

Chapitre 8

Ministère des Finances

La gestion de la dette du Canada :
les nouveaux défis à relever

Table des matières

	Page
Points saillants	8-5
Introduction	8-7
Objet de la vérification	8-7
Observations et recommandations	8-8
Objectifs de la gestion de la dette	8-8
Approche générale à la gestion de la dette	8-8
Structure par échéances de la dette	8-9
Indicateurs pour guider la gestion de la dette sur le marché intérieur	8-12
La liquidité et le marché des titres du gouvernement	8-13
Gestion des titres au détail	8-16
Le coût d'administration du programme	8-17
Rôle des titres au détail par rapport aux objectifs globaux de la gestion de la dette	8-18
Gestion des emprunts en devises	8-19
Gestion du risque et régie	8-22
Un environnement qui évolue	8-22
Régie de la gestion de la dette du Canada	8-24
Conclusion	8-26
À propos de la vérification	8-28
Pièces	
8.1 Dette portant intérêt pour l'exercice 1998-1999	8-8
8.2 Les gestionnaires de la dette fédérale	8-9
8.3 Indicateurs de base de la gestion de la dette	8-14
8.4 La liquidité et son importance pour les emprunteurs	8-15
8.5 Engagements en devises au 31 mars 1999	8-20
8.6 Engagements et actifs en devises	8-20
8.7 Titres d'emprunt utilisés pour les emprunts en devises	8-21



Ministère des Finances

La gestion de la dette du Canada : les nouveaux défis à relever

Points saillants

8.1 Le programme de gestion de la dette du Canada est une activité bien gérée dans l'ensemble. Cependant, à l'instar de tout programme, il faut l'adapter à l'évolution de son environnement. Nous avons constaté trois secteurs où le ministère des Finances doit revoir ses pratiques. Il doit notamment :

- établir un éventail plus complet de mesures du rendement pour garantir qu'il possède une base fiable pour évaluer la mesure dans laquelle le programme atteint ses objectifs. À l'heure actuelle, le Ministère se sert d'un éventail de données à l'interne, mais il rend compte de son rendement pour un seul objectif, soit le ratio de la dette à taux fixe à la dette totale, maintenant aux deux tiers;
- améliorer la transparence pour assurer la reddition de comptes au public non seulement des avantages, mais également des coûts des décisions portant sur tous les aspects de la gestion de la dette. Au cours des dernières années, le gouvernement a augmenté considérablement la part de la dette à taux fixe et le niveau des réserves de liquidités internationales, et il a établi des objectifs pour les titres au détail — mais sans divulguer les coûts prévus de ces décisions;
- modifier la gestion de la planification stratégique en consultant un éventail de spécialistes de l'extérieur pour avoir l'assurance d'obtenir des conseils complets et indépendants.

Contexte et autres observations

8.2 À la fin de 1998–1999, la dette portant intérêt du Canada s'établissait à 595 milliards de dollars et les frais d'intérêt annuels, à 41,4 milliards de dollars. La gestion de la dette est la responsabilité du ministère des Finances, en collaboration avec la Banque du Canada et Placements Épargne Canada.

8.3 Le principal objectif du programme de gestion de la dette est de fournir à l'État un financement stable, à faible coût, tout en maintenant la liquidité des marchés nationaux pour cette dette. Un autre objectif est de garantir l'existence de réserves suffisantes dans le Compte du fonds des changes pour atténuer la volatilité du taux de change sur le dollar canadien.

8.4 Nous avons constaté que le groupe de personnes qui gèrent ce programme sont fort dévouées. Elles surveillent étroitement l'évolution de la situation financière et économique qui pourrait influencer sur les activités de gestion de la dette et elles consultent régulièrement les opérateurs des marchés financiers. Elles se servent de techniques de modélisation de pointe pour déterminer les risques que pose la gestion de la dette et choisir des stratégies appropriées à cet égard.

8.5 Notre vérification a porté sur la façon dont les gestionnaires de la dette mesurent le rendement, sur l'information qu'ils communiquent et sur la régie du programme, plutôt que sur les choix qu'ils font ou les analyses qui justifient ces choix.

8.6 Au cours des dernières années, le gouvernement a pris d'importantes décisions concernant la gestion de la dette fédérale. Il a augmenté la part de la dette à taux fixe à plus long terme pour la porter aux deux tiers de la dette totale, ce qui représente quelque 18 p. 100 de plus qu'il y a trois ans. Si des titres à taux fixe à plus long terme rendent les coûts de l'intérêt plus prévisibles et réduisent le risque de refinancement, ils sont généralement plus coûteux, car les taux d'intérêt à long terme sont normalement plus élevés que les taux d'intérêt à court terme.

8.7 Au cours de la même période de trois ans, les réserves de liquidités internationales du Canada ont plus que doublé, pour s'établir à 25 milliards de dollars US. Un niveau élevé de réserves de liquidités internationales améliore la capacité du gouvernement de favoriser la stabilité de la valeur du dollar canadien et fournit également un large réservoir de fonds qui peuvent être utilisés pour financer les besoins imprévus. Cependant, il y a un coût à cela, car l'intérêt payé sur les emprunts en devises étrangères est généralement plus élevé que l'intérêt gagné sur les actifs en devises.

8.8 Nous avons examiné également la vente des titres au détail — les obligations d'épargne du Canada et les obligations à prime du Canada. Nous avons remarqué que, malgré les efforts de marketing déployés récemment pour ces obligations et la création d'un organisme de service spécial pour les commercialiser de façon dynamique, rien ne prouve de façon concluante que le programme des titres au détail est rentable. Nous encourageons le gouvernement à réexaminer le rôle du programme des titres au détail et ses répercussions sur les coûts. Nous l'encourageons également à communiquer les résultats de cet examen lorsqu'il l'aura réalisé.

Les réponses du Ministère à nos recommandations sont incluses dans le chapitre. Le Ministère accepte l'esprit de nos recommandations, en majeure partie, et indique comment il compte y répondre.

Introduction

8.9 Dans notre rapport de novembre 1996, nous avons publié les résultats d'une étude de la gestion de la dette publique, qui portait sur la façon dont le programme d'emprunt du gouvernement était organisé et géré. À l'époque de l'étude, en 1995–1996, le gouvernement fédéral avait enregistré un déficit de près de 30 milliards de dollars. Au cours de chacune des cinq années précédentes, il avait enregistré un déficit supérieur à 30 milliards de dollars. Comme l'étude l'indiquait, au cours de ces années, « la dette fédérale augmentait fortement, les taux d'intérêt fluctuaient et les cotes de crédit du gouvernement fédéral subissaient des baisses ».

8.10 La situation financière du gouvernement s'est véritablement retournée depuis lors. Aujourd'hui, les énormes déficits qui semblaient impossibles à combler ont été éliminés. L'excédent que le gouvernement fédéral prévoit pour l'exercice en cours sera le troisième excédent consécutif. Un excédent annuel est prévu au cours des prochaines années également. Qui plus est, le ratio de la dette fédérale au PIB est tombé d'un sommet de 71,2 p. 100 en 1995–1996 à 64,4 p. 100 à la fin de 1998–1999.

8.11 Malgré ce revirement considérable, des signes montrent qu'il faudrait modérer tout optimisme indu. En 1998, le ratio combiné de la dette au PIB des administrations canadiennes (mesuré d'après les comptes nationaux) s'établissait à 62,6 p. 100 — le deuxième en importance (après l'Italie) des pays du G-7, dont le ratio s'établit en moyenne à 48,3 p. 100. Malgré la réduction de la dette et des taux d'intérêt au cours des deux dernières années, l'encours de la dette est toujours très important; le service de la dette publique demeure l'article de dépense le plus important du gouvernement fédéral. À 41,5 milliards de dollars, le service de la dette publique

prévu pour l'exercice en cours représente près de 26 p. 100 de l'ensemble des dépenses fédérales.

8.12 Pour les gestionnaires de la dette du gouvernement, la diminution de la dette, plutôt que sa croissance, pose de nouveaux défis. Lorsque la dette augmentait, les nouvelles émissions de titres dépassaient les retraits, ce qui donnait aux gestionnaires la souplesse nécessaire pour adapter la composition de la dette selon les nouvelles émissions choisies. Lorsqu'on enregistre des excédents budgétaires, les émissions qui viennent à échéance dépassent les nouvelles, et la composition de la dette est en grande partie déterminée par la structure des échéances de l'encours de la dette. Dans ce contexte, une des principales préoccupations des gestionnaires de la dette est la façon de retrancher les titres d'emprunt qui arrivent à maturité tout en minimisant les bouleversements sur les marchés financiers.

Objet de la vérification

8.13 La gestion de la dette ne ressortit pas à la *taille* de la dette : la taille de la dette est déterminée essentiellement par la politique budgétaire du gouvernement et les incidences de cette politique sur l'économie. La gestion de la dette a plutôt trait à la façon dont le gouvernement lève des fonds pour répondre à ses besoins financiers, aux décisions qu'il prend au sujet de la composition de la dette publique et à sa régie de ces activités. Notre vérification a donc porté sur ces décisions et ces activités.

8.14 À la fin de l'exercice 1999, la dette portant intérêt du gouvernement fédéral s'établissait à 595 milliards de dollars (voir la pièce 8.1). Cette dette était composée de la dette hors marché ou dette intérieure, qui s'établissait à 135 milliards de dollars, et de la dette contractée sur les marchés, qui se chiffrait à 460 milliards de dollars.

Pour les gestionnaires de la dette du gouvernement, la diminution de la dette, plutôt que sa croissance, pose de nouveaux défis.

L'objectif fondamental de la gestion de la dette est de fournir à l'État un financement stable, à faible coût.

8.15 La plus grande partie de la dette intérieure du gouvernement comprend les engagements au titre des régimes de retraite du secteur public.

8.16 La dette contractée sur les marchés est la partie de la dette que le gouvernement contracte sur les marchés financiers. Elle comprend les obligations négociables et les bons du Trésor, les obligations d'épargne du Canada et les obligations à prime du Canada, et les bons et obligations libellés en devises étrangères.

8.17 Nous avons examiné comment le gouvernement mesure l'efficacité du programme de gestion de la dette. Nous avons évalué divers aspects de la gestion du programme, en mettant principalement l'accent sur la Division des marchés financiers du ministère des Finances. Comme la Banque du Canada joue le rôle de mandataire financier pour les aspects opérationnels de la gestion de la dette, nous avons également examiné l'information communiquée par la Banque. La vérification a porté également sur Placements Épargne Canada (PEC), l'organisme de service spécial responsable du volet titres au détail de la dette fédérale

contractée sur les marchés. La pièce 8.2 expose brièvement les rôles de ces trois intervenants.

Observations et recommandations

Objectifs de la gestion de la dette

8.18 L'objectif fondamental de la gestion de la dette est de fournir à l'État un financement stable, à faible coût. Maintenir au Canada un marché des capitaux performant pour les titres du gouvernement du Canada est un objectif stratégique connexe. Outre son importance pour le rendement global de l'économie, un marché des capitaux intérieur performant facilite les échanges des titres du gouvernement. Il facilite aussi l'émission des titres du gouvernement et contribue à réduire les coûts d'emprunt.

8.19 Le gouvernement emprunte en devises étrangères pour maintenir ses réserves à un niveau suffisant pour pouvoir intervenir afin d'atténuer les fluctuations de la valeur du dollar canadien sur les marchés étrangers, et pour assurer la liquidité des marchés en général.

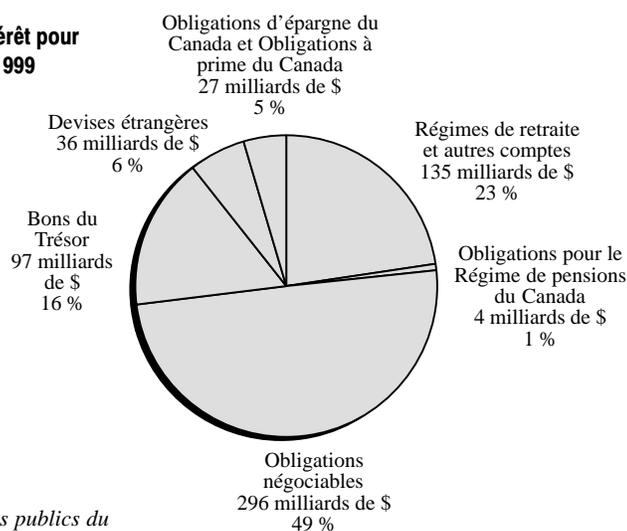
8.20 Ces objectifs correspondent aux objectifs des gestionnaires de la dette des gouvernements du monde entier et sont demeurés constants au cours de la dernière décennie. Cependant, les moyens de les atteindre ont varié selon les situations.

Approche générale à la gestion de la dette

8.21 Le gouvernement émet des titres tant en monnaie canadienne qu'en devises; 92 p. 100 des titres sont libellés en dollars canadiens. Tant sur le marché canadien que sur le marché des devises, sa tâche est de constituer des portefeuilles de titres équilibrés sur le plan du coût et du risque. Sur le marché intérieur, le gouvernement suit une approche « stratégique » à l'emprunt. Il cherche à

Pièce 8.1

Dette portant intérêt pour l'exercice 1998-1999



Source : Comptes publics du Canada 1998-1999, Volume 1, Tableau 6.1

Total — 595 milliards de \$

cultiver une relation avec le marché fondée sur la confiance et sur l'absence de surprises (par exemple, par l'annonce, à l'avance, du calendrier des émissions, par des activités transparentes et des émissions de titres standardisées), en tenant pour acquis qu'à long terme, cela permettra de réduire les coûts d'emprunt. En revanche, le Canada adopte une approche « opportuniste » sur le marché des devises. Il cherche à emprunter au coût le plus bas possible par chaque émission de titres tout en s'assurant une présence sur tous les segments du marché. La plupart des pays industrialisés adoptent une approche semblable à l'emprunt.

8.22 L'adoption d'une approche stratégique ne veut pas dire être passif sur le marché. À notre avis, le gouvernement est actif chaque fois qu'il participe au marché secondaire — lorsqu'il procède par exemple à des swaps de monnaies ou de taux d'intérêt ou à des rachats d'émissions. Son approche devient opportuniste lorsqu'il s'efforce de saisir les possibilités qu'offre le marché, là et au moment où elles se présentent.

8.23 Les principaux objectifs des activités de gestion de la dette sur le marché intérieur sont :

- maintenir une structure par échéances prudente;
- améliorer la liquidité et l'efficacité du marché des titres du gouvernement;
- encourager une vaste distribution des titres du gouvernement.

8.24 Les principaux objectifs des activités de gestion de la dette en devises sont :

- maintenir un niveau suffisant de réserves;
- minimiser le coût de maintien des réserves;
- gérer le risque avec prudence.

Structure par échéances de la dette

8.25 Le gouvernement émet des titres assortis de termes à court terme qui vont de quelques jours (pour les bons du Trésor à très court terme) à des obligations à 30 ans. La façon dont ces émissions sont distribuées dans ce spectre d'échéances est une décision essentielle que doivent prendre les gestionnaires de la dette et qui dépend de plusieurs facteurs. Parmi ceux-ci, on trouve les coûts du financement, la stabilité des frais de service de la dette et l'incidence

Le gouvernement emprunte en devises étrangères pour maintenir ses réserves à un niveau suffisant afin d'atténuer les fluctuations de la valeur du dollar canadien sur les marchés étrangers.

Le ministère des Finances, de concert avec la Banque du Canada et Placements Épargne Canada (PEC), l'agence de placement des titres du gouvernement fédéral sur le marché de détail, est responsable de la gestion de la dette fédérale contractée sur les marchés. La Division des marchés financiers du ministère des Finances effectue des analyses et formule des politiques et des recommandations à l'égard des programmes d'emprunt fédéraux, notamment pour le financement des réserves officielles de liquidités internationales, et aux fins de la gestion des risques financiers.

La Division travaille en partenariat avec la Banque du Canada, qui est le mandataire financier du gouvernement, en ce qui concerne tous les aspects des activités de gestion de la dette. À titre de mandataire financier, la Banque du Canada est responsable du volet opérationnel de ces activités, notamment les adjudications de titres fédéraux, l'émission des titres d'emprunt, le paiement des intérêts et les emprunts libellés en devises. La Banque a également pour tâche de surveiller les activités des marchés, de présenter des conseils en matière de politique de gestion de la dette et de diriger le Module de la gestion du risque du gouvernement.

C'est à PEC qu'il incombe au premier chef de gérer les titres offerts sur le marché de détail. PEC est un organisme de service spécial relevant du ministère des Finances, dont la tâche consiste à fournir un financement stable à faible coût, grâce à la conception et à la mise en marché de titres sur le marché de détail.

Pièce 8.2

Les gestionnaires de la dette fédérale

Source : Ministère des Finances, *Rapport sur la gestion de la dette*, 1998–1999

En 1995, le gouvernement a annoncé son objectif d'accroître la part des titres à taux fixe pour la porter de 55 p. 100 à 65 p. 100 en dix ans. Il a atteint cet objectif en août 1997, beaucoup plus tôt qu'il ne l'avait prévu.

éventuelle sur les marchés intérieurs des titres. Ce qui rend la décision particulièrement difficile, c'est que tous ces facteurs supposent des arbitrages ou compromis.

8.26 Les titres à long terme sont généralement plus coûteux que les titres à court terme. Cependant, ils rendent les coûts de financement futurs plus prévisibles et réduisent le risque de refinancement — le risque que des titres venant à maturité ne puissent être refinancés dans des limites acceptables pour l'emprunteur. Une part importante de titres à court terme peut accroître l'instabilité en exposant l'emprunteur à des difficultés de refinancement. Par conséquent, il faut généralement faire un compromis entre un financement peu coûteux, qui exige des émissions de titres à court terme, et un financement stable, qui exige des titres de créance à plus long terme. De fait, allonger le terme à court d'un titre est une façon pour le gouvernement de réduire l'incertitude au sujet des coûts de financement futurs ou la difficulté d'obtenir du financement. On peut donc considérer que le coût supplémentaire des titres à plus long terme correspond à une prime d'assurance : le prix payé pour se prémunir contre des risques indésirables. Combien d'assurance acheter — à quel point allonger la structure par échéances de la dette — est une question complexe pour laquelle il n'existe pas une seule bonne réponse.

8.27 Au cours des années 1980, les déficits et la dette du gouvernement du Canada ont fortement augmenté. Le gouvernement les a financés dans une mesure disproportionnée au moyen de bons du Trésor et d'obligations à court terme. Aussi, la proportion des titres à taux flottant a augmenté et le terme à court moyen de l'encours de la dette du gouvernement est tombé de six ans en 1980 à quatre ans à la fin de la décennie. Dans les circonstances, la forte augmentation des taux d'intérêt survenue

à la fin des années 1980 a entraîné une escalade des frais de service de la dette, ce qui a miné les plans financiers du gouvernement. Ces conséquences ont sensibilisé le gouvernement au risque des chocs des taux d'intérêt et l'ont amené à adopter une politique d'augmentation, au fil des ans, du ratio des titres à taux fixe aux titres à taux flottant.

8.28 Depuis 1990, le gouvernement a adopté une politique d'allongement de la structure par échéances de la dette. En 1995, il a annoncé un objectif précis pour la structure de la dette, à savoir accroître la part des titres à taux fixe pour la porter de 55 p. 100 à 65 p. 100 en dix ans. En fait, le gouvernement a atteint son objectif en août 1997, beaucoup plus tôt qu'il ne l'avait prévu. Au début de 1998, il a annoncé une légère augmentation de l'objectif, portant cette part aux deux tiers de l'encours de la dette brute. Il a atteint cet objectif en octobre 1998 et, depuis, a maintenu la part des titres à taux fixe à environ ce niveau.

8.29 L'amélioration des résultats financiers annuels du gouvernement et ses répercussions sur les besoins financiers annuels depuis le milieu des années 1990 sont la principale raison pour laquelle le gouvernement a atteint son objectif relatif aux titres à taux fixe beaucoup plus tôt qu'il ne l'avait prévu. En 1995, la dette fédérale sur le marché intérieur devait augmenter pour atteindre 465 milliards de dollars à la fin de l'exercice 1997–1998. En fait, la dette intérieure à la fin de cet exercice s'établissait à 440 milliards de dollars. L'émission d'obligations comme prévu dans ces circonstances supposait une forte réduction de la dette à court terme et un allongement important des échéances de l'encours de la dette.

8.30 En décidant d'atteindre cet objectif aussi rapidement, le gouvernement a dû faire une série de choix. Pour atteindre son nouvel objectif en deux ans, il lui a fallu réduire considérablement les émissions de bons du Trésor. Cela a fait augmenter les coûts d'emprunt en raison

des taux d'intérêt plus élevés sur les titres dont le terme à courir est plus long.

8.31 Parallèlement, en augmentant la part des titres à taux fixe, le gouvernement se protégeait davantage des fluctuations des taux d'intérêt. Dans le sillage de la crise financière qui a frappé le Mexique à la fin de 1994 et de la crise de l'unité canadienne un an plus tard, le gouvernement a jugé prudent de tirer parti de l'amélioration de ses finances et d'accélérer le rythme pour atteindre son objectif des deux tiers de la dette à taux fixe. Ainsi, le gouvernement a été en mesure de profiter plus tôt d'une stabilité accrue des frais d'intérêt et d'une réduction du risque de refinancement. Il s'est rapproché également de la moyenne des pays membres de l'OCDE.

8.32 Mais le maintien aux deux tiers de la part des titres à taux fixe est-il toujours le bon objectif? L'équilibre adéquat des échéances est essentiellement un choix subjectif, qui dépend des préférences des décideurs en matière de risque. Néanmoins, en règle générale, plus la dette est importante, plus forte est l'incidence des hausses imprévues des taux d'intérêt et plus il est souhaitable qu'une plus grande part de la dette soit composée de titres à taux fixe. C'est la raison pour laquelle le gouvernement a décidé en 1995 de faire passer la part de la dette à taux fixe de 55 p. 100 à 65 p. 100. Aujourd'hui, la dette demeure élevée par rapport à celle des autres pays de l'OCDE, mais elle est moindre que ce que l'on prévoyait en 1995 et l'on s'attend à ce qu'elle continue à diminuer dans un avenir prévisible. Au fur et à mesure que la dette diminue, l'incidence de la fluctuation des taux d'intérêt sur les frais de service de la dette diminue également.

8.33 Le gouvernement ne semble pas mettre en question sa décision de 1995; il semble croire que la protection financière qu'il avait contre le risque au milieu des années 1990 était inadéquate. Il a jugé que le fait d'avoir à refinancer 32 milliards de

dollars de titres tous les mois était trop risqué. Bien qu'une baisse de la taille de la dette réduise le volume de titres devant être refinancés tous les mois, le gouvernement a cru que cette manne d'améliorations imprévues de ses finances lui fournissait l'occasion de réduire ce risque encore plus rapidement.

8.34 Ce n'est pas la décision du gouvernement de réduire le risque de refinancement en augmentant la part de titres à taux fixe qui est préoccupante, ni la qualité des travaux qui étayent cette décision. Nous nous inquiétons plutôt de l'absence de transparence au sujet des coûts de cette décision. Cela est particulièrement important étant donné la taille de la dette : même un changement relativement faible de la structure par échéances de la dette peut avoir des répercussions financières importantes. Si l'on prend, par exemple, un écart de 100 points de base (un pour cent) entre les taux d'intérêt à long terme et les taux d'intérêt à court terme (à peu près la moyenne au cours des 30 dernières années), une variation de cinq pour cent de la part des titres à taux fixe par rapport aux titres à taux flottant pourrait produire une économie annuelle d'environ 250 millions de dollars. Un écart différent aurait une incidence différente.

8.35 **Le ministère des Finances devrait revoir son objectif concernant la structure de la dette pour déterminer si, à la lumière de la nouvelle situation économique et financière, cet objectif demeure valide.**

Réponse du Ministère : Chaque année, le Ministère réexamine la structure de la dette fédérale en tenant compte des modifications survenues dans le contexte fiscal et économique. Avant d'établir l'objectif de la structure de la dette, le Ministère prend en compte un certain nombre de facteurs, dont le degré de protection nécessaire contre les changements des taux d'intérêt ainsi que la volonté de limiter les coûts et les besoins sur le plan du refinancement et de

Ce n'est pas la décision du gouvernement de réduire le risque de refinancement en augmentant la part des titres à taux fixe qui est préoccupante, mais plutôt le manque de transparence au sujet des coûts de cette décision.

maintenir un marché en bonne santé pour protéger les valeurs de l'administration fédérale. La comparabilité du pays à d'autres emprunteurs souverains reconnus constitue un critère important. En outre, on élabore constamment des outils d'analyse de plus en plus ingénieux pour faciliter la planification et le contrôle de la structure de la dette.

Une gestion prudente et efficace de la dette est nécessaire pour qu'il soit possible de maintenir les frais de service de la dette à un bas niveau et pour augmenter la protection du gouvernement contre les fluctuations inattendues des taux d'intérêt et le risque inhérent au financement de la dette. Au cours des dernières années, on a pu stabiliser les coûts en haussant l'encours à taux fixe du gouvernement portant intérêt, qui est passé d'environ 50 p. 100 en 1992–1993 à approximativement les deux tiers à l'heure actuelle. Au début des années 1990, on estimait qu'une hausse de 100 points de base des taux d'intérêt entraînait une augmentation de 1,8 milliard de dollars des frais de service de la dette de première année. Aujourd'hui, la même hausse des taux d'intérêt se traduirait par une augmentation des frais de la dette de seulement 0,9 milliard la première année.

Au Canada, l'objectif structural et la structure réelle de la dette sont dévoilés deux fois par année dans la Stratégie de gestion de la dette et dans le Rapport sur la gestion de la dette. Les variations mensuelles de la structure de la dette fédérale sont également publiées.

8.36 Le ministère des Finances devrait communiquer au public tant les coûts prévus que les avantages escomptés d'un objectif particulier concernant la structure de la dette. Il devrait également communiquer les hypothèses utilisées pour calculer les coûts et les avantages.

Réponse du Ministère : Dans ses publications annuelles portant sur la gestion de la dette (Stratégie de gestion de

la dette et Rapport sur la gestion de la dette), le Ministère a fait preuve de beaucoup de transparence sur tous les aspects de la stratégie et de la gestion de la dette. La loi exige maintenant que ces publications soient déposées au Parlement dans les meilleurs délais.

Le Ministère reconnaît qu'il serait salubre d'augmenter la transparence, et nous faisons graduellement des progrès en ce sens en trouvant des moyens de présenter l'information d'une manière claire et simple, qui suscite l'intérêt et que le Canadien moyen peut comprendre facilement.

Indicateurs pour guider la gestion de la dette sur le marché intérieur

8.37 Comme nous l'avons déjà mentionné, l'objectif fondamental de la gestion de la dette est de fournir à l'État un « financement stable, à faible coût ». Énoncé en ces termes, l'objectif est trop général pour guider les activités de gestion de la dette. Qu'est-ce qu'un financement « stable »? Quelle variation des frais de service de la dette ou quel risque connexe le gouvernement est-il prêt à accepter pour réduire ses coûts? Comment ce premier objectif est-il limité par les objectifs secondaires de gestion de la dette, comme maintenir la liquidité des marchés de capitaux? Quels sont les coûts des scénarios plausibles quant aux taux d'intérêt pour un ensemble donné de stratégies de portefeuille? Dans quelle mesure un portefeuille de titres est-il sensible aux fluctuations des taux d'intérêt? Dans quelle mesure les gestionnaires de la dette gèrent-ils bien les risques et atteignent-ils les objectifs de coûts?

8.38 Dans la poursuite de leurs stratégies de gestion de la dette, les gouvernements se servent de plus en plus d'un éventail d'indicateurs pour guider leurs activités et évaluer le rendement des gestionnaires de la dette. Ces indicateurs incluent notamment :

- **La part des titres à taux fixe par rapport aux titres à taux flottant** — la part de la dette brute qui vient à échéance ou qui doit être refinancée dans plus de 12 mois par rapport à la part de la dette devant être refinancée dans moins de 12 mois.

- **Le terme à courir moyen (TCM)** — le temps moyen écoulé, mesuré habituellement en années, avant que la dette n'arrive à échéance ou ne doive être refinancée.

- **Duration** — mesure utilisée pour évaluer la sensibilité des obligations à la fluctuation des taux d'intérêt (plus la durée est longue, plus forte est la sensibilité).

- **Coût exposé au risque (CaR)** — mesure de la variabilité probable des frais de service de la dette que le gouvernement pourrait subir advenant une fluctuation des taux d'intérêt au cours d'une année donnée.

Pour une discussion plus détaillée de ces indicateurs, voir la pièce 8.3.

8.39 Ces indicateurs ne représentent que quelques-unes des techniques qui existent pour évaluer le rendement des gestionnaires de la dette et les guider dans la gestion d'un portefeuille de titres. La clé n'est pas de se fier à un seul élément d'information, mais d'établir un éventail d'objectifs; même si l'information fournie peut se chevaucher, ces indicateurs contribuent tous à une gestion plus efficiente de la dette. Nous pensons aussi qu'il est essentiel de communiquer régulièrement au Parlement tant les objectifs que la mesure dans laquelle ils sont atteints.

8.40 Dans notre rapport de 1996, nous avons fait remarquer que le gouvernement devrait établir des méthodes adéquates pour évaluer s'il atteint ses objectifs de gestion de la dette. Nous avons indiqué : « ...il est essentiel de posséder rapidement de l'information crédible, qui montre clairement si les objectifs de la dette sont

atteints ». Les progrès dans ce domaine semblent limités. Par exemple, le gouvernement examine maintenant un éventail d'informations internes, mais communique au public ses résultats de fin d'exercice pour deux indicateurs, le ratio de la dette à taux fixe et le terme à courir moyen. Seul le premier indicateur a un objectif transparent.

8.41 Le ministère des Finances devrait, pour la gestion du portefeuille de la dette, fixer un éventail d'objectifs qui serviraient de base pour mesurer le rendement. Le Ministère devrait communiquer ces objectifs et son rendement à leur égard dans le rapport *Stratégie de gestion de la dette* publié au printemps et le *Rapport sur la gestion de la dette* publié à l'automne.

Réponse du Ministère : Le Ministère a étendu la gamme des indicateurs de rendement qu'il utilise pour la gestion de la dette et les a perfectionnés, et il se situe à la fine pointe de ce type de recherche parmi les emprunteurs souverains dont la situation se compare à la sienne. Nous travaillons également à déterminer les meilleures façons de communiquer les objectifs et les rapports touchant le rendement dans le but d'améliorer les pratiques actuelles.

La liquidité et le marché des titres du gouvernement

8.42 Comme nous l'avons mentionné, maintenir au Canada un marché intérieur performant pour les titres du gouvernement est un objectif stratégique essentiel du programme de gestion de la dette du gouvernement. La stratégie fondamentale du gouvernement pour emprunter de façon rentable est de créer des marchés profonds et liquides pour ses titres.

8.43 Les principales caractéristiques de cette stratégie sont un calendrier d'émissions régulières d'obligations pour améliorer la transparence et la certitude, et de grosses émissions de référence pour améliorer la liquidité des marchés. La

Nous pensons qu'il est essentiel que les objectifs de gestion de la dette et la mesure dans laquelle ils sont atteints soient communiqués régulièrement au Parlement.

Pièce 8.3

Indicateurs de base de la gestion de la dette

Ratio taux fixe/taux flottant : Le ratio des titres à taux fixe/taux flottant est l'une des mesures les plus couramment utilisées pour guider les activités de gestion de la dette. La part des titres à taux fixe de la dette totale du Canada est passée de 63 p. 100 en 1994 aux deux tiers — ce qui se rapproche de la moyenne de l'OCDE (71 p. 100 en octobre 1998).

Cependant, un objectif opérationnel fondé uniquement sur le ratio des titres à taux fixe aux titres à taux flottant est un indicateur trop étroit du rendement pour guider efficacement les activités de gestion de la dette. Comme l'échéance des obligations du gouvernement peut varier d'un à 30 ans, le ratio des titres à taux fixe à la dette totale nous donne très peu d'information sur le profil par échéances de la dette ou les risques associés à celle-ci. Par conséquent, le terme à courir moyen du portefeuille doit également être considéré.

Terme à courir moyen (TCM) : La durée de vie moyenne des titres d'emprunt d'un portefeuille.

Selon le gouvernement, son rendement en matière de TCM est d'environ six ans pour 1998–1999, alors qu'il était de quatre ans en 1990. Cependant, il ne compare pas son objectif en matière de TCM avec celui des autres pays. Selon un rapport de l'OCDE, en 1997, le TCM du Canada (5,8) était plus élevé que celui des États-Unis (5,2), de l'Italie (4,7) et de la Belgique (4,4) et plus faible que celui du R.-U. (9,7) et de la France (6,2).

Duration : La duration est une mesure de la sensibilité du portefeuille à la fluctuation des taux d'intérêt. Il s'agit du terme à courir moyen pondéré des flux d'une obligation, les pondérations correspondant à la valeur actualisée de chaque flux en pourcentage du prix de l'obligation. La duration tient compte de la valeur marchande actuelle des flux futurs. Par conséquent, l'émission de titres d'emprunt à des taux d'intérêt plus faibles se traduira par une duration plus longue. Un portefeuille dont la duration est plus longue est plus sensible aux fluctuations des taux d'intérêt. Deux portefeuilles aux échéances identiques mais assorties de coupons différents procureront des flux différents et des sensibilités différentes aux fluctuations des taux d'intérêt. En revanche, deux portefeuilles aux échéances différentes mais assorties de coupons identiques procureront également des flux différents et des sensibilités différentes aux fluctuations des taux d'intérêt. Si l'on ne tient pas compte des autres différences, plus le terme à courir est court et plus le taux d'intérêt est élevé, moins le portefeuille est sensible à une fluctuation d'un pour cent du taux d'intérêt. La duration reflète ces différences, et mesure donc plus justement l'exposition au risque du taux d'intérêt d'une obligation. La duration tient compte des possibilités de gains et de pertes et reconnaît par conséquent les avantages et coûts économiques implicites des décisions de gestion de la dette.

La duration est utilisée couramment dans le contexte d'un portefeuille hypothétique ou repère pour lequel on a établi un objectif de duration qui reflète le compromis entre les risques et les coûts préféré par les décideurs. On peut utiliser un portefeuille repère tant pour guider les activités de la dette contractée sur le marché que pour évaluer le rendement du programme de gestion de la dette. Des pays comme l'Australie, la Belgique, le Danemark, l'Irlande, la Finlande et la Suède, pour n'en nommer que quelques-uns, se servent de portefeuilles repères, parmi de nombreux outils, avec des durations variables pour se guider dans la gestion de leurs portefeuilles. On peut se servir des variations dans le programme d'émission, de swaps et d'autres techniques pour maintenir le portefeuille dans les limites acceptables de l'objectif de duration établi pour le portefeuille repère. On peut alors évaluer le rendement en comparant les résultats obtenus au cours d'une période donnée avec le portefeuille repère.

Des fonctionnaires du ministère des Finances ont indiqué que le gouvernement souhaitait le développement de tels concepts en priorité. Il commence à tenir compte du genre d'information que les mesures de la duration servent à refléter. Cependant, jusqu'à maintenant, le Ministère n'a pas établi, d'après l'information que la duration mesure, de portefeuille repère qui servirait de guide soit pour la gestion du portefeuille soit pour juger du rendement des gestionnaires.

Selon un récent rapport de l'OCDE, en 1997, le Canada a enregistré une duration de 5,1, ce qui était bien supérieur à quatre des cinq pays visés par le rapport (à l'exception du R.-U., qui a enregistré 6,5).

Coût exposé au risque (CaR) : Le CaR est un indicateur utilisé pour mesurer les risques de marché. Cette technique, qui fait partie d'un ensemble de méthodes mathématiques hautement perfectionnées, sert à évaluer la variabilité des frais de service de la dette (advenant la fluctuation des taux d'intérêt) dans un intervalle de confiance donné au cours d'une certaine période. On peut l'interpréter comme la probabilité que les frais de service de la dette ne dépasseront pas un seuil donné au cours d'une année donnée. En évaluant diverses hypothèses au sujet du portefeuille de titres, le Ministère se sert du CaR pour évaluer le compromis à faire entre le risque et le coût.

pièce 8.4 traite de l'importance de la liquidité. (Pour en savoir davantage, voir le chapitre 21 de notre rapport de 1996.) De plus, le gouvernement a appuyé le développement d'un marché intérieur de contrats à terme sur les obligations et d'un système d'information par écran sur le marché secondaire pour ses titres. En facilitant les échanges de titres du gouvernement et en améliorant la transparence, ces initiatives aident à créer un marché performant pour les titres du gouvernement. Comme les investisseurs se servent des titres du gouvernement aux fins des opérations de couverture et comme références pour la détermination des prix des titres du secteur privé, des marchés performants pour les titres du gouvernement favorisent l'efficacité globale des marchés financiers du pays.

8.44 Le contexte d'emprunt pour la dette du gouvernement a évolué considérablement au cours des dernières années avec l'élimination du déficit et la réduction conséquente des besoins financiers et de la dette du gouvernement. En 1994–1995, ces besoins financiers s'établissaient à 26 milliards de dollars (exception faite des opérations de change); depuis 1996–1997, le gouvernement a enregistré un excédent chaque année et s'attend à ce qu'il en soit de même au cours de chacune des prochaines années. Des excédents financiers successifs auront pour effet de réduire la dette contractée sur les marchés et, à moins de changements dans la structure de la dette ou de rachats importants de titres, le volume des émissions de titres diminuera. Dans ce contexte, le défi important qui se pose aux

gestionnaires de la dette est le maintien de marchés liquides et efficaces.

8.45 Le volume est un facteur clé de la liquidité des marchés financiers. Toutes choses étant égales par ailleurs, plus le volume de titres offerts sur un marché donné est grand, plus le volume des échanges sera élevé, et plus les investisseurs auront confiance de pouvoir convertir leurs actifs en liquidités sans pertes. Il peut y avoir des exceptions bien sûr, mais généralement le volume et la liquidité vont de pair.

8.46 Au cours des dernières années, le gouvernement a adopté un certain nombre de mesures pour atténuer l'incidence de la diminution des besoins d'emprunt sur la liquidité ou l'efficacité des marchés financiers. Le cycle des adjudications de bons du Trésor, qui était auparavant d'une semaine, est passé à deux semaines. La fréquence des émissions d'obligations à 30 ans a été réduite de quatre fois à deux fois l'an. Le gouvernement a aussi éliminé l'émission de référence à trois ans et a mis en oeuvre un programme pilote de rachat d'obligations du marché secondaire. Ce programme a pour objet de racheter les obligations qui ne sont pas échangées activement avant qu'elles n'arrivent à échéance. Ainsi, le gouvernement aide à maintenir le volume de l'encours des obligations et contribue à la liquidité du marché des nouvelles obligations. Ces mesures ont aidé à réduire l'incidence de la baisse des émissions de titres sur la profondeur et la liquidité du marché des obligations.

8.47 D'autres mesures de gestion de la dette ont eu, cependant, l'effet contraire. Plus particulièrement, la politique du

Le gouvernement a adopté un certain nombre de mesures pour atténuer l'incidence de la diminution des besoins d'emprunt sur les marchés financiers.

La diminution de l'offre de bons du Trésor a réduit la liquidité sur le marché des bons du Trésor.

La liquidité a trait à la facilité avec laquelle un titre peut être échangé sans qu'il y ait d'effet sur son prix. Comme la capacité de convertir un actif en liquidités sans pertes est une option attrayante, les investisseurs sont disposés à accepter des taux d'intérêt plus faibles pour un titre liquide que pour un titre moins liquide. Cela veut dire que les emprunteurs — les émetteurs de titres — peuvent lever des fonds à un coût moindre.

Pièce 8.4

La liquidité et son importance pour les emprunteurs

Nous pensons que le programme de rachat peut être davantage mis à profit pour améliorer la liquidité des marchés pour les titres du gouvernement.

gouvernement consistant à accroître la part des titres à taux fixe a réduit l'encours des titres disponibles sur le marché des bons du Trésor. L'encours des bons du Trésor est tombé de 166 milliards de dollars en 1993–1994 à 97 milliards de dollars en 1998–1999. Cette diminution de l'offre de bons du Trésor a eu un effet important sur les échanges sur le marché des bons du Trésor. Le coefficient de rotation trimestriel (le volume des échanges au cours d'un trimestre par rapport à l'encours) a été réduit de près de 7 en 1995 à 3,6 au cours du deuxième trimestre de 1999, et les écarts entre les cours acheteur et vendeur cotés par les courtiers se sont élargis. Avec l'encours des instruments financiers, des coefficients de rotation élevés et des écarts serrés entre les cours acheteur et vendeur sont les principaux indicateurs de la liquidité des marchés. Les effets que nous avons décrits indiquent par conséquent une réduction de la liquidité du marché des bons du Trésor.

8.48 Nous pensons que le programme de rachat peut être davantage mis à profit pour améliorer la liquidité des marchés. Dans une étude récente, la Banque du Canada indiquait que, pour la taille du marché, le nombre d'émissions en cours au Canada est plus important qu'aux États-Unis, ce qui reflète un marché plus fragmenté pour les titres du gouvernement. Le regroupement de ce grand nombre d'émissions relativement petites en un plus petit nombre d'émissions plus grandes pourrait améliorer la liquidité des marchés pour les titres du gouvernement et réduire les coûts d'emprunt. Étant donné l'ampleur de la dette publique, même une petite baisse du taux d'intérêt se traduirait par de grosses économies. Une réduction des rendements d'un seul point de base (0,01 point de pourcentage) pourrait réduire les coûts d'emprunt de quelque 50 millions de dollars par an.

8.49 Un programme de rachat amélioré fournirait aussi l'occasion de

modifier le profil par échéances de la dette, si le gouvernement le souhaitait.

8.50 Après avoir étudié les avantages de l'élargissement du programme de rachat, les gestionnaires de la dette devraient comparer le coût de rachat de l'encours de la dette avec le coût d'émission de nouveaux titres. Ils devraient également évaluer la capacité du marché d'absorber les interventions d'un acteur aussi important.

8.51 Le ministère des Finances devrait étudier les avantages éventuels d'un programme plus actif de rachat pour ajuster le profil par échéances de la dette du gouvernement et favoriser la liquidité des marchés pour les titres du gouvernement.

Réponse du Ministère : Comme nous l'avons annoncé dans le plus récent numéro de Stratégie de gestion de la dette, une structure prudente et appropriée est actuellement en place et est maintenue aux deux tiers en titres d'emprunt à taux fixe. Cette structure et la stratégie globale de la dette sont réexaminées chaque année de manière à tenir compte des changements qui surviennent dans le contexte fiscal et économique ainsi que de la position relative du Canada par rapport à ses pairs. Il est également tenu compte de la rétroaction obtenue des participants au marché des titres pour l'administration fédérale.

En ce qui a trait au rachat de titres, l'évaluation du projet pilote est terminée et un programme permanent sera mis en oeuvre. Des discussions avec des acteurs sur le marché ont révélé que les rachats ont une incidence positive sur le maintien des liquidités sur le marché des titres de l'administration fédérale et qu'ils pourraient également être utiles à des fins de gestion de trésorerie.

Gestion des titres au détail

8.52 Les titres au détail comprennent les titres non négociables comme les obligations d'épargne du Canada (OEC) et

les obligations à prime du Canada (OPC), ainsi que les titres négociables que possèdent les Canadiens. La présente section du chapitre traite des OEC et des OPC, les instruments dont Placements Épargne Canada est directement responsable.

8.53 Dans les premières décennies de l'après-guerre, le secteur des titres au détail était une composante importante du marché des titres du gouvernement. Même jusqu'à la fin des années 1970, les obligations d'épargne du Canada, le principal titre au détail, représentaient environ le tiers de l'encours de la dette du gouvernement fédéral contractée sur les marchés. Depuis, la part des titres au détail a diminué régulièrement. Aujourd'hui, les OEC et les OPC représentent environ six pour cent de l'encours de la dette du gouvernement contractée sur les marchés.

8.54 En 1995, le gouvernement a établi un organisme de service spécial, qui s'appelle maintenant Placements Épargne Canada (PEC), pour gérer le programme des titres au détail. Son but était d'offrir aux Canadiens plus de possibilités d'investir au Canada, afin de réduire la dépendance du gouvernement à l'égard des prêteurs étrangers et de mettre fin à la tendance à la baisse de la part de la dette totale composée de titres au détail. L'organisme ne cherche plus à réduire sa dépendance à l'égard des prêteurs étrangers, mais la réduction de la baisse de la part des titres au détail de la dette compte toujours parmi ses principaux objectifs.

8.55 L'organisme a pris certaines initiatives pour rendre les titres au détail plus attrayants et accessibles aux Canadiens. Il a introduit un nouveau produit, les obligations à prime du Canada, qui offrent un rendement plus élevé que les obligations d'épargne du Canada traditionnelles mais qui ne sont pas encaissables en tout temps. Dans le cadre d'un projet pilote, l'organisme a

étendu la période de vente de trois semaines à l'automne à six mois. Il a aussi modifié la conception de son programme d'épargne-salaire afin de le rendre plus souple pour les employés et plus facile à administrer pour les employeurs.

8.56 Ces initiatives ont aidé quelque peu à contenir l'érosion de la clientèle pour les titres au détail. L'encours des obligations d'épargne du Canada (y compris les obligations à prime du Canada) s'établissait à environ 30 milliards de dollars au cours des cinq dernières années et la part des titres au détail devrait demeurer à son niveau actuel, soit un peu plus de six pour cent de la dette totale. L'organisme soutient aussi avoir réalisé des économies et des gains d'efficacité importants par ses méthodes novatrices de marketing et de distribution des titres au détail.

Le coût d'administration du programme

8.57 Le coût total de gestion du portefeuille des titres au détail a augmenté pour s'établir à 137,4 millions de dollars en 1998–1999, par rapport à 126,6 millions de dollars en 1997–1998. Ce coût comprend les dépenses directes de PEC, les commissions payées aux agents de placement et les honoraires de la Banque du Canada. En qualité de mandataire financier de PEC, la Banque assure le soutien des opérations et des systèmes du programme de placement des titres au détail, y compris la tenue des comptes, le calcul des intérêts et les paiements aux quelque cinq millions de propriétaires d'OEC. Les honoraires versés à la Banque pour ces services représentent environ 48 p. 100 des dépenses totales du programme des titres au détail.

8.58 L'importance de ces honoraires fait l'objet d'un débat entre la Banque et PEC. L'organisme conteste la façon dont la Banque attribue les coûts indirects et directs au programme des titres au détail.

Le coût total de gestion du portefeuille des titres au détail s'est établi à 137,4 millions de dollars en 1998–1999. Les honoraires versés à la Banque du Canada pour les services administratifs représentent environ 48 p. 100 des dépenses totales du programme des titres au détail.

L'importance de ces honoraires fait l'objet d'un débat entre la Banque du Canada et Placements Épargne Canada (PEC).

Nous pensons qu'il existe un conflit entre le mandat de PEC et les objectifs globaux du programme de gestion de la dette du gouvernement.

Pour assurer la rentabilité des titres au détail, il faudrait établir le prix de ces titres uniquement par rapport aux titres du gouvernement vendus sur le marché de gros — et non par rapport à des titres du secteur privé, comme les certificats de placement garantis.

Ce différend entre la Banque et PEC est un obstacle majeur à la signature d'un protocole d'entente énonçant clairement leurs responsabilités et rôles respectifs et leurs coûts de gestion des titres au détail. Le protocole d'entente, qui devait être conclu à l'automne de 1997, ne l'avait toujours pas été à la fin de 1999.

8.59 Pour gérer efficacement le programme des titres au détail, PEC doit avoir établi des modalités de travail claires avec la Banque du Canada, qui est l'administrateur du programme. Il doit aussi connaître les coûts de fonctionnement du programme.

8.60 Placements Épargne Canada, la Banque du Canada et le ministère des Finances devraient conclure une entente qui précise clairement les services que la Banque doit offrir et la méthode à utiliser pour établir les coûts de ces services.

Réponse du Ministère : Toutes les parties appuient cette recommandation.

Rôle des titres au détail par rapport aux objectifs globaux de la gestion de la dette

8.61 À un niveau plus fondamental, nous pensons qu'il existe un conflit entre le mandat de l'organisme, à savoir de renverser la tendance à la baisse des titres au détail, et les objectifs globaux du programme de gestion de la dette du gouvernement, qui est de fournir à l'État un financement stable, à faible coût et de maintenir la liquidité des marchés financiers.

8.62 Les titres au détail sont composés en majeure partie d'obligations d'épargne du Canada, encaissables en tout temps. Un produit qui est encaissable au moment choisi par l'investisseur expose l'emprunteur à des risques de financement imprévisibles. On peut difficilement l'associer à l'objectif de stabilité des coûts de financement. Selon une étude réalisée pour le compte de l'organisme, la question de savoir si des titres au détail aident à

diversifier le portefeuille de titres du gouvernement et, partant, à réduire le risque de taux d'intérêt et le risque de refinancement reste à prouver. L'étude montre qu'il existe une forte corrélation entre le coût des titres au détail et le coût de tous les titres au gros du gouvernement, comme les bons du Trésor et les obligations du gouvernement.

8.63 Le moment de faire la promotion des titres au détail semble particulièrement mal choisi aujourd'hui, alors que le gouvernement doit s'efforcer de maintenir la liquidité des marchés financiers malgré une diminution de la dette. Les OEC sont des titres non négociables. Plus le gouvernement réussit à en vendre, plus le volume des bons du Trésor et des autres obligations négociables du gouvernement diminuera. Cela s'ajoute à l'effet négatif de la diminution des nouvelles émissions sur la liquidité des marchés.

8.64 La promotion dynamique des titres au détail pourrait peut-être se justifier si ces titres constituaient pour le gouvernement un moyen rentable d'emprunter, mais cela est loin d'être prouvé. Étant donné la façon dont les prix des titres au détail sont fixés, la rentabilité n'est pas assurée. Pour que les titres au détail soient rentables, il faut que le rendement sur les OEC soit suffisamment inférieur au rendement de titres équivalents vendus sur le marché de gros (bons du Trésor et obligations négociables), vu les frais d'administration plus élevés du programme des titres au détail et le risque accru que pose l'encaissabilité en tout temps des OEC.

8.65 À l'heure actuelle, Placements Épargne Canada estime le rendement des OEC et des OPC en utilisant comme référence les titres vendus sur le marché de gros. Mais pour atteindre ses objectifs quantitatifs, l'organisme établit les prix de ces titres en fonction des rendements des certificats de placement garantis (CPG) vendus par les institutions financières privées. Ainsi, les OEC ne sont rentables

que si les taux d'intérêt sur les CPG sont suffisamment inférieurs aux taux sur les titres au gros du gouvernement. Cela ne sera pas le cas si l'écart entre les CPG et les titres vendus sur le marché de gros se rétrécit. Pour assurer la rentabilité des titres au détail, il faudrait établir le prix de ces titres uniquement par rapport aux titres du gouvernement vendus sur le marché de gros — et non par rapport à des titres du secteur privé comme les CPG. Cependant, si le gouvernement suivait cette règle, il ne pourrait poursuivre en même temps des objectifs quantitatifs pour les titres au détail. Il devrait se satisfaire de la quantité de titres au détail pouvant être vendus à ce prix.

8.66 Quand les OEC ont été introduites pour la première fois il y a 50 ans environ, elles répondaient à un besoin évident de placements sécuritaires, liquides et accessibles aux ménages canadiens moyens. Étant donné le grand nombre d'instruments d'épargne introduits ces dernières années, ce besoin est moins évident aujourd'hui. Si le gouvernement juge toujours souhaitable d'offrir un placement sans risque aux investisseurs au détail, nous nous demandons pourquoi il est nécessaire de commercialiser les OEC de façon aussi énergique, en concurrence avec les institutions financières du secteur privé. Le seul fait d'offrir cette option devrait suffire.

8.67 Pour que les titres au détail soient rentables, leur prix devrait être établi par rapport aux émissions de titres du gouvernement vendus sur le marché de gros. En revanche, si le gouvernement veut que les ménages canadiens détiennent une certaine part des titres au détail, il doit être prêt à en communiquer les coûts.

8.68 Nous croyons savoir que le ministère des Finances entreprend actuellement un examen des divers aspects du programme des titres au détail.

8.69 Le ministère des Finances devrait préciser le rôle du programme des titres au détail dans le contexte des objectifs globaux de la gestion de la dette publique. Pour que les titres au détail soient rentables, il faudrait en établir le prix uniquement par rapport à des titres comparables du gouvernement vendus sur le marché de gros, sans tenir compte des taux offerts pour d'autres instruments du secteur privé. Si le Ministère se fixe un objectif quantitatif pour les titres au détail, il devrait communiquer les coûts liés à l'atteinte de cet objectif.

Réponse du Ministère : Le programme de placement de titres sur le marché de détail permet d'obtenir une clientèle d'investisseurs diversifiée et de répondre aux besoins des Canadiens en matière de placements. Compte tenu des changements survenus sur le plan des exigences financières et d'un marché concurrentiel fluctuant, il reste à définir la façon dont le gouvernement devrait s'y prendre pour maintenir un programme rentable et compétitif de placement de titres sur le marché de détail pouvant assurer aux Canadiens l'accès aux titres du gouvernement du Canada.

Gestion des emprunts en devises

8.70 Comme nous l'avons mentionné, tous les fonds nécessaires aux activités gouvernementales au niveau fédéral sont levés sur les marchés intérieurs, en dollars canadiens. Le gouvernement emprunte en devises étrangères uniquement pour financer les réserves de liquidités internationales du Canada. Ces réserves servent à assurer la stabilité du taux de change du dollar canadien et à favoriser la liquidité générale du gouvernement.

8.71 Les réserves de liquidités internationales du Canada ont augmenté considérablement à la fin des années 1980, alors que le dollar canadien subissait une forte pression à la hausse et que le gouvernement intervenait pour atténuer la volatilité du taux de change.

Au début des années 1990, on a laissé ces liquidités diminuer considérablement, au moment où le dollar canadien subissait des pressions à la baisse. En 1996, le gouvernement a annoncé son intention d'accroître les réserves de liquidités internationales du Canada pour tenir compte de l'augmentation des flux sur les marchés de change étrangers et pour qu'elles correspondent aux réserves de pays comparables. Conformément à cette intention, les réserves de liquidités internationales ont plus que doublé ces dernières années — passant de 12 milliards de dollars américains à la fin de 1995–1996 à 25 milliards de dollars américains à la fin de 1998–1999 (et à 28,6 milliards de dollars américains à la fin de l'année civile 1999).

8.72 Les engagements en devises (utilisés pour financer ces réserves) sont passés de 14,2 milliards de dollars américains à 33,8 milliards de dollars américains au cours de la même période. (La pièce 8.5 montre la structure de ces engagements en devises.) La pièce 8.6 explique la différence entre les réserves de liquidités internationales et les engagements en devises et indique le

Pièce 8.5

Engagements en devises au 31 mars 1999 (milliards de dollars américains)

Bons du Canada	6,7
Billets du Canada	0,8
Eurobillets à moyen terme	3,3
Obligations libellées en devises	13,0
Total de la dette libellée en devises	23,8
Swaps de monnaies	10,0
Total des engagements en devises	33,8

Source : Ministère des Finances, *Rapport sur la gestion de la dette*, 1998–1999

Pièce 8.6

Engagements et actifs en devises

Les engagements en devises représentent les emprunts du gouvernement dans d'autres monnaies que la monnaie canadienne, tandis que les réserves de liquidités internationales représentent les placements de ces fonds dans des actifs non canadiens de grande qualité. La différence entre le coût d'emprunt et le rendement du placement est de 10 à 20 points de base environ.

principal coût de maintien de ces réserves. La différence entre les réserves et les engagements reflète l'incidence de l'intervention du gouvernement en devises. Dans le sillage de la crise financière qui a frappé l'Asie de l'Est en 1997 et de la crise du rouble en 1998, le dollar canadien a subi de fortes pressions à la baisse. Le gouvernement a alors utilisé une partie importante de ses réserves de liquidités internationales pour soutenir le dollar canadien sur le marché des changes. Il reconstitue ces réserves de change à l'aide d'achats en monnaie canadienne au fil du temps lorsque les conditions du marché le permettent, afin de rééquilibrer ses réserves de liquidités étrangères et les engagements en devises.

8.73 Au cours des dernières années, les réserves de liquidités étrangères étaient composées presque exclusivement de dollars américains, et les emprunts en devises étaient effectués essentiellement en dollars américains également. Les lignes directrices sur le Compte du fonds des changes adoptées l'an dernier indiquent que le gouvernement est maintenant disposé à maintenir une part de ses réserves dans d'autres devises, surtout en euro, mais aussi en yen. Il est donc probable que les emprunts dans ces devises représenteront une part plus importante du portefeuille d'emprunt en devises du Canada.

8.74 Les principaux objectifs opérationnels de la gestion de la dette en devises sont de minimiser le coût du maintien des réserves et de gérer avec prudence les risques que ce type de dette comporte.

8.75 Les risques associés aux emprunts en devises sont gérés au moyen d'un éventail de stratégies. Pour minimiser le risque du taux de change et le risque du taux d'intérêt, les gestionnaires de la dette géraient les réserves en veillant, dans la mesure du possible, à ce que les actifs correspondent aux engagements sur le plan des devises et des échéances. Comme pour la dette

intérieure, le risque de refinancement peut être réduit en émettant des titres offrant un large éventail de rendements à un large bassin d'investisseurs et en limitant la part des titres à court terme.

8.76 Pour minimiser le coût de la dette, les gestionnaires de la dette surveillent de près les marchés et saisissent les possibilités d'emprunt et de placement au moment et là où elles se présentent. Le gouvernement prévoit et adapte alors ses émissions en fonction des préférences des investisseurs, sous réserve de ses besoins de financement et de son désir de maintenir la présence du Canada sur le marché comme emprunteur stable. Les instruments utilisés varient largement (voir la pièce 8.7). Les bons et les obligations en dollars américains ont été dans le passé les principales sources de financement et ils demeurent des sources importantes aujourd'hui. Cependant, les swaps de monnaies et les eurobillets à moyen terme ont commencé à jouer un rôle de plus en plus important.

8.77 Les swaps sont des accords entre des contreparties prévoyant l'échange d'obligations sur une période donnée. Dans un swap de monnaies, le gouvernement échange un titre en monnaie canadienne et l'intérêt sur ce titre pour un titre en devises étrangères et

l'intérêt sur ce titre. Un swap constitue souvent un moyen d'obtenir des devises moins coûteux que l'emprunt direct, étant donné l'avantage comparatif dont le gouvernement jouit sur les marchés des capitaux intérieurs. L'encours des swaps de monnaies a augmenté au cours des trois dernières années, passant de un milliard de dollars américains à la fin de 1995-1996 à dix milliards de dollars américains en 1998-1999.

8.78 Le programme des eurobillets à moyen terme a été lancé en mars 1997. Les eurobillets à moyen terme peuvent être libellés en devises différentes selon les préférences des investisseurs. S'ils sont libellés dans une autre devise que les dollars américains, ils sont alors généralement échangés en dollars américains, la principale devise composant les réserves de liquidités internationales du Canada. Le programme permet d'emprunter à faible coût en profitant des émissions offertes dans des devises autres que les devises principales (devises autres que le dollar américain, l'euro ou le yen). À la fin de l'exercice 1998-1999, les engagements du Canada dans le cadre du programme des eurobillets à moyen terme s'établissaient à 3,3 milliards de dollars américains.

8.79 Le coût de la dette sous forme de swaps ou d'eurobillets à moyen terme est

Titre	Description	Public/privé
Bons du Canada	Billets à court terme (moins de neuf mois) émis en dollars américains aux États-Unis	Émission publique
Billets du Canada	Billets à long terme (au moins neuf mois) émis en dollars américains aux États-Unis	Émission publique
Eurobillets à moyen terme	Billets à moyen terme, émis à l'extérieur des États-Unis et du Canada dans un éventail de devises et d'une valeur de moins de un milliard de dollars	Émission publique ou placement privé
Obligations multimarché et autres obligations et billets	En règle générale, émission plus importante dans un éventail de devises qui ne font pas partie de l'une ou l'autre des catégories ci-dessus	Émission publique
Swaps de monnaies	Les swaps sont utilisés pour convertir les titres émis dans une devise autre que le dollar américain en titres en dollars américains.	Placement privé

Pièce 8.7

Titres d'emprunt utilisés pour les emprunts en devises

Le ministère des Finances et la Banque du Canada ont commencé à élaborer un cadre de gestion de portefeuille plus explicite pour les actifs en liquidités internationales et les engagements en devises. Rendre ce cadre public améliorerait la transparence et renforcerait la reddition de comptes à l'égard du programme de gestion des emprunts en devises.

beaucoup moins élevé que le coût des obligations multimarché assorties des mêmes échéances et est, en moyenne, même inférieur au coût des bons du Canada (billets libellés en dollars américains émis aux États-Unis), qui sont émis avec un terme maximum à court de seulement neuf mois. L'utilisation des swaps de monnaies et des eurobillets à moyen terme est donc un moyen rentable de diversifier et d'allonger les échéances de la dette du Canada en devises étrangères.

8.80 Comme l'emprunt en monnaie canadienne, l'emprunt en devises est effectué selon un plan établi tous les ans, avant le début de l'exercice, et approuvé par le ministre des Finances. Le plan contient des objectifs de financement et des objectifs de gestion du risque et établit des stratégies pour les atteindre. Les discussions entourant ces plans sont approfondies et les analyses, sophistiquées et de grande qualité. Cependant, d'après les documents que nous avons examinés, les attentes à l'égard de ces objectifs ne sont pas suffisamment quantifiées et il n'existe pas de critères précis en regard desquels mesurer le rendement.

8.81 Nous avons été informés que le ministère des Finances et la Banque du Canada ont commencé à élaborer un cadre de gestion du portefeuille plus explicite pour les actifs liés aux réserves de liquidités internationales et les engagements en devises. Ce cadre tiendrait compte des objectifs en matière de réserves et de leur composition, de même que des objectifs pour la dette étrangère (coût, diversification, échéances, par exemple). Nous considérons cela comme un grand pas dans la bonne direction et une pratique conforme aux meilleures pratiques d'autres administrations. Nous croyons aussi que, lorsqu'il aura été élaboré, le cadre devrait être rendu public, sous réserve, éventuellement, de données commerciales sensibles. Il est nécessaire de divulguer ce cadre pour qu'il serve non

seulement d'outil de gestion interne, mais également de moyen pour que le Parlement et le public puissent tenir les gestionnaires de la dette responsables. Rendre ce cadre public améliorerait la transparence et renforcerait la reddition de comptes à l'égard du programme de gestion des emprunts en devises.

8.82 Le ministère des Finances devrait élaborer un cadre de gestion du portefeuille d'actifs de liquidités internationales et d'engagements en devises et le rendre public.

Réponse du Ministère : Les activités du Ministère en ce qui a trait à la gestion de l'actif et du passif en devises sont déjà régies par un cadre précis. Le Ministère continue d'élaborer des améliorations et respecte les meilleures pratiques émergentes, et il tentera d'accroître la transparence des opérations en devises. À l'heure actuelle, un grand nombre de détails sur les opérations du gouvernement en devises sont communiqués chaque année dans le rapport annuel sur le Compte du fonds des changes, lequel comprend des états financiers étudiés par le Bureau du vérificateur général du Canada. Compte tenu de la nature délicate des opérations sur le plan commercial et des répercussions possibles sur le marché de certaines des informations, il est parfois impossible de dévoiler toutes les opérations à la population.

Gestion du risque et régie

Un environnement qui évolue

8.83 Avec l'augmentation de l'encours de la dette et du ratio de la dette au PIB à la fin des années 1980 et au début des années 1990, les gouvernements ont pris douloureusement conscience du coût financier des emprunts. Ils se sont rendu compte de l'importance des techniques mises au point pour minimiser les coûts et les risques. Plus récemment, avec la mondialisation des marchés et l'éventail accru d'instruments financiers et de

techniques de gestion des portefeuilles, une nouvelle dimension s'est ajoutée à la complexité de la gestion de la dette. Aujourd'hui, de nombreux gouvernements ont commencé à se doter d'une capacité de gestion des risques et bon nombre ont réorganisé la structure de gestion de la dette.

8.84 Gestion du risque. Le risque est composé de deux éléments : la probabilité qu'un événement se produise et les conséquences de cet événement. Un gestionnaire de la dette est confronté aux risques que le marché lui-même provoque — le risque du taux d'intérêt et le risque du taux de change — et aux risques extérieurs au marché, particulièrement le risque opérationnel, le risque de contrepartie et le risque de refinancement.

8.85 Pour gérer le risque, les gestionnaires de la dette veulent faire des choix qui, soit minimiseront les coûts étant donné les risques, soit minimiseront les risques étant donné les coûts. Leur objectif est de constituer un portefeuille d'emprunt qui reflète le mieux ces choix. Lorsque leur objectif est de maintenir des marchés intérieurs profonds et liquides, les gestionnaires de la dette s'efforcent de concevoir une stratégie qui réponde le mieux à cet objectif tout en n'augmentant pas le risque de refinancement. Lorsque les emprunts du gouvernement sur le marché intérieur jouent un rôle moins important (lorsque les emprunts sont en grande partie effectués sur les marchés étrangers), les gestionnaires de la dette peuvent adopter une approche plus opportuniste pour emprunter de façon efficace par rapport au coût. Le Canada fait les deux. Sur les marchés intérieurs, il adopte une approche stratégique et s'efforce de constituer un portefeuille qui correspond à ses objectifs en matière de liquidités et de coûts tout en se protégeant du risque de refinancement. Sur les marchés des changes, il peut être plus audacieux puisqu'il n'a pas à se soucier de maintenir la liquidité des marchés.

8.86 En 1997, la Banque du Canada a établi un module de la gestion du risque (MGR) pour surveiller tous les risques que pose le portefeuille de réserves de liquidités internationales. Ces risques comprennent le risque de contrepartie (le risque que le bénéficiaire du placement ne paie pas au complet à l'échéance) et le risque du taux de change (le risque que pose un dollar qui fluctue). Le MGR est également chargé de surveiller les risques de crédit et de marché pour les autres activités du gouvernement (les transactions sur l'or et les dépôts du gouvernement, par exemple) et non uniquement les risques de change. Le Comité de gestion du risque (CGR) supervise les travaux du MGR; il est composé de cadres supérieurs du ministère des Finances et de la Banque du Canada.

8.87 Le MGR mesure et surveille le risque en se servant de modèles informatiques de pointe. Quatre professionnels hautement spécialisés assurent l'expertise technique nécessaire à la gestion de cette activité. Leurs compétences sont en forte demande dans l'industrie financière. De fait, le taux de roulement du Module au cours de l'année dernière a été de 100 p. 100. Trois des spécialistes ont quitté le Module pour le secteur privé.

8.88 La tâche du Module ne consiste pas seulement à mesurer et à surveiller le risque, mais également à rendre compte tous les trimestres au Comité de gestion du risque (CGR). La clarté de ses rapports s'améliore, mais ceux-ci sont hautement techniques et très complexes. En raison de la nouveauté de l'activité et de la complexité du travail, le CGR déploie énormément d'efforts pour établir sa base de connaissances afin de surveiller et de superviser efficacement la gestion du risque.

8.89 Nous pensons que la clé de cet effort est la continuité du personnel du Module. Il est important que la Banque et le gouvernement soient en mesure d'attirer et de garder du personnel

Il est important que la Banque du Canada et le gouvernement soient en mesure d'attirer et de garder du personnel spécialisé et qualifié pour le Module de la gestion du risque.

Nous pensons que l'approche à la gestion du risque adoptée pour la gestion de la dette en devises pourrait s'appliquer également à la gestion de la dette contractée au pays.

spécialisé et qualifié pour le MGR et d'exercer une surveillance par l'entremise du CGR.

8.90 Nous avons souligné plus tôt dans le chapitre que le gouvernement devrait établir un ensemble d'objectifs de rendement pour tout son portefeuille de dette contractée sur le marché canadien. Nous avons également indiqué que, étant donné la baisse de l'encours de la dette et du ratio de la dette au PIB, il faudra envisager de jouer un rôle plus actif pour maintenir un portefeuille qui réponde aux objectifs du programme pour ce qui est des coûts, de la stabilité et de la liquidité des marchés. Actuellement, le Ministère évalue les risques associés à la dette en monnaie canadienne en se servant de techniques semblables à celles qu'il utilise pour la dette en devises.

8.91 Ces risques intérieurs ne sont pas définis explicitement comme étant la responsabilité du MGR ou du CGR. Ils relèvent directement du Ministère, auquel la Banque du Canada prête son concours. Pourtant, à part le maintien de marchés profonds et liquides, les objectifs de gestion de la dette en monnaie canadienne sont semblables à ceux de la gestion de la dette en devises, et les risques sont semblables dans les deux cas. Nous pensons que l'approche à la gestion de la dette suivie pour la gestion de la dette en devises devrait s'appliquer à la gestion de la dette contractée au pays.

8.92 Le ministère des Finances devrait travailler en collaboration avec la Banque du Canada pour élargir le rôle du Module de la gestion du risque et celui du Comité de gestion du risque, outre leurs responsabilités actuelles de gestion de la dette en devises. Ces responsabilités devraient comprendre la surveillance, les rapports et les conseils relatifs aux questions de gestion du risque pour le portefeuille de la dette en monnaie canadienne.

Réponse du Ministère : Le Ministère insiste sur le fait que, bien que cela ne soit

pas sous la direction du Comité de gestion du risque, il réexamine et contrôle constamment et de manière attentive et rigoureuse les risques liés au portefeuille des engagements intérieurs. Le Ministère reconnaît qu'une réévaluation du rôle possible du Comité de gestion du risque dans la gestion de la dette intérieure pourrait être profitable, et il a déjà pris des mesures pour la mettre en oeuvre.

Régie de la gestion de la dette du Canada

8.93 Au Canada, le modèle utilisé pour établir les stratégies de gestion de la dette est utilisé depuis 10 ou 15 ans. Au cours de cette période, la dette du Canada a augmenté considérablement alors que sa capacité de rembourser s'est amoindrie, ce qui a sensibilisé vivement les gestionnaires et les décideurs à l'arbitrage ou au compromis à faire entre les emprunts à court terme pour minimiser les frais de service de la dette et l'augmentation du risque que cette stratégie comporte. Bien que les perspectives financières du Canada se soient améliorées considérablement depuis, le choix de la bonne stratégie n'est certainement pas plus facile. Si la dette continue de diminuer, maintenir la liquidité des marchés posera un nouveau défi. De plus, les gestionnaires sont confrontés à des marchés mondiaux beaucoup plus complexes qu'ils ne l'étaient il y a même cinq ans. Parallèlement, les techniques d'évaluation du risque et les stratégies pour le gérer se sont améliorées.

8.94 Le Canada n'est pas le seul à devoir faire de tels choix; les gestionnaires de la dette de tous les pays du G-7 sont confrontés à des problèmes semblables et s'efforcent de minimiser les coûts et les risques. De nombreux pays, à l'instar du Canada, ont établi à divers degrés une capacité de gestion du risque pour gérer les stratégies qu'ils utilisent.

8.95 Certains pays ont réorganisé leurs activités de gestion de la dette en

établissant des organismes distincts, par exemple, l’Australie, l’Autriche, la Belgique, l’Irlande, la Nouvelle-Zélande, le Portugal et la Suède. Comme l’indique un document de travail du Fonds monétaire international (FMI),

[traduction]

...une politique de gestion de la dette efficiente, transparente et responsable exige une structure organisationnelle indépendante de l’influence politique, des objectifs et des critères de rendement clairement définis, et l’application de principes de saine gestion du risque.

8.96 D’autres pays, comme les États-Unis et la France, n’ont pas d’organismes distincts mais reconnaissent la nécessité d’obtenir des conseils indépendants au plus haut niveau sur les activités de gestion de la dette. Récemment, la France a annoncé la création de deux comités qui, avec les principaux courtiers, seront en mesure de donner des conseils complets et indépendants au gouvernement sur les principales caractéristiques de sa stratégie de gestion de la dette :

- Le Comité des marchés, présidé par le directeur du Trésor, qui comptera parmi ses membres les dirigeants des principales maisons de courtage françaises et étrangères, sera chargé de fournir des conseils sur les questions opérationnelles.

- Le Comité stratégique, composé de personnalités venant d’horizons divers (professionnels du monde bancaire et financier, investisseurs, économistes, universitaires), conseillera le gouvernement sur les grandes orientations de la politique d’émission de la dette.

8.97 Les gestionnaires de la dette du Canada ont besoin eux aussi de conseils complets et indépendants sur l’élaboration de stratégies de gestion de la dette. Cependant, le processus actuel présente un inconvénient, à savoir que les conseils semblent porter essentiellement sur les

questions techniques quotidiennes comme la fréquence des adjudications plutôt que sur les stratégies globales. Ces questions sont importantes, mais il ne suffit pas de les régler. Assurer le programme le plus efficient et efficace qui soit dans le contexte d’une stratégie donnée est valable et doit être encouragé, mais la question de savoir si la stratégie est la bonne se pose toujours.

8.98 Établir une stratégie signifie élaborer une structure de portefeuille qui est conforme à la volonté du gouvernement d’accepter des risques et à la nécessité de minimiser et de stabiliser les coûts et de maintenir la liquidité des marchés. Cela suppose aussi obtenir des conseils sur le choix des indicateurs et des objectifs appropriés. Par exemple, l’objectif actuel à l’égard de la part des titres à taux fixe de la dette est-il approprié, compte tenu de la situation financière actuelle, des risques de marché et des risques politiques?

8.99 Le ministère des Finances devrait entreprendre un examen stratégique global de sa régie de la dette et envisager d’autres moyens d’obtenir les conseils indépendants et complets dont ont besoin les gestionnaires de la dette aujourd’hui.

8.100 Il devrait notamment examiner les relations entre la Banque du Canada, Placements Épargne Canada et le Ministère et déterminer si elles continuent de répondre aux besoins d’une gestion efficace de la dette.

Réponse du Ministère : Le Ministère estime que le modèle canadien de régie de la gestion de la dette fonctionne très bien. Toutefois, compte tenu du contexte fluctuant des emprunts à l’échelle mondiale et des progrès réalisés dans le domaine de la technologie, nous allons continuer à suivre les meilleures pratiques à cet égard. Nous allons réexaminer les cadres de régie d’emprunteurs souverains comparables au Canada et nous allons

Le processus d’obtention de conseils complets et indépendants présente un inconvénient, à savoir que les conseils semblent porter essentiellement sur les questions techniques quotidiennes plutôt que sur les stratégies globales.

déterminer les meilleures pratiques à adopter pour celui-ci.

Conclusion

8.101 L'objet du chapitre était de déterminer dans quelle mesure le ministère des Finances surveille l'efficacité de son activité de gestion de la dette et d'évaluer sa régie globale.

8.102 Nous avons constaté qu'il s'agit d'un programme bien géré dans l'ensemble. Les personnes qui le gèrent sont très dévouées et recherchent l'efficacité du programme. Elles sont sensibilisées à l'évolution des outils à leur disposition et à l'évolution de la situation économique et financière qui influe sur la gestion de la dette.

8.103 À l'instar des gestionnaires de la dette de nombreux autres pays, le ministère des Finances et la Banque du Canada ont mis en place ou sont en train d'élaborer les techniques de modélisation de pointe nécessaires pour gérer efficacement la dette de 460 milliards de dollars contractée sur les marchés par le Canada. Cela veut dire être en mesure d'offrir aux décideurs l'information nécessaire pour choisir les stratégies d'endettement les plus appropriées, étant donné les contraintes, ainsi que de surveiller et d'exécuter le programme en regard de normes de rendement appropriées. Nous avons remarqué, particulièrement, que malgré l'amélioration de la situation économique et financière du Canada, la stratégie du gouvernement à l'égard du portefeuille de la dette est plus prudente qu'en 1997. Cette stratégie peu encline au risque est motivée par les préoccupations suivantes : malgré le redressement de l'économie, l'encours de la dette demeure important; le ratio de la dette au PIB, même s'il est en baisse, demeure élevé; les préoccupations relatives à l'unité nationale demeurent; et les agences de cotation dont les rôles sont de tenir les

investisseurs informés n'ont pas rehaussé la cote du Canada.

8.104 Le gouvernement a continué de lever une plus forte proportion de sa dette en titres dont les termes à courir sont plus longs et ce, à un rythme accéléré, même s'il a éliminé ses déficits et enregistré des excédents plus tôt que prévu. Évidemment, cette décision ne fait pas partie de l'étendue de notre vérification, mais il nous incombe de faire état du manque de transparence relatif aux coûts de cette décision. Si les avantages ont été communiqués, les coûts prévus ne l'ont pas été. Nous encourageons le gouvernement à être transparent non seulement au sujet des avantages de ses décisions, mais aussi des coûts de celles-ci.

8.105 Le gouvernement mesure son rendement et en rend compte en fonction des indicateurs de rendement et des objectifs qu'il a établis. Mais l'éventail des objectifs est trop étroit. Nous suggérons au gouvernement d'élargir son éventail d'indicateurs ou de mesures du rendement pour guider sa gestion de la dette et surveiller son rendement par rapport à ceux-ci. Pour assurer la reddition de comptes, nous encourageons le gouvernement à faire preuve de transparence à ce sujet également.

8.106 Nous pensons aussi que des mesures de rendement comme celles dont nous avons discuté dans ce chapitre s'appliquent tant au marché en monnaie canadienne qu'au marché en devises. Cependant, nous reconnaissons que si l'objectif général de la levée de fonds sur les deux marchés est de fournir à l'État un financement stable à faible coût, le gouvernement a également la responsabilité de favoriser la liquidité des marchés sur le marché intérieur.

8.107 Le gouvernement lève également des fonds sur le marché des titres au détail en monnaie canadienne auprès des Canadiens, grâce aux obligations d'épargne du Canada et aux obligations à prime du Canada. Nous croyons savoir

que le gouvernement espère maintenir constante la part de la dette totale en titres au détail et qu'il s'est fixé également pour objectif d'obtenir un financement stable à faible coût sur ce marché. Cependant, malgré les efforts déployés récemment pour les titres au détail et la création d'un organisme de service spécial pour les commercialiser de façon dynamique, rien ne prouve de façon concluante que le programme est rentable. Nous craignons que l'objectif de rentabilité ne soit contraire à l'objectif de maintien d'une part donnée des titres au détail par rapport à l'encours de la dette. Nous croyons savoir que le gouvernement entreprend un examen des divers aspects du programme des titres au détail. Nous l'encourageons à inclure dans cet examen une évaluation de la cohérence entre la poursuite de la rentabilité et un objectif quantitatif. Nous encourageons également le gouvernement à communiquer au public les résultats de son examen.

8.108 Nous pensons que les risques de l'ensemble du portefeuille de la dette contractée sur les marchés devraient être gérés de façon semblable, selon l'approche utilisée actuellement pour la

composante en devises de la dette. Ce commentaire ne doit pas être interprété comme un commentaire négatif sur la gestion du risque de la dette en monnaie canadienne, mais plutôt comme un encouragement, à savoir que le Ministère devrait tirer parti d'un processus qui lui permet de profiter d'avis indépendants les plus vastes possibles sur la gestion de ces risques.

8.109 Nous nous interrogeons sur la capacité du Ministère d'obtenir des conseils complets et indépendants pour guider la conception de ses stratégies de gestion de la dette. Nous pensons que le processus actuel présente un inconvénient, car ceux qui fournissent les conseils ne sont pas suffisamment indépendants du processus. D'autres pays ont adopté d'autres méthodes, et nous encourageons le gouvernement à les examiner.

8.110 Enfin, nous reconnaissons que le Canada a une dette importante et que la gestion de cette dette doit être transparente pour les marchés. Il faut du temps et une bonne planification pour en changer l'orientation. C'est l'essence de l'approche que nous proposons.



À propos de la vérification

Objectifs

La gestion de la dette fédérale contractée sur les marchés est la responsabilité du ministère des Finances, qui travaille en collaboration avec la Banque du Canada et Placements Épargne Canada. Il y a trois ans, nous avons publié une étude visant à informer les députés et les autres parties intéressées au sujet de la façon dont le gouvernement fédéral lève et gère sa dette contractée sur les marchés. Dans le cadre de la vérification actuelle, nous avons examiné de près certaines caractéristiques essentielles du programme de gestion de la dette. Plus particulièrement, les objectifs de la vérification étaient :

- d'évaluer le caractère adéquat de l'approche en matière de régie et de contrôle de la gestion du risque, étant donné l'évolution du mode de gestion de la dette;
- de déterminer si le Ministère examine systématiquement le rendement de ses pratiques de gestion de la dette par rapport aux objectifs établis pour le programme.

Étendue

Comme pour notre étude précédente, la vérification a porté sur la partie de la dette fédérale levée directement par le gouvernement sur les marchés financiers. Elle ne comprend donc pas les passifs au titre des régimes de retraite de la fonction publique, des sociétés d'État et les autres passifs éventuels.

Méthode

Nous avons tiré parti des connaissances acquises au cours de notre étude du programme de gestion de la dette. Nous avons examiné les publications sur la gestion de la dette, étudié les pratiques de gestion de la dette d'autres administrations, tant au Canada que dans d'autres pays, et consulté des experts des marchés financiers et de la gestion de la dette. Nous avons examiné les dossiers de projets, les analyses du Ministère et les études commandées par le Ministère sur la gestion de la dette. Nous avons également interviewé des fonctionnaires du programme de gestion de la dette du ministère des Finances, du Département des Marchés financiers de la Banque du Canada et de Placements Épargne Canada, organisme établi en 1997 pour gérer les titres au détail du Canada.

Critères

Pour évaluer le cadre de régie et les pratiques de mesure du rendement du programme, nous avons cherché des éléments probants montrant que la haute direction établit des critères et des attentes clairs en matière de rendement, détermine les risques importants associés au programme, veille au maintien de capacités appropriées à la mission et aux objectifs du programme, surveille les activités, évalue les résultats et rend compte du rendement.

Équipe de vérification

Vérificateur général adjoint : Ronald C. Thompson

Directeur principal : Jeff Greenberg

Directeurs : Basil Zafiriou et John Apt

Richard Domingue

Paul Zind

Pour obtenir de l'information, veuillez communiquer avec M. Jeff Greenberg.