

Synthèse

Processus décisionnel

Par le vote du budget des voies et moyens, la Chambre des représentants autorise le ministre des Finances à recourir aux produits dérivés dans le cadre de la gestion de la dette publique.

La Trésorerie a recours aux produits dérivés dans le but d'alléger les charges financières de la dette publique par une gestion active des risques liés à la volatilité des taux d'intérêt et des cours des devises. Les produits dérivés permettent également au Trésor d'optimiser la structure du portefeuille de la dette et de se couvrir contre les risques qui accompagnent les futures émissions et opérations de change.

La décision de recourir à un produit dérivé est prise collégalement par le comité stratégique de la dette dont les membres sont l'administrateur général de la Trésorerie, qui le préside, le représentant du ministre des Finances, les trois directeurs de l'Agence de la dette, l'auditeur général des Finances, chef du service de la dette publique, et l'auditeur interne de l'Agence.

L'audit de la Cour des comptes couvre toutes les opérations passées entre janvier 2002 et septembre 2004.

Produits de couverture contre le risque de change

Bien que la dette en devises soit marginale par rapport à la dette en euros, le Trésor reste exposé au risque de change, qui consiste en une augmentation du coût de remboursement du capital ou du paiement des intérêts suite à une appréciation de la devise par rapport à l'euro.

Ce risque, qui existe au moment où le Trésor doit acheter des devises, concerne les emprunts émis ou convertis dans les trois devises auxquelles le Trésor a recours : franc suisse, yen et dollar américain.

Le Trésor se couvre contre ce risque par l'achat à terme de devises ou par l'utilisation de produits optionnels.

Il convient également de citer les swaps de change où le Trésor s'engage à revendre les devises achetées pour rembourser un emprunt qui arrive à échéance. Ces swaps sont principalement utilisés en fin d'année pour réduire les liquidités excédentaires. Une conséquence de ces swaps est une diminution temporaire de l'encours de la dette en devises.

Vu la relative stabilité des cours de change entre la signature et l'échéance des contrats, les pertes et gains de change consécutifs à l'utilisation des produits dérivés ont été minimes pour le Trésor. La situation aurait été différente en cas de grande instabilité des cours.

Produits de couverture contre le risque de taux

Les charges d'intérêt, qui représentent environ un quart des dépenses de l'Etat (hors amortissement), sont fonction du montant des émissions et de l'évolution des taux d'intérêt sur les marchés financiers.

Le risque principal est que, suite à une augmentation des taux, les charges d'intérêt dépassent les crédits prévus au budget.

Afin d'éliminer toute incertitude sur une éventuelle hausse des taux, des produits dérivés permettent de fixer au préalable les taux d'intérêt qui seront payés pour les futures émissions. C'est dans ce but que le Trésor a fixé à l'avance le taux d'émission d'une partie des certificats de Trésorerie et des obligations linéaires par des swaps ou des *forward rate agreements*.

Par contre, d'autres swaps sont utilisés pour transformer un coupon fixe en un coupon flottant dans le but de diminuer les charges d'intérêt. En effet, dans le cas d'une structure par terme normale (ascendante) de la courbe des taux, ces swaps entraînent immédiatement une économie sur les charges d'intérêt, laquelle subsiste pendant toute la durée du swap, à condition que les taux à court terme soient toujours inférieurs au taux fixe à recevoir. Le recours à cette stratégie est toutefois limité par les directives générales, en raison du risque d'augmentation des charges d'intérêt en cas de hausse des taux.

Le Trésor a également décidé de recourir aux swaps dans des circonstances particulières telles que les placements ou l'émission d'emprunts à très long terme.

Pour les années 2002 à 2004, le gain pour le Trésor consécutif à l'utilisation de produits de couverture contre le risque de taux d'intérêt est évalué à 237 millions d'euros.

Conclusions

En conclusion du rapport, la Cour des comptes estime que la majorité des produits dérivés utilisés par la Trésorerie lui permettent de se couvrir partiellement contre une hausse des cours de change ou des taux d'intérêt ou encore de profiter d'une éventuelle baisse des taux.

L'utilisation de tels produits de couverture est pertinente dans le cadre de la gestion de la dette publique et s'inscrit dans les objectifs assignés par l'article 8, §2, de la loi contenant le budget des voies et moyens.

L'audit comprend également des recommandations portant notamment sur un cahier interne de procédure, la prise en compte des coûts d'opportunité et l'annulation d'un produit dérivé dont le sous-jacent a disparu.