique en regard de la solidité globale du secteur privé, en recourant à des indicateurs relatifs à l'ensemble de l'économie (ce que nous qualifions d'« indicateurs de la dette extérieure »). Étant donné que certains passifs privés sont susceptibles de devenir des passifs de l'État, la vulnérabilité financière doit englober les passifs éventuels ou conditionnels, par exemple les garanties données par l'État et les indemnités versées aux entreprises publiques ou privées insolvables. Les principaux indicateurs proposés pourraient donc être utiles, notamment, pour cerner les problèmes de liquidité et corriger la stratégie de la gestion de la dette dans des délais suffisants pour garantir que les liquidités permettront d'absorber les chocs.

Tableau 2 — Exemples d'indicateurs de la vulnérabilité de la dette et de la liquidité

| Indicateurs de la dette publique ¹ | Indicateurs de la dette extérieure ^{1,2} |
|---|--|
| <u>1. Dette extérieure et intérieure</u> | |
| dette publique totale ³ /PIB | Total de la dette extérieure à court terme/PIB |
| Service de la dette publique/revenus d'exportation | Total du service de la dette extérieure/revenus d'exportation |
| | Total du service de la dette extérieure/importations |
| Service de la dette publique/recettes de l'État | |
| Terme à courir moyen et duration | |
| Évolution de la dette publique/croissance du PIB | Variation du total de la dette extérieure/croissance du PIB |
| | Solde du compte courant/PIB |
| Dette publique extérieure/ dette publique totale | |
| Dette publique libellée en devises/ dette publique totale | Dette en devises/total de la dette extérieure |
| | |
| <u>2. Liquidité</u> | |
| Réserves en devises/dette publique intérieure et extérieure échéant à moins d'un an | |
| Réserves en devises au compte du fonds de change/passifs en devises | Réserves en devises/total de la dette extérieure à court terme |
| | Réserves en devises/balance du compte des opérations courantes |
| | Réserves en devises/importations |
| | Réserves en devises/M2 ⁴ |

1. L'Équipe spéciale interinstitutions des statistiques des finances (composée de représentants de la BRI, du FMI, de l'OCDE, de la Banque mondiale, des Nations Unies, de la Banque centrale européenne et d'Eurostat) a publié une nouvelle série de bulletins statistiques trimestriels sur 176 pays en développement et en transition. L'initiative vise à faciliter l'accès à un jeu de données uniques, et elle rassemble à cette fin de l'information sur les composantes de la dette extérieure des pays concernés, que les institutions participantes recueillent et publient distinctement. La publication propose également des données sur les réserves internationales. La statistique provient surtout de créanciers et des marchés, mais elle englobe également des données fournies par des pays débiteurs. Le document met l'accent sur la dette échéant à moins d'un an. De plus, des données sur les flux (là où elles sont accessibles) s'ajoutent aux données sur les stocks, à l'intention des analystes.

2. La dette extérieure s'entend de la totalité des passifs d'une économie envers le reste du monde, c'est-à-dire de tous les titres d'emprunt détenus par des non-résidents, y compris la dette publique, les passifs des autorités financières et monétaires et la dette du secteur privé non financier. Le FMI (2000b, p. 17-18) approfondit la notion de dette extérieure à court terme.

3. La dette publique comprend les garanties aux emprunteurs domestiques et étrangers (ex. les créances de banques étrangères, titres d'emprunts émis sur des marchés internationaux, crédits à l'exportation garantis par l'État, prêts bilatéraux).

4. M2 s'entend de la masse monétaire au sens large d'un pays (y compris la monnaie en circulation, les dépôts à vue et les dépôts d'épargne).

i. Les indicateurs de la dette intérieure et extérieure

8. Les indicateurs de la vulnérabilité de la dette intérieure et extérieure peuvent être utiles comme pré-alertes de conditions économiques en voie de détérioration auxquelles les gouvernements et l'économie peuvent faire face et des risques potentiels posés par la gestion de la dette.
9. Les indicateurs reposant sur la dette extérieure à court terme (à savoir, par définition, les titres d'emprunt publics et privés échéant à tout au plus douze mois) peuvent être des indicateurs utiles de la viabilité de la dette et la vulnérabilité financière. Une importante dette extérieure totale à court terme par rapport aux recettes d'exportation, aux importations ou au PIB est susceptible d'annoncer un fardeau démesurément grand du service de la dette.
10. Les frais de service de la dette publique (y compris les obligations financières garanties par l'État) en proportion des recettes de l'État peuvent servir de signal de la vulnérabilité du secteur public et de problèmes de liquidité. Le ratio du service de la dette publique aux recettes d'exportation est une mesure utile de la capacité de remboursement du gouvernement et de l'économie. Là où l'économie est caractérisée par une dette publique prépondérante (p. ex. dans les pays lourdement endettés), les frais de la dette publique (y compris les obligations financières garanties par l'État) par rapport aux recettes d'exportation peuvent aussi faire fonction de prédicteurs de la vulnérabilité potentielle du secteur public.
11. L'indicateur du terme à courir moyen des titres d'emprunt publics, qui évalue la durée des titres, peut servir à déceler d'éventuels problèmes de refinancement. Un faible terme à courir moyen peut vouloir dire que le gouvernement devra faire appel plus fréquemment aux marchés des capitaux, ce qui augmente le risque de refinancement de la dette à court terme dans une conjoncture défavorable.
12. La duration est une autre mesure importante, quoique complexe, à prendre en compte pour évaluer la solidité de la stratégie de gestion de la dette. Il s'agit d'une mesure de la sensibilité du portefeuille aux taux d'intérêt. La duration correspond aux termes à courir moyens pondérés des flux d'une obligation, les pondérations correspondant à la valeur actualisée de chaque flux en pourcentage du prix de l'obligation. Ainsi, l'émission d'un titre d'emprunt à des taux d'intérêt plus faibles se traduira par une duration plus longue, ce qui engendra une sensibilité accrue à la fluctuation des taux

- d'intérêt. En mesurant avec précision les risques de taux d'intérêt des obligations et en prenant en considération les gains et les pertes d'opportunité, la duration peut constater les avantages et coûts économiques implicites des décisions de gestion de la dette.
13. Il importe d'être sensible également au rythme relatif auquel progresse la totalité de la dette extérieure en comparaison du rythme de croissance de l'économie. Ainsi, si le taux de croissance de la dette extérieure totale devance celui du PIB, la viabilité de l'économie risque d'être douteuse. Il en est de même de la dette publique.
 14. L'effet de la variation des taux de change sur le bilan d'un gouvernement sera fonction du risque de change que présente le portefeuille de titres d'emprunt. Plus le nombre de titres d'emprunt libellés en devises est grand, plus le gouvernement assume un risque de change élevé. Cela est vrai également de la fluctuation des taux d'intérêt et de la structure de la dette. L'escalade des taux d'intérêt peut avoir des conséquences négatives si une part importante de la dette a été émise sous forme d'instruments à taux flottants. Dans les deux cas, le gestionnaire qui envisage le recours aux indicateurs connexes ne doit pas manquer de prendre en considération l'effet qu'auraient les instruments dérivés, par exemple les swaps de devises ou d'intérêt, comme moyen d'atténuer la vulnérabilité.
 15. D'autres indicateurs possibles comprennent le ratio du compte courant au PIB. Un déficit du compte courant, même s'il est important, peut ne pas constituer un problème en soi, mais il y a parfois lieu de s'en préoccuper (Edwards, 2000b discute du rôle joué par des déficits importants du compte courant dans des crises financières récentes). Il semble que l'ampleur du déficit soit moins importante que sa viabilité. Citons l'exemple de Singapour, qui a accumulé d'importants déficits de son compte courant, qu'il a pu aisément financer car ils n'étaient pas le produit d'une mauvaise gestion financière. En revanche, la crise des taux de change qui a frappé la Thaïlande en 1997 a servi de rappel brutal que d'importants déficits du compte courant peuvent aussi être symptomatiques de faiblesses sous-jacentes graves (notamment d'une diminution de la qualité des actifs, par suite d'années de progression rapide du crédit intérieur). Comme il a déjà été mentionné, les déficits appréciables du compte courant du Mexique ont été financés à même des apports de capitaux étrangers qui ont été retirés précipitamment du pays. Cela montre qu'un déficit du compte courant peut être source de préoccupation s'il est soumis aux humeurs des créanciers.

ii. Les indicateurs de la liquidité

16. Les réserves en devises peuvent faire fonction de liquidités dans les périodes de tension marquées par des difficultés de balance des paiements. Les autorités monétaires peuvent se prévaloir de ces actifs pour financer directement un déficit des paiements extérieurs. Les réserves peuvent également servir à stabiliser la monnaie nationale dans un régime de taux de changes flottants (ou protéger une monnaie dans un régime à taux fixés par référence ou à taux fixes) ou elles peuvent servir simplement de numéraire. Pour déterminer si les réserves en devises sont faibles ou non, il faut prendre en compte les politiques financières et les politiques de change du gouvernement, de même que sa vulnérabilité potentielle aux chocs des flux commerciaux et des flux de capitaux. En outre, on prendra en considération les lignes de crédit et crédits de confirmation susceptibles d'augmenter la situation des réserves.
17. Un État souverain doté d'une monnaie flottante, bénéficiant d'un accès illimité aux marchés des capitaux internationaux et ayant une faible part de dette libellée en devises ne garderait pas, selon toute vraisemblance, d'importantes réserves en devises. On s'attendrait, toutefois, à ce que le gouvernement d'un pays supportant une forte dette extérieure conserve des réserves appréciables, puisque des faiblesses économiques (entre autres, déséquilibres des finances publiques, piètre surveillance des banques et impôts élevés) ou des chocs sociaux ou politiques pourraient faire obstacle à l'accès aux marchés des capitaux et présenter des conséquences négatives pour les gestionnaires de la dette publique. En clair, on attend des économies vulnérables qu'elles se ménagent des tampons financiers très importants pour conserver la confiance des investisseurs.
18. La taille des réserves en devises par rapport à la totalité de la dette extérieure à court terme et des emprunts à moyen et à long terme échéant à moins d'un an pourrait servir d'indicateur utile de la liquidité, tout particulièrement celle des pays ayant un accès large mais précaire aux marchés financiers. Le ratio peut mesurer la capacité du pays à se tirer d'affaire si l'accès au crédit extérieur lui était catégoriquement coupé. En ce qui concerne les gouvernements à économies émergentes qui s'efforcent de minimiser les risques et la probabilité de crises, on s'attendrait à ce que les réserves en devises couvrent la plupart sinon la totalité de la dette extérieure à court terme (réserves en devises/dette extérieure à court terme = 1). Or, deux années avant d'être frappés par leurs crises respectives, la Russie, le Brésil, la Thaïlande, la Corée, le Mexique et l'Indonésie ont vu chuter le ratio des réserves en devises à la dette à court terme,

lequel est passé d'une moyenne de 1 à l'équivalent de quelque neuf mois de couverture (0,75) au cours du semestre précédant le tumulte (FMI, 2000b, encadré 6).

19. Dans certains cas, la crise a été évitée malgré la grande faiblesse des réserves comparativement à la dette à court terme (notamment au Brésil (1990), dont le ratio était de 0,12, et en Afrique du Sud, dont le ratio était de 0,19) (FMI, 2000b, p. 24). D'autres facteurs, notamment la souplesse vis-à-vis des taux de change et le contrôle des flux de capitaux, semblent avoir été assez forts pour éviter une dégringolade des taux de change et des réserves. Inversement, des crises ont été déclenchées malgré la présence d'importantes réserves (citons le cas du Venezuela, dont le ratio était de 2,5 en 1994, et celui de la Malaisie, qui connaissait un rapport de 1,5 en 1997). Dans ces derniers cas, l'importante fluctuation du taux de change et des réserves en devises est peut-être à mettre sur le compte des risques politiques ou de la contagion.
20. Le ratio des réserves en devises à la totalité de la dette extérieure à court terme peut également servir à apprécier le caractère adéquat de la structure de remboursement. Une bonne structure donnera aux gestionnaires de la dette les moyens d'éviter les problèmes de refinancement et de liquidité.
21. L'un des moyens à prendre pour juger du caractère adéquat de la liquidité des économies de pays endettés qui ont un accès limité aux marchés financiers peut consister à examiner le rapport entre les réserves en devises et les importations (à savoir les réserves exprimées en mois d'importation). Cela se traduit par le nombre de mois pendant lesquels un pays peut poursuivre ses importations en dépit de l'inaccessibilité des marchés des capitaux.
22. La comparaison de la taille des réserves en devises (y compris les lignes de crédit, appelées également positions de confirmation) et de la masse monétaire au sens large (M2) peut se révéler utile pour prévoir le potentiel de fuite des capitaux. Il serait souhaitable d'éviter l'asymétrie marquée des actifs liquides (réserves en devises) et des passifs liquides (M2). Dans les pays dont le secteur bancaire est faible, des réserves modestes en regard d'une grande masse monétaire peuvent parfois être annonciatrices d'un important potentiel d'exode des capitaux intérieurs, lequel résulterait d'une chute de confiance dans la monnaie nationale. Le danger semble particulièrement présent dans les régimes à taux de change fixes, qui pourraient facilement perdre leur crédibilité.

3. Des exemples d'indicateurs de l'évaluation des risques dans le secteur des services financiers

23. Des crises financières récentes ont montré l'éventuelle utilité pour les gouvernements, notamment ceux d'économies émergentes et en développement, d'exercer un contrôle sur le financement excessif par emprunts et les flux de capitaux démesurés, dans le cadre de leurs fonctions de surveillance du secteur financier. Une conjoncture qui se dégrade peut faire peser d'énormes pressions sur le bilan des institutions financières. Des flux de capitaux excessifs à court terme, qui provoquent la surévaluation du cours des actifs, peuvent être périlleux. Un secteur financier affaibli peut imposer d'importantes dépenses à l'État et affaiblir inopinément le bilan du gouvernement, y compris les réserves officielles. Le coût direct de l'aide financière accordée à un secteur bancaire en désarroi et les coûts indirects pour l'économie de pareille situation peuvent compromettre la situation financière d'un gouvernement. Les exemples présentés au tableau 3 sont principalement des indicateurs de la croissance des capitaux et du crédit, y compris des passifs en devises.

Tableau 3 — Exemples d'indicateurs de la vulnérabilité du secteur financier

| Indicateurs du secteur financier |
|--|
| Crédit intérieur au secteur privé/PIB |
| Investissements étrangers directs/PIB |
| Croissance réelle du crédit au secteur privé |
| Part estimative des prêts bancaires au secteur de l'immobilier |
| Stock des prêts non productifs/total des prêts |
| Capitalisation du marché boursier/PIB |

24. La croissance du crédit dans une économie pourrait faire fonction d'indicateurs précurseurs. Des emprunts excessifs déboucheront normalement sur une chute de qualité des actifs. Citons l'exemple de la Corée, de l'Indonésie et de la Thaïlande, où les crédits intérieurs consentis en 1997 à des entreprises privées et publiques variaient de 147 p. 100 à 163 p. 100 du PIB. La plupart des États souverains d'Amérique latine connaissaient un ratio plus modeste, variant de 13 p. 100 à 45 p. 100 du PIB, lequel est indicatif d'un financement par emprunts relativement faible et, par conséquent, d'une vulnérabilité moindre à la volatilité des marchés financiers. (Standard & Poor's, décembre 1997)

Annexe IV — Des exemples d'initiatives récentes visant à améliorer l'information communiquée

1. Le FMI a entrepris plusieurs projets dans le contexte des initiatives dites de *renforcement de l'architecture du système financier international* dans le cadre de l'amélioration de l'information communiquée et de la surveillance. En effet, le FMI et d'autres organismes de normalisation, notamment l'International Accounting Standards Committee, l'International Federation of Accountants, le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire et l'Organisation internationale des commissions de valeurs, préparent des exigences et de bonnes pratiques en matière d'information.
2. Le FMI a mis sur pied l'initiative de la « norme spéciale de diffusion des données » (NSDD), à la suite de la crise du Mexique de 1996. La NSDD est une norme de bonnes pratiques, d'application volontaire, à utiliser pour mesurer les pratiques de diffusion d'un pays donné. Elle devrait rehausser la qualité, l'intégrité et la disponibilité de statistiques économiques et financières opportunes et exhaustives. Le 31 janvier 2000, 47 pays y avaient souscrit.
3. Des crises financières récentes ont fait ressortir l'importance d'avoir accès à des renseignements exhaustifs et actuels sur les réserves internationales et la dette extérieure. En réponse à cet impératif, une NSDD distincte, qui porte sur les réserves et la dette extérieure, a été élaborée. Les propositions relatives aux données sur les réserves visent à l'établissement de normes régissant la communication au public d'information sur le montant et la composition des réserves, les autres actifs en devises que possèdent la banque centrale et le gouvernement, les dettes extérieures à court terme et les activités connexes susceptibles d'entraîner la demande de réserves (notamment les positions en instruments dérivés et les garanties d'emprunts privés accordés par le gouvernement). À la fin de 2001, les pays devraient commencer à diffuser des données sur leur position extérieure globale (qui correspond, par définition, au bilan des actifs et des passifs financiers extérieurs d'un pays). (FMI, 2000, encadré 1)
4. L'Équipe spéciale interinstitutions des statistiques des finances (composée du FMI, de l'OCDE, de la Banque mondiale et de la Banque des règlements internationaux — BRI) a conçu des données statistiques mixtes sur la dette extérieure afin

d'augmenter l'accessibilité à des données provenant de créanciers sur 176 économies en développement et émergentes.

5. La BRI continue de perfectionner la statistique bancaire internationale. Les autorités de surveillance du secteur des services financiers doivent saisir l'importance de la présentation de rapports améliorés dans leur secteur et de données sur les flux financiers extérieurs. À ce titre, le groupe de travail sur les flux de capitaux mis sur pied par le Forum sur la stabilité financière a cerné des lacunes dans l'information sur les mouvements transfrontaliers de capitaux.
6. Le FMI a entrepris d'autres initiatives visant les bonnes pratiques, outre l'adoption de normes améliorées d'information sur les réserves internationales et sur la position extérieure. Notons le *code de bonnes pratiques en matière de transparence des finances publiques*, qu'il faisait paraître en 1998. Le code repose sur les principes selon lesquels le rôle et les responsabilités des gouvernements doivent être clairement définis; les gouvernements doivent s'engager à fournir au public de l'information complète et fiable sur les activités financières; la préparation et l'exécution du budget, et le rapport sur celui-ci doivent s'effectuer de manière ouverte; l'intégrité de l'information relative aux finances publiques doit pouvoir être assurée par une instance indépendante. Le code énonce les mesures à prendre pour mettre en œuvre les principes précités. Ainsi, l'alinéa 3.2.3 dit : « Le solde global des opérations des gouvernements doit être l'indicateur normal récapitulant leur situation financière. » Pour sa part, l'alinéa 4.1.1 recommande qu'« une instance nationale d'audit, ou un organisme analogue, [soit] nommée par les organes législatifs avec pour mission de remettre aux autorités législatives [...] des rapports récents sur l'intégrité financière des comptes des administrations publiques. »
7. Qui plus est, en réponse à la crise du Sud-Est asiatique et désireux de renforcer l'architecture du système monétaire et financier international, le FMI élaborait, en 1998, un jeu de normes de transparence portant sur les politiques monétaire et financière. Le *code de bonnes pratiques pour la transparence des politiques monétaire et financière* guide les banques centrales dans l'exécution de politiques monétaires, de même que les banques centrales et les autres organismes financiers dans l'exécution de politiques financières. La transparence signifie que le public est informé avec clarté, accessibilité et sans délai des objectifs de l'action, de son cadre juridique, institutionnel et économique, des décisions y afférentes et

de leur justification, des données et informations relatives aux politiques monétaire et financière ainsi que des clauses qui rendent les organes financiers comptables de leurs actes. Dans cette optique, les pratiques de transparence qu'énumère le code sont centrées sur la définition claire du rôle, des responsabilités et des objectifs des banques centrales et des organismes financiers; l'élaboration et l'annonce des décisions de politiques monétaires par la banque centrale; l'accès du public à l'information sur les politiques monétaire et financière, l'obligation de rendre compte et la garantie d'intégrité de la banque centrale et des organismes financiers.

8. En dernier lieu, la nécessité de données précises sur la liquidité de l'économie, notamment la taille des réserves en devises, a été établie. À cet égard, le FMI est à élaborer un *code de bonnes pratiques de gestion des réserves en devises*, qui comprendra des exigences sur l'information et les rapports à fournir (FMI, 2001b).

Bibliographie

Angsurat, Nual-Anong, *Sovereign Risk Management in an Integrated World*, Bank of Thailand, présentation au deuxième forum sur la gestion de la dette souveraine, novembre 1999.

Australian National Audit Office. *Commonwealth Debt Management*, Audit Report No. 14, octobre 1999.

Baddel, David F. *Insuring Sovereign Debt against Default*, Banque mondiale, document de synthèse n° 328, 1996.

Banque des règlements internationaux. *Basle Core Principles for Effective Banking Supervision*, Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, septembre 1997.

Banque des règlements internationaux. *Report of the Working Group on Capital Flows*, avril 2000.

Banque internationale pour la reconstruction et le développement. *IBRD Hedging Products: An Introduction*, septembre 1999.

Calvo, Guillermo et Carmen Reinhart. « Fixing for Your Life », National Bureau of Economic Research, novembre 2000.

Calvo, Sara. *Reducing Vulnerability to Speculative Attacks*, Banque mondiale, Premnotes n° 16, février 1999.

Caplen, Brian. « Markets Forgive Sovereign Sins » dans *Euromoney*, juin 2000, p. 118-126.

Cassard, Marcel et David Folkerts-Landau. « Sovereign Debt: Managing the Risks », Banque mondiale, *Finances et Développement*, décembre 1997.

Chambers, John. *Evaluating Sovereign Creditworthiness*, Standard & Poor's, présentation au deuxième forum sur la gestion de la dette souveraine, novembre 1999.

Edwards, Sebastien. « Does the Current Account Matter? », National Bureau of Economic Research, novembre 2000b.

Edwards, Sebastien. « Exchange Rates Regimes, Capital Flows and Prevention », National Bureau of Economic Research, août 2000a.

EuroMoney Magazine Online. « A Superpower Falls Apart », septembre 1998.

EuroMoney Magazine Online. « Why Foreign-currency debt is best for Russia », août 1998.

Financial Stability Forum. *International Standards and Codes to Strengthen Financial Systems*. Avril 2001

Fonds monétaire international. « A Framework for Assessing Fiscal Vulnerability », Département des finances publiques, mars 2000c.

Fonds monétaire international. *Anticipating Balance of Payments Crises: The Role of Early Warning Systems*, décembre 1998.

Fonds monétaire international. « Conference on Capital Flows and Debt Statistics: Can We Get Better Data Faster? », document d'information, Washington (D.C.), les 23 et 24 février 2000.

Fonds monétaire international. « Debt- and Reserve-Related Indicators of External Vulnerability », Département de l'élaboration et de l'examen des politiques, le 23 mars 2000b.

Fonds monétaire international. *Debt Relief for Low-Income Countries: The HIPC Initiative*, Washington, 1999b.

Fonds monétaire international. « Draft Guidelines for Public Debt Management », Washington (D.C.), mars 2001a.

Fonds monétaire international. « Draft Guidelines for Foreign Exchange Reserve Management. » Washington, D.C. Juin 2001b

Fonds monétaire international. *Financial Sector Crisis and Restructuring: Lessons from Asia*, Washington, décembre 1999.

G-20, ministres des Finances et gouverneurs des banques centrales, communiqué final, Montréal, le 25 octobre 2000.

Geithner, Timothy. « Sovereign Risk Management in an Integrated World », conférence de la Banque mondiale sur la gestion de la dette, novembre 1999.

Gil-Diaz, Francisco. « The Origin of Mexico's 1994 Financial Crisis », *The Cato Journal*, vol. 17, n° 3.

Goldstein, Morris, Graciela L. Kaminsky et Carmen M. Reinhart. *Assessing Financial Vulnerability: An Early Warning System for Emerging Markets*, Institute for International Economics, Washington (D.C.), juin 2000.

Heath, Robert. « Monitoring External Debt and Debt Vulnerabilities », FMI, présentation au deuxième forum sur la gestion de la dette souveraine, novembre 1999.

Hemming, Richard et Murray Petrie. « A Framework for Assessing Fiscal Vulnerability », document de travail du FMI (WP/00/52), mars 2000.

ICCA. *Indicateurs de l'état des finances des gouvernements*, Toronto, 1997.

Institut de finance internationale. *1998 Annual Report*.

Interfax M&CN. « Financial and Economic Crisis in Russia: On the Brink of Defaulting », *Strategic Advisor*, septembre, vol. 1, n° 2, 1998.

Kharas, Homi. « Monitoring External Debt and Debt Vulnerabilities », Banque mondiale, présentation au deuxième forum sur la gestion de la dette souveraine, novembre 1999.

Kiguel, Miguel. « Does debt management matter? Yes », Banque mondiale, Premnotes n° 17, février 1999.

Levitt, Arthur. « Quality Information: The Lifeblood of Our Markets », discours prononcé devant l'Economic Club of New York, le 18 octobre 1999.

Lopez-Mejia, Alejandro. « Flux massifs de capitaux : leurs causes, leurs conséquences et la manière de les gérer », *Finances et Développement*, FMI, septembre 1999, vol. 36, n° 3.

Mishkin, Frederic S. « Financial Policies and the Prevention of Financial Crises in Emerging Market Countries », National Bureau of Economic Research, septembre 2000.

Nars, Kai (dir.). *Excellence in Debt Management: The Strategies of Leading International Borrowers*, Londres, Euromoney Publications, 1997.

Radelet, Steven et Jeffrey Sachs. « What Have We Learned, So Far, from the Asian Financial Crisis? », Washington, USAID, le 4 janvier 1999.

Standard & Poor's. *Financial System Stress and Sovereign Credit Risk*, décembre 1997.

Standard & Poor's. *Global Financial System Stress: 24 Show Adverse Trends in Credit Quality*, mai 1999.

Standard & Poor's. *Global Financial System Stress: Leading Indicators Signal Pressure in 16 Countries*, septembre 1998.

Standard & Poor's. *Sovereign Credit Ratings: A Primer*, décembre 1998.

United States General Accounting Office. *International Financial Crises: Efforts to Anticipate, Avoid and Resolve Sovereign Crises*, juillet 1997, GAO/GGD/NSIAS-97-168.

United States General Accounting Office. *Mexico's Financial Crisis: Origins, Awareness, Assistance and Initial Efforts to Recover*, février 1996, GAO/GGD-96-56.

White, William. « What Have We Learned from Recent Financial Crises and Policy Responses? », Bâle, Banque des règlements internationaux, janvier 2000.

Wong, Richard. « Lessons from the Asian Financial Crisis », in *CATO Journal*, vol. 18, n° 3, Washington, 1999.