



NORMES COMPTABLES ET GESTION DE LA DETTE PUBLIQUE

BENOIT CŒURÉ *

La mondialisation financière a accéléré la convergence internationale des normes comptables. Une majorité de pays, dont ceux de l'Union européenne, demandent à leurs sociétés cotées d'appliquer à leurs comptes consolidés les normes internationales d'information financière (IFRS) élaborées par l'IASB, un comité basé à Londres. Le terme « IFRS » (International Financial Reporting Standards) englobe des normes comptables (précédemment connues sous le terme « International Accounting Standards » ou IAS) et des normes relatives à l'information financière. C'est une véritable révolution normative pour l'Union européenne que de s'en remettre à un organisme international privé plutôt que de chercher à construire un corpus de normes *sui generis*, d'autant que les normes IFRS et les normes comptables américaines (« Generally Accepted Accounting Principles » ou US GAAP) sont amenées à converger (Véron, 2007).

Le champ qu'examine cette note est celui, très particulier, de la gestion de la dette publique. Il est difficile pour un gestionnaire public de faire abstraction de son environnement comptable. L'information financière sur les comptes publics a fait de grands progrès au cours des dernières années : en France, la loi organique de 2001 relative aux lois de finance impose au gouvernement de publier chaque année, en annexe de la loi de règlement, un *compte général de l'État* établi en comptabilité

* Professeur chargé de cours de sciences économiques à l'École polytechnique.

Cette note a été préparée pour la réunion annuelle du groupe de travail des gestionnaires de dette de l'OCDE, en octobre 2006. Je remercie Hans Blommestein, Baptiste Janiaud, Jean-Paul Milot et Ivan Odonnat pour leurs commentaires.



d'exercice. Ce bilan a été établi pour la première fois pour l'exercice 2006, et la Cour des comptes l'a certifié en mai 2007 en émettant certaines réserves. Par ailleurs, la gestion publique fait de plus en plus appel à des partenaires privés - bailleurs de fonds, loueurs, acquéreurs d'actifs publics, contreparties de produits dérivés, qui sont eux-mêmes soumis à de fortes contraintes comptables.

Naturellement, les gestionnaires de dette n'ont pas de rôle normatif et doivent se concentrer sur leur mandat : minimiser sur longue période la charge d'intérêt de la dette supportée par le contribuable, dans des conditions de sécurité optimales. Mais ils sont de plus en plus sensibles à l'évolution des normes comptables, directement en tant que gestionnaires de la majeure partie du passif de l'État, et indirectement en tant qu'acteurs des marchés financiers.

La première partie de cette note s'intéresse aux normes comptables en vigueur dans le secteur public et à leur impact sur la gestion de la dette. Dans quelle mesure ces normes convergent-elles entre elles et sont-elles influencées par les normes du secteur privé ? Y a-t-il des « distorsions » dans les décisions de gestion du fait de contraintes d'affichage comptable ? Une deuxième série de questions se rapporte aux normes en vigueur dans le secteur privé et à leur impact sur le fonctionnement des marchés de capitaux, où les États se financent. Un exemple emblématique est l'impact de la comptabilité des fonds de pension sur la demande de titres d'État à long terme et donc sur les politiques d'émission.

On ne fait ici qu'ouvrir des pistes de réflexion en adoptant le point de vue du gestionnaire, non du comptable. Que d'éventuelles inexacitudes comptables soient donc pardonnées. Et il va de soi que les opinions exprimées ici n'engagent que leur auteur.

IFRS, NORMES COMPTABLES PUBLIQUES ET GESTION DE LA DETTE

Les engagements financiers publics sont retracés dans des référentiels comptables variés. Les États produisent des comptes sous divers formats : comptabilité de caisse pour l'élaboration et le suivi du budget, comptabilité d'exercice pour la publication annuelle des comptes, comptabilité nationale pour les comptes nationaux produits par les instituts de statistique, qui couvrent l'ensemble des acteurs économiques. Seule la comptabilité nationale fait l'objet d'une harmonisation internationale par les Nations Unies. Les États membres de l'Union européenne appliquent le système européen des comptes nationaux (« SEC 95 »), qui fournit une synthèse des opérations et des patrimoines des agents économiques dans le cadre d'une comptabilité

d'exercice. C'est le SEC 95 qui fait foi pour apprécier la dette et le déficit des administrations publiques dites « au sens du traité de Maastricht », deux grandeurs importantes pour la convergence vers l'euro et pour la surveillance budgétaire au sein de la zone euro.

Parallèlement à ces trois référentiels comptables, les agences de dette publient leurs propres comptes à des fins de communication financière. En France, l'agence France Trésor publie dans son rapport annuel des états financiers établis selon le plan comptable des établissements de crédit.

Les comptabilités publiques tendent indiscutablement à converger, à la fois entre elles et vers les normes IFRS. Les normes comptables publiques internationales (« IPSAS ») s'inspirent explicitement des normes IFRS. Mais cette convergence n'est que progressive et il faudra vivre longtemps avec des normes comptables concurrentes.

Ceci complique la communication financière sur la dette, domaine où la transparence et la lisibilité vis-à-vis des citoyens et des marchés financiers sont essentielles. Ainsi, en France, le montant de la dette n'est pas le même dans la comptabilité de gestion de l'agence France Trésor, dans le compte général de l'État et dans les comptes nationaux, ce qui peut être source d'incompréhension. Mais la diversité des référentiels peut aussi être un atout. Elle permet de publier plus d'informations et de rendre compte plus finement de la réalité. Le rôle des gestionnaires de dette est de faire preuve de pédagogie et de s'assurer que le dialogue avec leurs différents interlocuteurs est organisé autour des bons chiffres. Par exemple, la discussion avec les commissions des finances du Parlement fait d'abord référence aux résultats budgétaires en comptabilité de caisse, tandis que la Cour des comptes s'intéresse surtout à la comptabilité générale de l'État qui est une comptabilité d'exercice. De leur côté, Eurostat, la Banque centrale européenne et l'Eurogroupe utilisent les chiffres de la comptabilité nationale pour comparer les différents États.

Plus préoccupante est la possibilité de distorsions dans la gestion financière qui résulteraient de contraintes comptables.

Le premier exemple qui vient à l'esprit est celui de la comptabilité nationale. En Europe, le pacte de stabilité et de croissance est organisé autour de seuils de déficit et de dette publics de 3 % et 60 % du produit intérieur brut. Alors que les rentrées de nature patrimoniale, comme les produits de cessions d'actifs financiers, sont en principe exclues du déficit public, certaines opérations non financières comme les ventes d'immeubles ou les produits de certaines titrisations sont considérées comme des recettes qui réduisent le déficit¹. Ceci peut inciter les gouvernements à utiliser ces opérations pour se financer plutôt que d'émettre de la dette, ce qui n'est intéressant financièrement que si le



transfert de risque au secteur privé est important et si le coût de financement de référence de l'État (le taux d'émission de ses obligations) est peu avantageux. De même, les règles relatives aux partenariats public-privé ont évolué. Certains schémas financiers sont exclus de la dette, d'autres non.

Dans tous les cas, la possibilité d'obtenir un impact sur le ratio de dette crée une « prime » de nature politique qui peut alourdir le coût de financement du projet.

Un deuxième exemple est l'opposition entre comptabilité de caisse et comptabilité d'exercice. La comptabilité d'engagement (dite aussi en droits constatés ou d'engagement) enregistre les transactions lorsqu'elles sont initiées ou au moment de leur impact sur la situation financière (par exemple, à la date de signature du contrat) alors que la comptabilité de caisse les enregistre à la date du paiement. En comptabilité de caisse, les autorités budgétaires peuvent être tentées d'interférer avec les décisions de gestion de la dette pour reporter à plus tard la charge de la dette, par exemple en privilégiant l'émission d'obligations par rapport aux bons du Trésor (dont la charge d'intérêt est versée à l'émission), ou en émettant des obligations à zéro coupon. Elles peuvent aussi s'opposer à la reprise de dettes publiques par l'État si cela nécessite un transfert budgétaire, même si cela réduit le coût global de la dette.

4

La question de l'application au secteur public des normes IFRS est d'ores et déjà posée. On pense d'abord à la question des engagements sociaux. Alors que la norme IAS 19 sur les avantages du personnel, transposée en 2003 en droit européen, impose aux entreprises cotées d'inscrire à leur passif les engagements de retraite accordés à leurs employés, la plupart des États ne s'imposent pas cette discipline. Il existe des exceptions notables comme les États-Unis, le Canada et l'Australie. Le « rapport financier du gouvernement des États-Unis » arrêté au 30 septembre 2006 constate au passif du gouvernement fédéral 4679 milliards de dollars d'engagements envers les employés fédéraux et les anciens combattants, à comparer avec une dette financière de 4867 milliards d'euros. Mais en Europe, les engagements sociaux ne sont pas couverts par le système européen de comptes. Chaque pays peut choisir de les rendre publics dans un cadre national : en France, les droits à retraite des fonctionnaires de l'État ne sont pas inscrits au passif mais sont rendus publics en annexe du compte général de l'État : 941 milliards d'euros au 31 décembre 2006, à comparer avec une dette négociable de l'État de 894 milliards. Mais il n'existe pas d'évaluation harmonisée au niveau européen.

Faut-il appliquer la norme IAS 19 aux États ? Cette question est en débat parmi les comptables publics (voir par exemple Rougemont, 2003). L'Europe n'envisage pas d'inclure les droits à retraite dans la



définition de la dette publique au sens de la comptabilité nationale, au motif notamment que ces droits peuvent être modifiés par le gouvernement lui-même et ne sont donc pas irrévocables. En outre, ceci poserait la question difficile des régimes publics mutualisés comme le régime général français : même si le financement est assuré par les employeurs et les salariés, il existe bien des droits garantis par la collectivité, et le compte de résultat de ces régimes (par exemple, celui de la Caisse nationale d'assurance-vieillesse des travailleurs salariés) fait d'ores et déjà partie du solde des administrations publiques. Faut-il inscrire les engagements du régime général au passif des administrations publiques ? Ceci changerait radicalement la vision usuelle de la dette publique, et révélerait au grand public la distinction entre régime par répartition (financé par des ressources futures) et par capitalisation (financé par des ressources avérées mais dont la valeur future est incertaine)².

Examinons maintenant quelques unes des conséquences qu'aurait l'élargissement du champ de la dette publique aux engagements sociaux.

D'abord, il ne faut pas sous-estimer les écueils méthodologiques. Ainsi, l'estimation de la valeur présente des engagements dépend très fortement du taux d'actualisation retenu.

Ensuite, l'inclusion des engagements sociaux modifierait la perception du risque de défaut par les investisseurs en titres d'État et des agences de notation, qui devraient mettre l'accent sur la viabilité à long terme plutôt que sur la situation instantanée des finances publiques. Ainsi, une réforme des règles d'indexation des retraites publiques ferait varier d'un coup le stock de dette. Ceci irait dans le sens du « nouveau » pacte de stabilité et de croissance adopté en 2005, qui renforce l'importance de la viabilité à long terme des finances publiques³. Mais cela pourrait en contrepartie alourdir la prime de risque exigée par les investisseurs sur les titres des pays où la réforme des retraites est insuffisante.

Cela changerait aussi la perception des décisions patrimoniales publiques. La comptabilité nationale est source de distorsions : quand un État reprend à son compte les engagements de retraite d'une entreprise du secteur privé en échange du versement d'une soulte correspondant à la valeur actuelle de ces versements (ce qui est arrivé en France en 1997 avec France Télécom et en 2005 avec EDF et GDF), il enregistre une diminution immédiate de sa dette publique en comptabilité nationale et même, en SEC 95, de son déficit public (car il s'agit d'une transaction non financière), sans pour autant augmenter son passif. Il y a une fausse impression d'enrichissement, alors que l'opération est en réalité neutre au plan patrimonial.

La définition particulière de la dette en comptabilité nationale,



somme des engagements financiers bruts dont ne peuvent être déduits les montants disponibles en trésorerie, est elle aussi trompeuse. En France, la baisse de 2,5 % du ratio dette publique/PIB en 2006 provenait pour plus de moitié de la réduction des disponibilités du compte du Trésor. Une définition de la dette alignée sur les normes comptables privées aurait neutralisé cet effet.

De tels écarts entre le déficit public et la variation de la dette, désignés dans le jargon européen sous le terme d'« ajustement stock/flux », sont la conséquence des conventions comptables mais brouillent la compréhension des évolutions budgétaires. Ils avaient été anticipés dès la signature du traité de Maastricht (Buiter, Corsetti et Roubini, 1992) et sont maintenant très bien identifiés (Eurostat, 2006). Une vision plus exhaustive des bilans publics et une définition de la dette plus proche de celle du secteur privé permettraient de limiter leur ampleur.

Enfin, l'inclusion des engagements sociaux conduirait à une réévaluation des risques portés par les bilans des États. Prenons par exemple la gestion du risque de taux. Certains gouvernements pilotent le risque de taux de leur portefeuille de dette en référence à un portefeuille de référence, ou en fonction d'un objectif de durée. Le périmètre de ces politiques est en général strictement circonscrit à la dette financière. Inclure les engagements de retraite revient à adjoindre au portefeuille de dette financière un portefeuille de droits à retraite, de type obligataire mais de durée très longue. En toute logique, ceci devrait conduire à raccourcir significativement l'objectif de durée assigné à la dette financière. En d'autres termes, cela vaut-il la peine d'accroître les engagements à très long terme de l'État en émettant des obligations à 30 ans ou 50 ans, ou en payant des contrats d'échange de taux (« swaps ») très longs, quand l'État est déjà engagé vis-à-vis de ses employés à de tels horizons ? Ceci change aussi la perspective sur l'exposition à d'autres risques. Certains intervenants de marché demandent aux États d'émettre des obligations dont le principal serait indexé sur un indice de longévité de la population (Antolin et Blommestein, 2007). Ces titres sont des véhicules d'investissement rêvés pour les fonds de pension dont le passif est exposé au risque de longévité. Mais l'inclusion des engagements sociaux dans le bilan des États conduirait ceux-ci à réaliser qu'ils sont eux mêmes exposés à ce risque.

Une autre problématique « importée » de l'environnement IFRS est celle du traitement des produits dérivés. Dans le secteur privé, la norme IAS 39 sur les instruments financiers pose le principe de comptabilisation en juste valeur de tous les instruments dérivés, introduit des tests d'efficacité stricts pour les couvertures et restreint très fortement la portée de la notion de « macro-couverture » (c'est-à-dire de couverture



d'un risque global portant sur une partie du résultat de l'entreprise, comme par exemple le risque de taux). On se souvient des discussions difficiles en Europe, au plus haut niveau politique, sur l'application d'IAS 39 aux intermédiaires financiers⁴. Sous IAS 39, les instruments de couverture qui ne respectent pas les tests d'efficacité sont considérés comme des positions isolées, c'est-à-dire spéculatives. Leurs variations de valeur sont constatées dans le compte de résultat, ce qui accroît sa volatilité.

Même si les normes IFRS ne s'appliquent pas directement aux entités publiques, il est à prévoir que les agences de dette qui emploient des produits dérivés à des fins de couverture devront produire des tests d'efficacité du même type que ceux des entreprises privées, ou bien enregistrer leurs variations de valeur en compte de résultat⁵. Par ailleurs, les choix de comptabilisation (en couverture ou comme position isolée) affecteront le périmètre des portefeuilles de dette, et donc l'analyse du risque porté par ceux-ci, par exemple leur frontière efficiente ou leur « cost-at-risk ».

Ceci soulève des questions de méthodologie et d'organisation interne. Les auditeurs publics ont-ils l'expertise suffisante pour comprendre des produits financiers complexes, et ne vaut-il pas mieux faire appel à des cabinets spécialisés dans l'audit bancaire ? Et il n'est pas évident que les méthodologies d'évaluation des risques développées par les institutions financières conviennent aux spécificités des États. Ainsi, les pertes maximales de type « valeur en risque » sont mesurées par les banques sur des périodes courtes, alors que l'horizon d'action de l'État est de plusieurs dizaines d'années.

IFRS ET FONCTIONNEMENT DU MARCHÉ DES TITRES D'ÉTAT

L'autre question centrale pour les gestionnaires de dette est l'impact des normes IFRS sur la demande de titres exprimée par les investisseurs et des intermédiaires financiers. Les nouvelles normes comptables peuvent-elles modifier la structure de la demande finale, ou influencer le fonctionnement du marché secondaire des titres d'État ?

L'impact le plus immédiat provient de la généralisation de la juste valeur. Un exemple emblématique est la valorisation des engagements de fonds de pension. De nouvelles réglementations entrées en vigueur au Royaume-Uni (novembre 2000 : norme d'information financière FRS 17, proche de la norme comptable IAS 19 évoquée plus haut), aux Pays-Bas (janvier 2007 : nouvelle réglementation « FTK » des fonds de pension) et dans les pays scandinaves ont eu pour effet, à des degrés et selon des modalités variables, d'encourager la valorisation en valeur



de marché et le provisionnement à 100 % des engagements de retraite à prestations définies.

Compte tenu de la structure de ces engagements, assimilables à des rentes, ceci crée un risque de taux considérable sur le passif des fonds, qui ne peut être couvert qu'en investissant dans des instruments à long terme à taux fixe ou en nouant des swaps receveurs avec des banques. Les banques avec qui les swaps sont contractés n'ont pas vocation à conserver ce risque par-devers elles et doivent à leur tour acheter des titres d'État. Ces stratégies d'investissement en fonction des engagements (« liability-driven investment ») ont déprimé les taux d'intérêt à long terme au Royaume-Uni, où des fonds de pension de très grande taille investissent sur un marché obligataire domestique relativement étroit (voir Boeri et *al.*, 2006 et Viñals, 2007). Dans la zone euro, elles contribuent à créer une prime de risque négative (quoique difficile à quantifier) sur les taux d'intérêt à long terme. À terme, des problématiques comparables pourraient résulter de la mise en œuvre complète de la juste valeur (pour l'instant limitée à l'actif) dans les sociétés d'assurances et à la mise en place simultanée de la directive « Solvabilité 2 ».

Face à ce phénomène, les agences de dette doivent-elles infléchir la structure de leur offre et émettre plus d'obligations à long terme ? Elles peuvent y avoir intérêt, dans le respect de leur objectif de minimisation du coût de la dette, dès lors que l'accroissement de la demande permet de vendre les titres plus chers. Ainsi, la demande des fonds de pension est une des raisons qui ont conduit l'agence France Trésor à émettre depuis 2005 des obligations à 50 ans, dont le rendement est plus avantageux pour le contribuable français (de - 0,04 % par an environ) que celui des obligations à 30 ans. Mais l'objectif de minimisation du coût doit primer⁶ et les émetteurs souverains doivent maintenir des politiques d'émission stables et assurer la liquidité de leurs titres pour toutes les maturités, y compris les plus courtes. Il n'est pas question de piloter la politique d'émission au gré des réformes réglementaires et comptables dans le secteur privé. Le rapport du Groupe des Dix sur les conséquences financières du vieillissement (Visco, 2005) exprime un point de vue équilibré sur la question.

Un autre exemple, de portée moins large, est celui de la norme IAS 7 sur les équivalents de trésorerie. Les équivalents de trésorerie sont « des placements à court terme, très liquides, facilement convertibles en un montant connu de trésorerie et soumis à un risque négligeable de changement de valeur ». De même que la trésorerie, ils peuvent être déduits de la dette. Cette définition restrictive stimule la demande de titres à très court terme, comme les bons du Trésor et le papier commercial de maturité inférieure à un an et les titres d'OPCVM



monétaires, au détriment d'autres produits comme les titres d'OPCVM plus risqués et les titres publics de maturité un peu plus longue qu'un an.

Enfin, un dernier exemple est celui de l'impact de la norme IAS 39 (cf. supra) sur les stratégies de couverture des acteurs privés. Outre les contraintes évoquées plus haut, IAS 39 impose de comptabiliser séparément (« bifurcation ») les instruments dérivés incorporés dans des contrats d'emprunt, quand ceux-ci ne sont pas mesurés en juste valeur. À ce titre, certains investisseurs ont exprimé la crainte que leurs commissaires aux comptes ne considèrent les obligations indexées sur l'inflation comme la combinaison d'un emprunt à taux fixe et d'une protection contre l'inflation. De la même manière, la réflexion n'est pas close sur l'impact d'IAS 39 sur la couverture par les banques de leurs encours de prêts indexés sur l'inflation (par exemple, du fait du mode de calcul du taux du livret A) au moyen d'obligations indexées ou de contrats d'échange d'inflation. Une remise en cause de ces couvertures affecterait le développement du marché des titres indexés sur l'inflation comme les OATi.

« L'inconscient est structuré comme un langage », disait Jacques Lacan⁷. La comptabilité est un langage qui exerce une influence puissante sur les comportements. L'État se voit volontiers comme le pilote et l'arbitre des normes comptables : il commence à découvrir qu'il en est lui-même le sujet.

NOTES

1. S'agissant des titrisations, on observe cependant un durcissement progressif des conditions posées par Eurostat pour un tel traitement.
2. Le rapport Pébereau (2006), chapitre I, A, prend clairement position contre l'inclusion du régime général.
3. La Commission européenne produit d'ores et déjà des analyses de viabilité à l'horizon 2050 intégrant les engagements de retraite (Commission européenne, 2007).
4. Voir le n° 71 de la Revue d'économie financière « Juste valeur et évaluation des actifs », septembre 2003.
5. Dans le cas français, la Cour des Comptes a d'ailleurs considéré qu'en 2006, s'agissant du portefeuille de swaps utilisé par l'agence France Trésor pour gérer le risque de taux, « la pertinence, la mise à jour et la documentation du modèle ayant servi de base à la définition de la stratégie poursuivie étaient insuffisantes pour attester l'efficacité du dispositif » (Cour des Comptes, 2007).
6. Il peut être légitime que le gouvernement demande à l'agence de la dette de fournir au secteur privé les instruments de couverture rendus nécessaires par telle ou telle réglementation, même si leur coût est supérieur à celui des émissions traditionnelles de l'État. Mais ce surcoût doit être identifié et considéré comme une subvention budgétaire aux acteurs concernés.
7. Entretien avec Gilles Lapouge, *Le Figaro Littéraire*, 1^{er} décembre 1966.

BIBLIOGRAPHIE

- ANTOLIN P., BLOMMESTEIN H. (2007), « Governments and the Market for Longevity-Indexed Bonds », *OECD Working Paper on Insurance and Private Pensions*, N° 4, January.
- BOERI T., BOVENBERG L., CŒURÉ B., ROBERTS A. (2006), *Dealing with the New Giants: Rethinking the Role of Pension Funds*, CEPR, London. July.
- BUIJTER W., CORSETTI G., ROUBINI N. (1993), « Excessive Deficits: Sense and Nonsense in the Treaty of Maastricht », *Economic Policy*, Vol. 8, N° 16, p. 57-100.
- COMMISSION EUROPÉENNE (2006), « Long Term Sustainability of Public Finances in the European Union », *European Economy*, N° 4.
- COUR DES COMPTES (2007), *Certification des comptes de l'État*, mai.
- EUROSTAT (2006), « Stock-flow adjustment in government accounts », *Statistics in Focus*, N° 26/2006.
- PEBEREAU M. (2006), *Rompre avec la facilité de la dette publique*, La Documentation française.
- DE ROUGEMONT PH. (2003), « Les activités du groupe de discussion électronique sur le traitement des régimes de pension dans les statistiques macro-économiques », Direction des statistiques de l'OCDE, septembre.
- VÉRON N. (2007), « The Global Accounting Experiment », *Bruegel Blueprint Series*, Bruxelles, April.
- VIÑALS J. (2007), « Institutional Investors, Global Savings and Asset Allocation », Banque des règlements internationaux, CGFS Paper, N° 27, February.
- VISCO I. (2005), « Ageing and Pension System Reform: Implications for Financial Markets and Economic Policies », *OECD Financial Market Trends*, Supplement, November.