



STRATÉGIE

DE GESTION

DE LA DETTE

2003-2004



STRATÉGIE

DE GESTION

DE LA DETTE

2003-2004



Ministère des Finances
Canada

Department of Finance
Canada

Dans la présente publication, les termes du genre masculin utilisés pour désigner des personnes englobent à la fois les femmes et les hommes.

**© Sa Majesté la Reine du chef du Canada (2003)
Tous droits réservés**

Toute demande de permission pour reproduire ce document doit être adressée à Travaux publics et Services gouvernementaux Canada.

On peut obtenir des exemplaires en s'adressant au :

Centre de distribution
Ministère des Finances Canada
Bureau P-135, tour Ouest
300, avenue Laurier Ouest
Ottawa (Ontario) K1A 0G5
Téléphone : (613) 995-2855
Télécopieur : (613) 996-0518

Également diffusé sur Internet à www.fin.gc.ca

This document is also available in English.

N° de cat. : F1-30/2004F
ISBN 0-662-88607-0



Table des matières

| | |
|---|----|
| Avant-propos du ministre des Finances | 5 |
| Objet du présent document | 7 |
| Faits saillants de la stratégie de la dette pour 2003-2004 | 9 |
| Cadre de gestion de la dette et de la trésorerie | 11 |
| Objectifs de gestion de la dette | 11 |
| Principes de gestion de la dette | 11 |
| Stratégie générale de gestion de la dette | 12 |
| Contexte de gestion de la dette | 13 |
| Perspectives financières | 13 |
| Perspectives concernant le solde financier net | 16 |
| Composition de la dette | 17 |
| Perspectives concernant la dette contractée sur les marchés | 18 |
| Stratégie de gestion de la dette pour 2003-2004 | 20 |
| Concilier prudence et réduction des coûts – la structure de la dette | 20 |
| Maintenir le bon fonctionnement du marché | 21 |
| Plan de la stratégie de la dette pour 2003-2004 | 23 |
| Plan d'action pour la stratégie de la dette en 2003-2004 et résultats attendus | 23 |
| Programmes d'emprunts sur le marché intérieur | 26 |
| Programmes d'emprunts en devises | 30 |
| Annexe : Cadre analytique – Concilier réduction des coûts et gestion des risques | 32 |
| Analyse de sensibilité | 34 |
| Terme à court moyen | 35 |
| Glossaire | 36 |

Avant-propos du ministre des Finances

Je suis heureux de déposer devant le Parlement la *Stratégie de gestion de la dette* du gouvernement du Canada pour l'exercice 2003-2004. Le présent document contient des renseignements détaillés sur les objectifs du gouvernement en ce qui concerne la dette et la stratégie envisagée pour l'exercice à venir.

L'engagement de prudence qui oriente la gestion budgétaire du Canada rapporte des dividendes. Le gouvernement a réduit la dette à chacun des cinq derniers exercices d'un montant total de 47,6 milliards de dollars. Il a récemment déposé un sixième budget équilibré consécutif, et il s'est engagé à maintenir l'équilibre budgétaire à chacun des deux prochains exercices. Le ratio de la dette fédérale au PIB (produit intérieur brut) est passé de 67,5 % en 1995-1996 à 46,5 % en 2001-2002. Grâce à une croissance économique continue, le fardeau de la dette devrait chuter à 40 % en 2004-2005. Selon l'Organisation de coopération et de développement économiques, le Canada devrait se classer au deuxième rang des pays du Groupe des Sept (G-7) à ce chapitre d'ici 2004. En chiffres absolus, il s'agit d'une amélioration notable, si l'on considère que le Canada arrivait à l'avant-dernier rang en 1995.

L'amélioration de nos conditions macroéconomiques, notamment des taux d'inflation et d'intérêt faibles et stables, permettra au gouvernement du Canada de réduire la part de la dette à taux fixe et de réaliser ainsi des économies qui pourront être appliquées aux besoins prioritaires des Canadiennes et des Canadiens.

La baisse des frais de service de la dette est le fruit des progrès économiques et budgétaires réalisés par le Canada. Toutefois, puisque la dette demeure élevée, une structure prudente axée sur une dette majoritairement à taux fixe a encore sa raison d'être. Le maintien d'une approche équilibrée et judicieuse en matière de gestion des finances aidera le pays à conserver la place qui lui revient au sein des meilleures économies de la planète.

L'honorable John Manley, c.p., député
Vice-premier ministre et ministre des Finances
Ottawa, le 21 mars 2003

Objet du présent document

La *Stratégie de gestion de la dette*, un document publié chaque année par le ministère des Finances, contient des renseignements sur les objectifs et les stratégies du gouvernement du Canada en matière de gestion de l'encours de la dette, ces objectifs et stratégies étant situés dans leur contexte budgétaire.

Le gouvernement publie un document complémentaire, le *Rapport sur la gestion de la dette*, qui expose les opérations de gestion de la dette du gouvernement au cours de l'exercice passé et fournit des renseignements détaillés sur les grandes initiatives stratégiques et sur l'encours de la dette. Ce document est rendu public peu après le dépôt des Comptes publics, à l'automne.

Faits saillants de la stratégie de la dette pour 2003-2004

- Tel qu'il a été annoncé dans le budget de février 2003, l'objectif pour la part de la dette à taux fixe passera des deux tiers à 60 % d'ici les cinq prochaines années. Il sera ainsi possible de réaliser des économies au chapitre des frais de service de la dette tout en conservant une structure prudente pour la dette.
- Afin de maintenir le bon fonctionnement du marché des titres du gouvernement du Canada, la modification de la structure de la dette se fera graduellement au moyen de l'augmentation de l'encours des bons du Trésor et de la réduction du programme obligataire. Le gouvernement continuera de consulter régulièrement les participants au marché.
- La réduction, en 2003-2004, de la part de la dette à taux fixe se fera comme suit :
 - La taille du programme des bons du Trésor sera portée d'environ 105 milliards de dollars à près de 120 milliards d'ici la fin de 2003-2004.
 - Le montant total des obligations négociables qui seront émises en 2003-2004 se chiffrera à environ 40 milliards de dollars, semblable à ce qu'il était en 2002-2003. Les émissions nettes d'obligations atteindront à peu près 30 milliards de dollars, également un niveau semblable à celui de 2002-2003.
 - Les rachats d'obligations devraient totaliser 13 milliards de dollars, à peu près le même niveau qu'en 2002-2003. Les rachats assortis d'une conversion de titres augmenteront modestement, et les rachats au comptant seront réduits légèrement.
 - L'encours des obligations passera d'environ 265 milliards de dollars à 255 milliards en raison des obligations arrivant à échéance et de la poursuite des opérations de rachat d'obligations aux fins de gestion de la trésorerie.
 - Les obligations de référence à 10 ans seront réduites, passant d'une fourchette de 12 milliards à 15 milliards de dollars à une fourchette de 10 milliards à 14 milliards, afin de maintenir un cycle annuel d'obligations de référence à 10 ans.
 - Aux fins de gestion de la trésorerie, la taille des adjudications d'obligations à 2 ans pourrait passer de 3,5 milliards de dollars à aussi peu que 2,5 milliards quand les obligations de référence seront fongibles avec une émission dont l'encours est important.
 - À titre d'essai, les adjudications de bons du Trésor auront lieu à 10 h 30 plutôt qu'à 12 h 30, comme l'ont suggéré les participants au marché. Les opérations de rachat d'obligations aux fins de gestion de la trésorerie suivront les adjudications de bons du Trésor.

Cadre de gestion de la dette et de la trésorerie

Il est important pour tous les Canadiens que la dette fédérale soit gérée efficacement, étant donné que les frais annuels du service de la dette constituent le programme de dépenses le plus élevé du gouvernement fédéral. Le cadre de gestion de la dette fédérale est une composante importante de l'objectif du gouvernement qui consiste à maintenir un avantage financier pour les Canadiens.

Objectifs de gestion de la dette

L'objectif fondamental en matière de gestion de la dette : offrir à l'État un financement stable à faible coût.

L'objectif fondamental en matière de gestion de la dette consiste à offrir à l'État un financement stable à faible coût qui lui permet de s'acquitter de ses obligations financières et de répondre à ses besoins de liquidité. Un important objectif stratégique consiste à maintenir le bon fonctionnement du marché des titres du gouvernement du Canada, ce qui contribue à maintenir les coûts peu élevés.

Principes de gestion de la dette

La dette publique est gérée en fonction d'une série de principes clés.

Pour atteindre ces objectifs, le gouvernement se conforme aux principes opérationnels suivants :

- Prudence – Le gouvernement gère la composition de la dette afin de protéger la situation budgétaire du gouvernement des hausses imprévues des taux d'intérêt. Il gère ses réserves de manière à limiter les risques de variation des cours de change et de fluctuations des taux d'intérêt. Il gère la position de trésorerie du receveur général de manière à assurer le maintien de liquidités suffisantes à un coût raisonnable pour le gouvernement.
- Efficacité – Le gouvernement met l'accent sur la transparence, la liquidité et la régularité dans le cadre de l'élaboration et de la mise en œuvre des programmes d'emprunts sur le marché intérieur, de manière à assurer le bon fonctionnement du marché intérieur.
- Diversification – Le gouvernement utilise différents instruments de financement et prévoit un éventail d'échéances de manière à maintenir les coûts au plus bas et à continuer de pouvoir compter sur un bassin diversifié d'investisseurs.
- Intégrité du marché – Le gouvernement travaille de concert avec les participants au marché et les organismes de réglementation afin d'accroître l'intégrité du marché des titres du gouvernement du Canada et d'attirer les investisseurs.
- Consultations – Le gouvernement s'efforce d'obtenir les commentaires des participants au marché concernant les principales modifications des programmes d'emprunt et de gestion de la trésorerie du gouvernement fédéral.
- Pratiques exemplaires – Le gouvernement tient à ce que son cadre opérationnel et ses pratiques correspondent aux pratiques exemplaires des emprunteurs souverains comparables et du secteur privé.

Stratégie générale de gestion de la dette

Voici l'approche générale adoptée par le gouvernement pour atteindre ses objectifs de gestion de la dette.

Marché intérieur

- Le gouvernement détermine le profil des échéances de la dette de manière à ce que les coûts de financement soient peu élevés tout en demeurant relativement stables, en tenant compte du risque de refinancement dans l'optique de différents scénarios d'évolution des taux d'intérêt à long terme. La structure de la dette visée est établie en fonction d'une analyse à long terme et n'est pas rattachée à une prévision particulière en matière de taux d'intérêt (se reporter à « Concilier prudence et réduction des coûts – la structure de la dette » à la p. 20).
- Pour accroître l'efficacité du marché, le gouvernement emprunte périodiquement dans des secteurs stratégiques, selon un calendrier annoncé à l'avance; il procède à d'importantes émissions d'obligations de référence et applique une série de règles régissant la participation aux adjudications de titres du gouvernement du Canada¹.
- Le gouvernement maintient un bassin diversifié d'investisseurs en procédant à des adjudications d'obligations à taux nominal, d'obligations à rendement réel et de bons du Trésor sur le marché de gros, et en vendant des produits d'épargne aux Canadiens sur le marché de détail².

Le gouvernement effectue des emprunts stratégiques sur les marchés intérieurs.

Devises

- La dette libellée en devises du gouvernement du Canada est contractée auprès de diverses sources; le gouvernement en structure les échéances de manière à réduire le risque de refinancement.
- Les réserves de change du gouvernement du Canada sont composées de divers actifs, déterminés en fonction des objectifs du portefeuille d'actifs et des conditions du marché.
- Le passif en devises est contrebalancé par l'actif des réserves, de manière à limiter les risques de variation des cours de change et de fluctuation des taux d'intérêt.

Le gouvernement exerce une gestion discrétionnaire du portefeuille de réserves de change.

¹ Se reporter à la section intitulée « Système de distribution des titres sur le marché intérieur », à l'annexe 1 du *Rapport sur la gestion de la dette de 2001-2002*, disponible sur le site Web du ministère des Finances à www.fin.gc.ca.

² Se reporter à l'annexe 2 du *Rapport sur la gestion de la dette de 2001-2002*.

Contexte de gestion de la dette

Perspectives financières

Solde budgétaire

Le gouvernement prévoit déposer des budgets équilibrés ou excédentaires en 2002-2003 et lors des deux exercices suivants.

La politique financière du gouvernement énonce le contexte dans lequel s'effectue la gestion de la dette. Le gouvernement fédéral a dégagé des excédents budgétaires lors de chacun des cinq derniers exercices et a réduit la dette publique de 47,6 milliards de dollars. Comme il l'a annoncé dans le budget de février 2003, le gouvernement est déterminé à déposer des budgets équilibrés ou excédentaires en 2002-2003 et lors des deux exercices suivants.

La réserve pour éventualités et la réduction de la dette

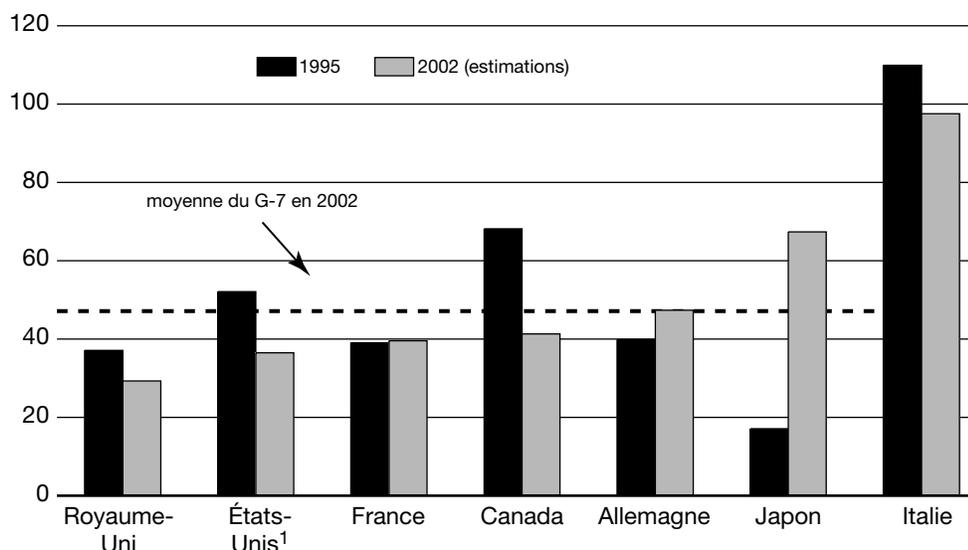
Chaque année, le gouvernement du Canada met de côté une réserve pour éventualités de 3 milliards de dollars afin de se prémunir contre les risques découlant de circonstances imprévues et des écarts observés par rapport à la planification budgétaire. Si elle n'est pas utilisée, la réserve pour éventualités servira à réduire la dette fédérale.

Le ratio de la dette au PIB est sur une trajectoire descendante.

Conjugué à la croissance économique prévue, le ratio de la dette au PIB – le niveau de la dette par rapport aux recettes annuelles de l'État – demeure sur une trajectoire descendante. Selon la comptabilité d'exercice, la dette fédérale (le déficit accumulé) exprimée en pourcentage de l'économie devrait s'établir à 44,5 % en 2002-2003, après avoir atteint un sommet de 67,5 % en 1995-1996. Compte tenu de l'engagement du gouvernement de déposer des budgets équilibrés lors des deux exercices suivants, ce pourcentage devrait chuter aux alentours de 40 % d'ici 2004-2005.

Pour ce qui est de la comparaison du fardeau de la dette avec d'autres pays, compte tenu des méthodes comptables de divers États souverains, le fardeau de la dette de l'ensemble des administrations publiques canadiennes est celui qui a baissé le plus rapidement parmi les pays du G-7 depuis le milieu des années 1990. Entre 1995 et 2002, le passif financier net du Canada exprimé en pourcentage du PIB (à l'instar du ratio de la dette au PIB) a reculé de 26,8 points de pourcentage. En conséquence, le fardeau de la dette de l'ensemble des administrations publiques canadiennes est tombé sous la moyenne du G-7, et seuls le Royaume-Uni et les États-Unis devraient avoir un fardeau inférieur à celui du Canada en 2003.

Passif financier net de l'ensemble des administrations publiques (en pourcentage du PIB)



¹ Ajusté pour exclure le passif découlant de certains régimes de retraite d'employés du secteur public, afin d'obtenir une mesure comparable à celle des autres pays.

Sources : *Perspectives économiques de l'OCDE*, n° 72, décembre 2002; Réserve fédérale, *Flow of Funds Accounts of the United States*, décembre 2002; calculs du ministère des Finances

Solde financier (opérations de change exclues)

Le solde financier est la principale mesure budgétaire sous l'angle de la planification des activités de gestion de la dette.

Dans le cadre de la planification de la gestion de la dette, la principale mesure budgétaire est le solde financier (besoins ou ressources) plutôt que le solde budgétaire (se reporter à l'encadré à la p. 15). Le solde budgétaire est présenté selon la comptabilité d'exercice intégrale, les recettes et les dépenses étant comptabilisées au fur et à mesure qu'elles sont engagées. En revanche, le solde financier est présenté selon la comptabilité de caisse, qui rend compte de la provenance des flux de trésorerie réels et de leur utilisation au regard des postes budgétaires.

Opérations de change

L'évolution de la valeur des devises en comparaison de celle du dollar canadien entraîne des gains ou des pertes de réévaluation de la valeur des réserves de change du Canada. Les engagements du Canada à l'égard du Fonds monétaire international (FMI) entraînent également un échange de devises entre le Canada et le FMI. Ces transactions peuvent réduire ou augmenter la taille du solde financier net.

***Mesure de la situation financière du gouvernement –
le solde budgétaire et le solde financier***

Le solde budgétaire et le solde financier dont fait état la *Stratégie de gestion de la dette* sont fondés sur le cadre comptable utilisé dans les Comptes publics. Ceux-ci fournissent au Parlement des renseignements sur les activités financières du gouvernement, conformément à la *Loi sur la gestion des finances publiques*. Les données sont calculées en fonction de chaque exercice, la date de fin d'exercice étant le 31 mars.

Le solde budgétaire (déficit ou excédent) représente une mesure de la situation financière de l'État. Conformément à la recommandation de la vérificatrice générale, le gouvernement adopte la comptabilité d'exercice intégrale en 2002-2003. Cette mesure accroîtra la transparence et améliorera le processus décisionnel en établissant un portrait des activités gouvernementales plus complet qu'aux termes de la comptabilité d'exercice modifiée utilisée auparavant. Dans le cadre de la comptabilité d'exercice intégrale, les recettes et les dépenses sont comptabilisées au fur et à mesure qu'elles sont engagées, sans égard aux flux de trésorerie réels. Pour des détails, se reporter à l'annexe 6 du *Plan budgétaire de 2003* sur le site Web du ministère des Finances à l'adresse www.fin.gc.ca.

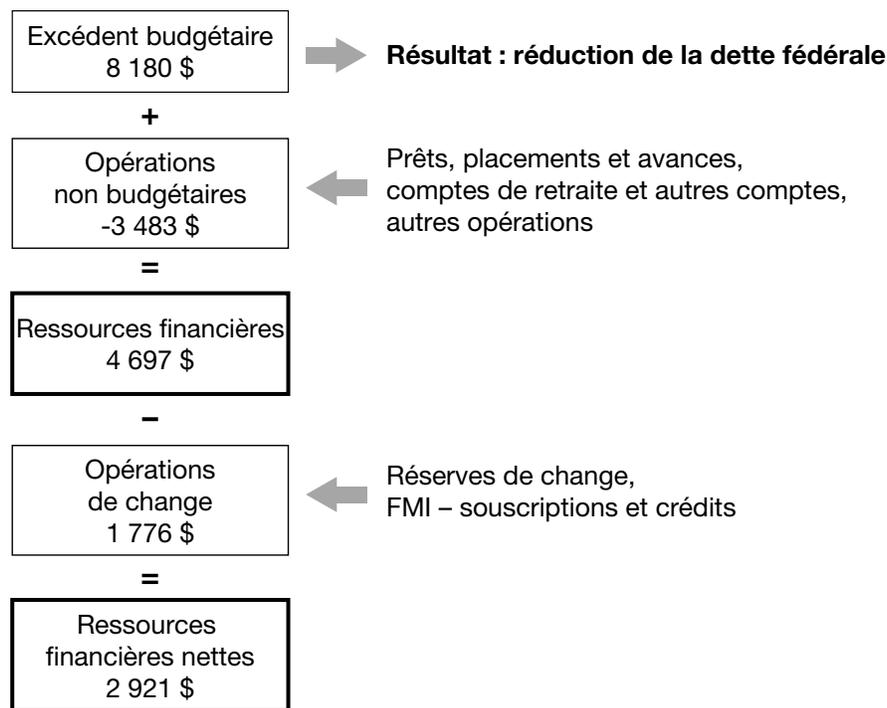
Le solde financier (besoins ou ressources) représente une mesure des besoins nets en espèces pour financer les programmes de l'État et assurer le service de la dette. Le solde budgétaire comprend les obligations contractées par l'État durant l'exercice tandis que le solde financier est calculé uniquement d'après les décaissements rattachés à ces obligations.

Le solde financier net comprend les opérations de change, soit l'ensemble des opérations sur les réserves internationales détenues dans le Compte du fonds des changes et les engagements envers le FMI. Le solde financier net ressemble beaucoup à la mesure du solde budgétaire unifié utilisée aux États-Unis.

Le graphique ci-après illustre les divers éléments du cadre budgétaire du gouvernement pour l'exercice 2001-2002.

Opérations pour l'exercice se terminant le 31 mars 2002

(en millions de dollars)



Source : *Le plan budgétaire de 2003*, ministère des Finances

Perspectives concernant le solde financier net

Pour 2002-2003, le gouvernement prévoit un solde financier intérieur de 3,4 milliards de dollars.

Pour 2002-2003, le gouvernement s'attend à dégager un solde financier intérieur de 3,4 milliards de dollars. On prévoit aussi des ressources financières nettes, une fois tenu compte des opérations de change, surtout en raison des effets de la réévaluation du Compte du fonds des changes.

Le gouvernement s'attend à des besoins financiers en 2003-2004.

Le gouvernement s'attend à des besoins financiers modestes en 2003-2004. Ceux-ci découlent du financement du Programme canadien de prêts aux étudiants et du transfert des soldes de fonctionnement du Régime de pensions du Canada (RPC), actuellement détenus par le gouvernement, à l'Office d'investissement du RPC, comme il est proposé dans le projet de loi actuellement à l'étude au Parlement. Les transferts de fonds du RPC serviront à transformer des dettes non contractées sur les marchés en dettes contractées sur les marchés, ce qui créera des besoins de trésorerie mais n'aura pas d'effet sur le niveau de la dette fédérale.

Les opérations de gestion de la dette fédérale se concentrent sur la dette contractée sur les marchés.

Composition de la dette

Les opérations de gestion de la dette se concentrent sur la dette contractée sur les marchés, qui ne constitue qu'un des éléments de la dette publique brute, ainsi que sur les actifs financiers. L'autre élément, la dette non contractée sur les marchés, est pris en compte au moment de planifier la stratégie de la dette, mais il ne fait l'objet d'aucune mesure active de gestion. Parmi les composantes de la dette non contractée sur les marchés, mentionnons les engagements au titre des régimes de retraite du secteur public fédéral et les charges à payer du gouvernement. Le graphique ci-après montre les rapports entre les composantes de la dette fédérale pour l'exercice 2001-2002.

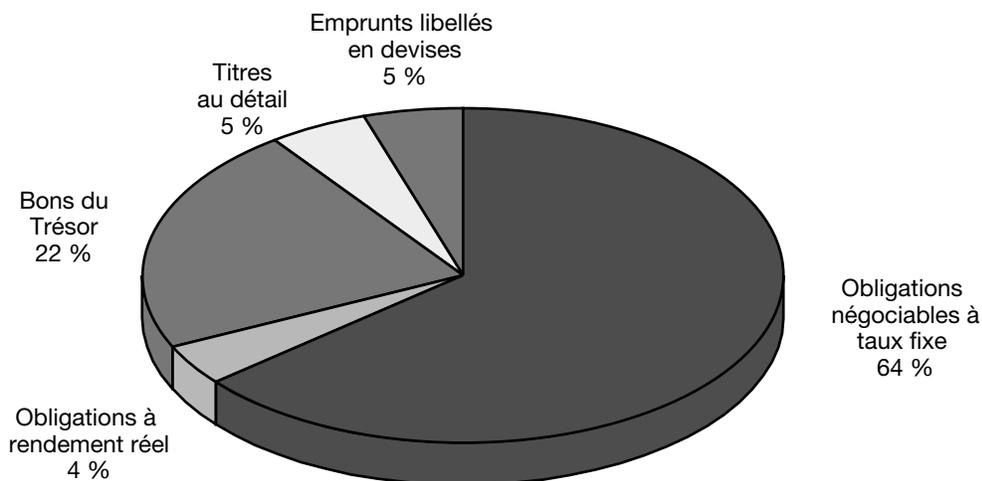
Dettes fédérales totales au 31 mars 2002

(en milliards de dollars)

| | |
|--|---|
| Dette contractée sur les marchés 442,3 \$ | ← Obligations négociables à taux fixe, bons du Trésor, obligations à rendement réel, dette extérieure, titres au détail |
| + | |
| Dette non contractée sur les marchés 252,8 \$ | ← Comptes de retraite et autres éléments de passif |
| = | |
| Dette brute 695,1 \$ | |
| - | |
| Actifs financiers 132,1 \$ | ← Espèces, réserves de change, prêts, placements et avances |
| = | |
| Dette nette 563,0 \$ | |
| - | |
| Actifs non financiers 55,3 \$ | |
| = | |
| Dette fédérale (déficit accumulé) 507,7 \$ | |

Source : Le plan budgétaire de 2003, ministère des Finances

Composition prévue de la dette contractée sur les marchés au 31 mars 2003



Nota – Ne comprend pas les obligations émises au titre du RPC.
Source : ministère des Finances

La dette contractée par le gouvernement fédéral sur les marchés se compose principalement d'obligations négociables à taux fixe, d'obligations à rendement réel, de bons du Trésor, de titres au détail (Obligations d'épargne du Canada et Obligations à prime du Canada) et de titres libellés en devises. Les actifs financiers du gouvernement se composent des encaisses de fonctionnement, des prêts et placements ainsi que des réserves de change. Parmi les actifs non financiers se trouvent les terrains, les immeubles et l'infrastructure, ainsi que les véhicules.

Perspectives concernant la dette contractée sur les marchés

On s'attend à rembourser une modeste part de la dette contractée sur les marchés en 2002-2003.

La dette fédérale a diminué de 8,2 milliards de dollars en 2001-2002 et de 47,6 milliards dans les cinq derniers exercices. La dette contractée sur les marchés, c'est-à-dire la partie de la dette fédérale qui est contractée sur les marchés financiers, a chuté de 4,1 milliards en 2001-2002 et de 34,6 milliards dans les cinq derniers exercices. Une autre baisse est prévue en 2002-2003.

En 2003-2004, le gouvernement s'attend à financer ses besoins de trésorerie dans les limites de son pouvoir d'emprunt (se reporter à l'encadré ci-après).

Pouvoir d'emprunt

La *Loi sur la gestion des finances publiques* confère au gouvernement le pouvoir permanent de refinancer la dette contractée sur les marchés qui arrive à échéance au cours d'un exercice.

Lorsqu'il désire contracter de nouveaux emprunts, le gouvernement doit obtenir l'autorisation du Parlement en déposant un projet de loi portant pouvoir d'emprunt. Une fois obtenue, cette autorisation d'augmenter les emprunts s'étend habituellement sur le reste de l'exercice et expire au début de l'exercice suivant.

À l'heure actuelle, le pouvoir d'emprunt permanent se limite à une réserve de 4 milliards de dollars prévue par la *Loi sur le pouvoir d'emprunt de 1996-1997*.

Stratégie de gestion de la dette pour 2003-2004

Concilier prudence et réduction des coûts – la structure de la dette

Le gouvernement maintient une structure prudente de la dette.

L'un des principaux objectifs du gouvernement en matière de gestion de la dette consiste à atteindre un équilibre judicieux entre la réduction des coûts de financement et la stabilité de ces coûts. En général, il est moins risqué mais plus onéreux d'emprunter à long terme plutôt qu'à court terme. Le gouvernement maintient une structure prudente de la dette afin de prémunir sa position financière contre les augmentations des taux d'intérêt et de limiter ses besoins annuels de refinancement. L'une des mesures prises à des fins de prudence concerne la part de la dette à taux fixe – c'est-à-dire la part de la dette qui n'a pas besoin d'être refinancée au cours des 12 prochains mois.

Dans les années 1990, le gouvernement a porté de la moitié aux deux tiers la part de la dette fédérale à taux fixe afin de stabiliser les coûts dans un contexte de déficits budgétaires, de balance courante déficitaire, de volatilité des taux d'intérêt et de niveaux élevés d'endettement.

La situation économique et budgétaire du Canada s'est raffermie dans les cinq dernières années.

La situation économique et financière du Canada s'est raffermie au cours des cinq dernières années. L'inflation et les taux d'intérêt au Canada sont désormais faibles et stables, l'emploi connaît une croissance vigoureuse, la dette extérieure a été réduite, et un excédent au compte courant a été affiché. La dette fédérale a été réduite de plus de 47 milliards de dollars, et elle se situe à son plus bas niveau, par rapport à la taille de l'économie, en près de 20 ans. La réduction de la dette a amené une meilleure stabilité financière, elle a réduit la vulnérabilité du Canada aux chocs extérieurs et lui a permis de recouvrer la cote de crédit AAA.

Grâce à l'amélioration de sa situation économique et financière, le gouvernement est maintenant bien placé pour réduire la part de la dette à taux fixe. Même si cette réduction a pour objet de faire baisser les futurs coûts de financement, la structure de la dette demeure prudente et majoritairement à taux fixe.

L'objectif concernant la part de la dette à taux fixe passera des deux tiers à 60 %.

Comme il a été annoncé dans le budget de février 2003, le gouvernement a l'intention de faire passer des deux tiers à 60 % la part cible de la dette à taux fixe. Cette réduction commencera dans l'exercice à venir, et elle sera mise en œuvre de manière transparente et ordonnée dans les cinq prochains exercices afin de permettre au marché de s'ajuster aux modifications nécessaires des différents programmes d'emprunt.

Selon les perspectives budgétaires, la modification prévue de la structure de la dette devrait réduire les frais nets de service de la dette d'un montant pouvant atteindre 750 millions de dollars pendant la période de transition de cinq ans et 500 millions par année, en moyenne, par la suite. Ces économies pourront servir à répondre aux besoins prioritaires des Canadiens.

La décision de réduire la part cible de la dette à taux fixe n'est pas fondée sur des prévisions particulières de taux d'intérêt. Une analyse fondée sur des simulations (voir l'annexe) a servi à déterminer l'équilibre entre les coûts et les risques d'une

modification de la structure de la dette. L'analyse repose sur la dynamique des taux d'intérêt de 1994 à 2002, et elle suppose que cet environnement se maintiendra dans les années à venir.

La structure de la dette demeure prudente et majoritairement à taux fixe.

Comparativement à la structure actuelle, soit un encours à taux fixe équivalant aux deux tiers de la dette, la structure envisagée entraînerait pour le gouvernement une légère hausse du risque à court terme causé par une fluctuation défavorable des taux d'intérêt. Ainsi, une augmentation de 100 points de base des taux d'intérêt le long de la courbe de rendement hausserait les frais de service de la dette nette fédérale³ de 1,1 milliard de dollars la première année avec une part de dette à taux fixe à 60 %, en comparaison de 800 millions de dollars avec une dette aux deux tiers à taux fixe. À titre comparatif, l'incidence de la même augmentation des taux d'intérêt était estimée à 1,8 milliard de dollars au milieu des années 1990.

La modification de la structure de la dette devrait réduire les coûts de la dette.

L'analyse révèle toutefois qu'il est peu probable que les coûts additionnels de la dette résultant d'une grande fluctuation des taux d'intérêt exercent un effet déstabilisateur sur le cadre budgétaire. Au fil des ans, ces coûts additionnels seraient largement compensés par les économies réalisées grâce à la réduction de la part de la dette à taux fixe.

L'objectif de 60 % pour la dette à taux fixe continuera également de limiter de façon prudente les besoins de refinancement d'une grande partie de la dette dans toute période donnée.

Il est important de maintenir le bon fonctionnement du marché des titres du gouvernement du Canada.

Maintenir le bon fonctionnement du marché

En sa qualité d'État souverain et de grand emprunteur sur le marché des titres à revenu fixe, le Canada doit assurer la liquidité et l'efficacité du marché afin d'assurer un financement stable et à faible coût pour le gouvernement. Un marché efficient et liquide des titres du gouvernement du Canada offre également d'importants outils d'établissement des prix et de couverture aux participants au marché, contribuant par le fait même à la vigueur du marché des titres à revenu fixe.

Un certain nombre d'initiatives opérationnelles seront prises afin d'accroître l'efficacité des opérations de rachat et des adjudications.

En 2003-2004, un certain nombre d'initiatives opérationnelles seront prises afin d'accroître l'efficacité des opérations de rachat et des adjudications de titres du gouvernement du Canada, pour accroître la liquidité et la participation ainsi que réduire les risques assumés par les participants au marché (détails dans la section suivante).

³ À savoir la hausse des frais de service de la dette, moins les gains sur les revenus découlant des actifs portant intérêts.

Dans le cadre de l'élaboration de ses plans concernant les programmes de la dette, le gouvernement procède à des consultations exhaustives auprès des participants au marché. Des rapports sur les sujets discutés et sur les observations reçues sont affichés sur le site Web de la Banque du Canada à www.banqueducanada.ca. Un résumé des observations reçues lors de récentes consultations est publié parallèlement à la parution du présent document. Comme par les années passées, le gouvernement prévoit consulter encore les participants au sujet du rajustement éventuel des plans concernant le programme de la dette au cours de l'exercice 2003-2004.

L'éventail complet des initiatives menées afin de maintenir et d'accroître l'efficacité opérationnelle dans le domaine de la gestion de la dette intérieure, de la trésorerie et des réserves est résumé dans le tableau suivant, et il est expliqué en détail dans les sections qui suivent.

Plan de la stratégie de la dette pour 2003-2004

Plan d'action pour la stratégie de la dette en 2003-2004 et résultats attendus

Structure de la dette

Objectif : Réduire graduellement la part à taux fixe de la dette.

Plan d'action pour 2003-2004

- Faire passer la part à taux fixe de la dette de 67 % à un objectif à moyen terme de 60 %.
- Augmenter la taille du programme des bons du Trésor pour la faire passer d'environ 105 milliards de dollars en 2002-2003 à environ 120 milliards en 2003-2004.
- Émettre pour environ 40 milliards de dollars d'obligations en 2003-2004, à peu près comme en 2002-2003. En raison d'importantes obligations arrivant à échéance et de la poursuite des opérations de rachat d'obligations aux fins de gestion de la trésorerie, l'encours des obligations devrait diminuer de quelque 10 milliards.
- Maintenir les rachats d'obligations à un niveau semblable à celui de 2002-2003, soit environ 13 milliards de dollars.
- Maintenir la stabilité du profil des échéances.

Résultats attendus

- ⊕ Réduire les frais de service de la dette tout en maintenant une certaine prudence pour le cadre budgétaire.
- ⊕ Faciliter l'adaptation du marché à l'évolution de l'encours des obligations et des bons du Trésor.
- ⊕ Limiter le besoin de refinancement d'une grande partie de la dette dans une période donnée.

Programmes d'emprunts sur le marché intérieur

Objectif : *Maintenir la diversification des sources de financement et le bon fonctionnement du marché.*

Plan d'action pour 2003-2004

- Poursuivre les émissions régulières d'obligations négociables (à quatre échéances), de bons du Trésor (à trois échéances) et d'obligations indexées sur le marché de gros, ainsi que le programme des titres au détail.
- Continuer d'emprunter selon un programme annoncé à l'avance, demander l'avis des participants au marché au sujet des principaux rajustements à apporter aux programmes, et diffuser en temps opportun des avis relatifs aux décisions stratégiques du gouvernement.
- Maintenir la taille cible des obligations de référence à 2, à 5 et à 30 ans.
- Faire passer la taille des obligations à 10 ans d'une fourchette de 12 milliards à 15 milliards de dollars à une fourchette de 10 milliards à 14 milliards afin de maintenir un cycle annuel.
- Augmenter légèrement le montant des rachats assortis d'une conversion de titres et réduire modestement le montant des obligations rachetées au comptant.

Résultats attendus

- ➔ Contenir les coûts et atténuer le risque en diversifiant les emprunts par catégories d'investisseurs, instruments et échéances.
- ➔ Maintenir la transparence et l'efficacité.
- ➔ Maintenir la liquidité du marché des émissions de titres en cours et des nouvelles émissions de référence.
- ➔ Soutenir la liquidité du marché des contrats à terme et des swaps, et accroître la demande à l'étranger.
- ➔ Soutenir l'émission de nouvelles obligations et préserver le temps requis pour établir des obligations de référence.

Programmes d'emprunts sur le marché intérieur (suite)

- | | |
|--|---|
| <ul style="list-style-type: none"> ■ Adopter de façon permanente le programme de rachat d'obligations aux fins de gestion de la trésorerie. | <ul style="list-style-type: none"> ➔ Atténuer les besoins d'encaisse en réduisant les pointes des soldes de trésorerie requis à l'échéance de montants élevés d'obligations. |
| <ul style="list-style-type: none"> ■ Réduire la taille des adjudications à 2 ans à un minimum de 2,5 milliards de dollars quand les obligations de référence sont fongibles avec une émission dont l'encours est élevé. | <ul style="list-style-type: none"> ➔ Améliorer le processus d'adjudication et accroître la participation. |
| <ul style="list-style-type: none"> ■ À titre d'essai, faire passer l'heure des adjudications de bons du Trésor de 12 h 30 à 10 h 30. Exercer les opérations de rachat d'obligations aux fins de gestion de la trésorerie après les adjudications de bons du Trésor. | |
| <ul style="list-style-type: none"> ■ Envisager une réduction additionnelle des délais de publication des résultats d'opération. | <ul style="list-style-type: none"> ➔ Réduire le risque pour les participants au marché. |

Gestion de la trésorerie

Objectif : *Investir prudemment les soldes du gouvernement tout en obtenant un rendement satisfaisant.*

Plan d'action pour 2003-2004

- Élargir la liste des participants aux opérations de gestion des soldes de trésorerie prévoyant des garanties.

Résultats attendus

- ➔ Réduire l'exposition au risque de crédit de contrepartie et favoriser un processus d'adjudication plus concurrentiel dans le cadre des opérations de gestion de la trésorerie.

Programmes des réserves de change et de la dette extérieure

Objectif : *Accroître l'efficacité du financement des réserves de change.*

Plan d'action pour 2003-2004

- Continuer de recourir aux swaps de devises.

Résultats attendus

- ➔ Réduire le coût de maintien des réserves.

Programmes d'emprunts sur le marché intérieur

Les ajustements à apporter aux programmes de la dette en 2003-2004 seront relativement modestes. Le programme des rachats et des émissions brutes demeurera à des niveaux semblables à ceux de 2002-2003, l'encours des obligations passant de 265 milliards à 255 milliards de dollars en raison d'obligations arrivant à échéance et des opérations de rachat d'obligations aux fins de gestion de la trésorerie au cours de l'année. Le programme des bons du Trésor augmentera d'environ 15 milliards de dollars en 2003-2004.

Programme des obligations négociables à taux fixe

Les activités du programme des obligations et la fréquence des émissions demeureront inchangées.

En 2003-2004, des obligations totalisant quelque 35 milliards de dollars arriveront à échéance. Les émissions obligataires brutes devraient se chiffrer à près de 40 milliards de dollars en 2003-2004.

En 2003-2004, le gouvernement continuera de tenir des adjudications trimestrielles d'obligations à 2, à 5 et à 10 ans, et des adjudications semestrielles d'obligations à 30 ans. Comme par les années passées, un calendrier trimestriel des adjudications sera affiché sur le site de la Banque du Canada peu avant le début de chaque trimestre.

La taille cible des obligations de référence à 2, à 5 et à 30 ans demeure inchangée.

La taille cible des obligations de référence à 2, à 5 et à 30 ans demeure inchangée par rapport à l'an dernier (obligations à 2 ans : de 7 milliards à 10 milliards de dollars; obligations à 5 ans : de 9 milliards à 12 milliards; obligations à 30 ans : de 12 milliards à 15 milliards). La taille cible des obligations de référence sera atteinte au moyen de réouvertures, une émission obligataire donnée étant vendue lors de plusieurs adjudications, jusqu'à ce que la taille cible soit atteinte.

La fourchette cible des obligations de référence à 10 ans sera de 10 milliards à 14 milliards.

La fourchette cible des obligations de référence à 10 ans, actuellement de 12 à 15 milliards de dollars, sera substituée par une fourchette de 10 milliards à 14 milliards afin de maintenir un cycle annuel servant à l'établissement des obligations de référence. Cette initiative assurera la disponibilité de titres à 10 ans liquides et soutiendra la liquidité du marché des contrats à terme en maintenant un éventail viable de titres admissibles du gouvernement. Les consultations sur la stratégie de gestion de la dette menées en décembre 2002 ont révélé que les participants au marché appuient fortement un cycle annuel pour l'obligation de référence à 10 ans afin de stimuler la demande à l'étranger ainsi que la liquidité du marché des contrats à terme et des swaps au Canada.

Afin de relever les défis de gestion de trésorerie liés à un montant élevé d'obligations venant à échéance à la même date, la taille des adjudications à 2 ans pourra être réduite, à l'occasion, pour s'établir à 2,5 milliards de dollars lorsque l'obligation de référence sera fongible avec une émission obligataire ayant un encours élevé.

Programme de rachat d'obligations

Il existe deux genres de programmes de rachat d'obligations : le rachat régulier d'obligations et le rachat d'obligations aux fins de gestion de la trésorerie. Les rachats réguliers d'obligations permettent de soutenir la liquidité des nouvelles émissions d'obligations au moyen du rachat d'obligations plus anciennes et moins liquides auxquelles il reste à courir un terme de 1 à 25 ans. La taille du programme de rachat est importante et, de ce fait, joue un rôle stratégique dans le maintien d'un programme actif de nouvelles émissions obligataires. Le deuxième genre de programme de rachat, soit les rachats d'obligations aux fins de gestion de la trésorerie, contribue à la gestion des soldes de trésorerie du gouvernement par l'entremise du rachat d'obligations qui arrivent à échéance dans les 18 mois.

Opérations régulières de rachat

Les opérations régulières de rachat peuvent être effectuées au comptant ou être assorties d'une conversion de titres.

Les opérations de rachat d'obligations peuvent être effectuées au comptant ou être assorties d'une conversion de titres. Les rachats d'obligations au comptant consistent à échanger des obligations moins liquides contre des espèces, et elles sont menées peu après les adjudications d'obligations ayant un terme à courir similaire. Les opérations de rachat d'obligations assorties d'une conversion de titres consistent à échanger des obligations moins liquides contre des obligations nouvellement émises en fonction de la durée de ces obligations. Ces opérations sont menées à d'autres moments au cours de chaque trimestre.

Le gouvernement a l'intention de maintenir le nombre de rachats à peu près au même niveau en 2003-2004.

Le gouvernement a l'intention de procéder à des rachats d'obligations totalisant environ 13 milliards de dollars en 2003-2004, un niveau semblable à celui de 2002-2003. Le montant des rachats d'obligations assortis d'une conversion de titres sera haussé d'environ 1 milliard de dollars pour être porté à près de 6 milliards, tandis que les rachats d'obligations au comptant seront réduits d'environ 200 millions de dollars pour passer à 7 milliards. La taille cible des opérations de rachat d'obligations et le calendrier des opérations seront annoncés dans le calendrier trimestriel des adjudications publié par la Banque du Canada à www.banqueducanada.ca.

Les rachats assortis d'une conversion de titres seront maintenus et même accrus.

Afin d'élargir la participation aux opérations de rachat, les rachats assortis d'une conversion de titres ont été instaurés dans le cadre d'un projet pilote en décembre 2001. Les participants au marché ont bien accueilli le programme, et la taille cible du programme a été atteinte. Le projet pilote sera maintenu et même élargi en 2003-2004, et les paramètres opérationnels seront évalués et rajustés, le cas échéant, afin d'accroître l'efficacité du programme.

Le cadre relatif à la déclaration de la position nette s'appliquera aux rachats assortis d'une conversion de titres.

Afin d'assurer l'intégrité du marché, un cadre relatif à la déclaration de la position nette, semblable à celui qui s'applique aux adjudications, sera mis en œuvre pour les rachats assortis d'une conversion de titres en 2003-2004.

Les obligations non liquides pourraient être éliminées de l'éventail des obligations admissibles aux rachats au comptant.

Pour assurer l'efficacité du programme, les obligations non liquides pourraient être éliminées de l'éventail des obligations admissibles au rachat au comptant. Ces obligations non liquides continueront d'être admissibles au rachat assorti d'une conversion de titres.

Une liste des obligations du gouvernement du Canada en circulation, y compris leurs dates d'échéance, figure dans le *Rapport sur la gestion de la dette 2001-2002*, sur le site Web du ministère des Finances à www.fin.gc.ca. La liste figurera aussi dans la publication annuelle à venir du *Résumé des titres et emprunts émis par le gouvernement du Canada*, qui sera affichée sur le site Web de la Banque du Canada.

Rachats d'obligations aux fins de gestion de la trésorerie

Le programme de rachat d'obligations aux fins de gestion de la trésorerie deviendra permanent en 2003-2004.

Afin d'atténuer les besoins de trésorerie du gouvernement, un projet pilote de rachat d'obligations aux fins de gestion de la trésorerie a été mis en œuvre en 2000-2001. Le projet s'est poursuivi en 2002-2003, alors que les paramètres opérationnels et l'efficacité ont été évalués et rajustés. Dans le cadre des consultations relatives à la stratégie de gestion de la dette, les participants au marché ont fortement appuyé le programme. Du point de vue du gouvernement, le programme permet d'atteindre les objectifs visés. En conséquence, il deviendra permanent en 2003-2004.

Obligations à rendement réel

Le gouvernement prévoit émettre pour environ 1,5 milliard de dollars d'ORR en 2003-2004.

Comme en 2002-2003, le gouvernement prévoit émettre pour environ 1,5 milliard de dollars d'obligations à rendement réel (ORR) en 2003-2004 au moyen d'adjudications trimestrielles à prix unique.

Le gouvernement procédera à l'évaluation du programme des ORR à la lumière de la conjoncture macroéconomique, de la nouvelle structure cible de la dette et des objectifs du programme. L'examen comprendra des consultations auprès des participants au marché.

Programme des bons du Trésor

D'après les perspectives budgétaires et les plans établissant à 60 % la nouvelle part cible de la dette à taux fixe, l'encours des bons du Trésor devrait se chiffrer à environ 120 milliards de dollars à la fin de 2003-2004.

À titre d'essai, l'adjudication des bons du Trésor aura désormais lieu à 10 h 30 plutôt qu'à 12 h 30.

De récentes consultations ont fait ressortir que les participants au marché sont en faveur du déplacement en avant-midi des adjudications de bons du Trésor quand la participation et la liquidité des marchés sont élevées. À compter du 22 avril 2003, à titre d'essai, l'adjudication des bons du Trésor aura lieu à 10 h 30 plutôt qu'à 12 h 30, et les opérations de rachat d'obligations aux fins de gestion de la trésorerie seront menées peu après l'adjudication des bons du Trésor.

Évolution du marché intérieur

Le ministère des Finances et la Banque du Canada entretiennent un dialogue avec les participants au marché et les organismes de réglementation au sujet de l'évolution du marché des titres à revenu fixe au Canada. Les discussions en cours sont axées sur la mise au point et la réglementation de systèmes de négociation électroniques. Ces systèmes, qui viennent de faire leur apparition sur le marché canadien, pourraient contribuer à accroître sensiblement la transparence et l'efficacité du marché des titres à revenu fixe.

Programme de titres au détail

En 2003-2004, le gouvernement continuera d'harmoniser le portefeuille des titres au détail non négociables avec l'objectif de réduction de la dette, tout en investissant dans l'innovation afin de maintenir un programme de titres au détail caractérisé par le dynamisme et la créativité.

Des initiatives ciblées continueront de mettre l'accent sur l'accroissement de l'accès et la diversification du bassin d'investisseurs au moyen du déploiement d'un nouveau système de traitement électronique efficace et de nouveaux produits et services. On insistera aussi sur la mise en valeur de l'image de marque au moyen d'une approche marketing intégrée et efficace. Les détails au sujet des initiatives particulières seront annoncés au moment opportun.

Gestion des soldes de trésorerie du gouvernement

Le gouvernement gère ses soldes de trésorerie de manière à disposer d'espèces suffisantes pour satisfaire ses besoins de fonctionnement et de liquidités. Les soldes de trésorerie sont investis dans le cadre de deux adjudications quotidiennes.

Un nouveau cadre harmonise la gestion des soldes de trésorerie avec les pratiques exemplaires d'autres États souverains.

En septembre 2002, le gouvernement a mis en œuvre un nouveau cadre visant à harmoniser les opérations du gouvernement avec les pratiques exemplaires d'autres gouvernements et des participants au marché.

Les deux principales modifications apportées au cadre sont l'instauration d'un système de gestion du crédit faisant appel à des lignes de crédit, des cotes de crédit et des garanties (au moyen d'une cession en pension) pour mieux gérer le risque de crédit, et l'élargissement de la liste des contreparties admissibles, dans le but d'accroître la concurrence lors des adjudications.

Le nouveau cadre s'applique à l'adjudication du matin, lors de laquelle la majorité des soldes de trésorerie sont adjugés. L'adjudication de l'après-midi continuera de servir à investir les soldes de trésorerie résiduels du gouvernement; on n'y exigera pas de garanties, et l'accès y sera restreint aux participants au Système de transfert des paiements de grande valeur – comme selon l'ancien cadre.

Aucune autre modification du cadre n'est prévue pour 2003-2004.

Le nouveau système fonctionne bien et, dans l'ensemble, l'exposition aux risques non assortis de garanties, de même qu'aux risques liés à des institutions données, a été sensiblement réduite. Aucune autre modification du cadre n'est prévue pour 2003-2004, et le gouvernement poursuivra ses efforts visant à intéresser de nouveaux participants à adhérer au cadre.

Programmes d'emprunts en devises

L'actif des réserves de change du gouvernement, détenu dans le Compte du fonds des changes, permet à ce dernier de maintenir des liquidités en devises; le gouvernement peut également utiliser ses réserves pour intervenir sur le marché des changes afin de favoriser le maintien de conditions favorables pour le dollar canadien. Pour plus de renseignements au sujet de la gestion des réserves internationales, consulter le *Rapport annuel sur le Compte du fonds des changes*, sur le site Web du ministère des Finances à www.fin.gc.ca.

L'actif des réserves de change du gouvernement et le passif découlant du financement de cet actif sont gérés selon une approche de portefeuille.

Le gouvernement contracte des emprunts libellés en devises pour financer ses réserves de change. L'actif des réserves de change et le passif découlant du financement de cet actif sont gérés selon une approche de portefeuille, conformément à bon nombre des principes adoptés par d'autres États souverains et par des institutions financières privées, entre autres des principes de gestion prudente du risque.

Les principaux objectifs sous-jacents au programme de réserves de change du Canada sont les suivants :

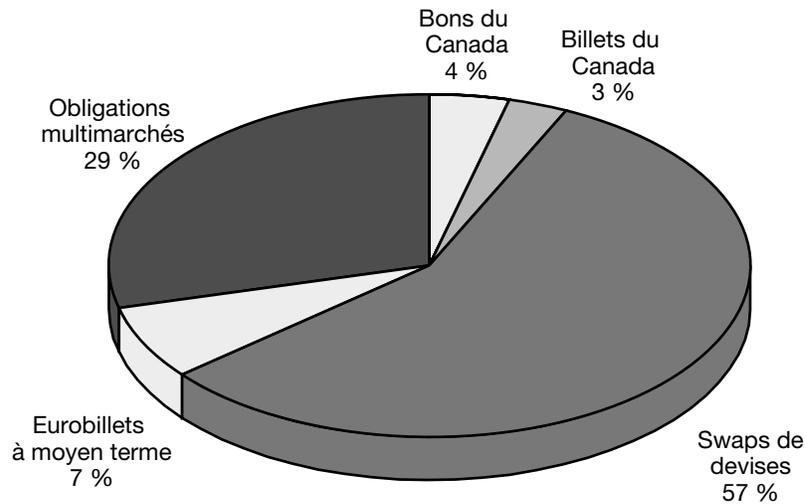
- maintenir un niveau de réserves de change approprié tout en minimisant les coûts qui en découlent (c'est-à-dire l'écart entre les intérêts gagnés sur l'actif des réserves et les intérêts payés sur le passif en devises);
- se prémunir autant que possible contre les risques de variation des cours de change et de fluctuation des taux d'intérêt en sélectionnant des actifs de réserve qui correspondent au passif en termes de devise et de durée;
- compter sur un éventail diversifié de sources de financement et maintenir une structure prudente du passif afin de faciliter la gestion des besoins de refinancement.

Sources de financement

Le gouvernement a recours aux swaps de devises pour obtenir un financement peu coûteux.

Le gouvernement a accès à diverses sources pour financer ses réserves de change, notamment des billets à court terme émis à escompte en dollars américains, des billets à moyen terme émis sur divers marchés, des swaps d'obligations libellées en dollars canadiens contre des devises, des obligations internationales et l'achat de dollars américains sur le marché des changes. Les swaps de devises constituent une solution particulièrement peu coûteuse, et ils ont été utilisés activement au cours des dernières années.

Composition prévue du passif en devises au 31 mars 2003



Source : ministère des Finances

Les swaps de devises demeureront la principale source de financement des réserves de change.

En 2003-2004, un certain nombre de facteurs guideront le choix des moyens de financement, notamment le coût relatif, les conditions et les occasions du marché, et le désir de conserver une structure prudente des échéances de la dette en devises. Les swaps d'obligations libellées en dollars canadiens contre des devises demeureront probablement les principales sources de financement des réserves.

Gestion du risque

Le gouvernement dispose d'un cadre exhaustif de gestion du risque lui permettant de repérer et de gérer les risques de trésorerie, notamment le risque du marché, le risque de crédit, le risque d'exploitation et le risque juridique liés au financement et au placement des réserves de change. Les politiques de gestion du risque adoptées par le gouvernement prévoient une gestion prudente des risques de trésorerie, qui repose sur l'application de pratiques exemplaires d'États souverains et d'institutions financières privées. Les normes relatives à la tolérance au risque sont très prudentes : les avoirs sont généralement protégés contre les risques du marché, et des normes élevées sont prévues en matière de qualité du crédit et de diversification.

Annexe

Cadre analytique – Concilier réduction des coûts et gestion des risques

En maintenant une structure de la dette prudente, le gouvernement cherche à garder les coûts d'emprunt à un bas niveau tout en veillant à ce que l'incidence sur les coûts des augmentations imprévues des taux d'intérêt ne déstabilise pas le cadre budgétaire.

Le gouvernement détermine la composition de la dette et le profil des échéances selon une perspective à long terme, sous l'angle de l'équilibre entre les coûts et les risques rattachés à l'émission de différentes catégories de titres. Cet équilibre repose sur le principe selon lequel, du point de vue de l'emprunteur, les titres à long terme sont généralement plus onéreux, mais présentent moins de risques que les titres à court terme.

Le compromis entre les coûts et les risques se présente parce que les instruments à long terme, comme les obligations du gouvernement du Canada, paient habituellement des intérêts plus élevés que les instruments à court terme, comme les bons du Trésor. En revanche, les intérêts des obligations à long terme demeurent à un niveau constant jusqu'à l'échéance de l'obligation, ce qui réduit le risque associé aux taux d'intérêt en comparaison d'instruments à court terme qui doivent être refinancés plus souvent aux taux en vigueur. Plus la proportion d'instruments à court terme est élevée, plus le risque est grand que des fluctuations défavorables des taux d'intérêt aient une incidence négative sur les coûts annuels de la dette.

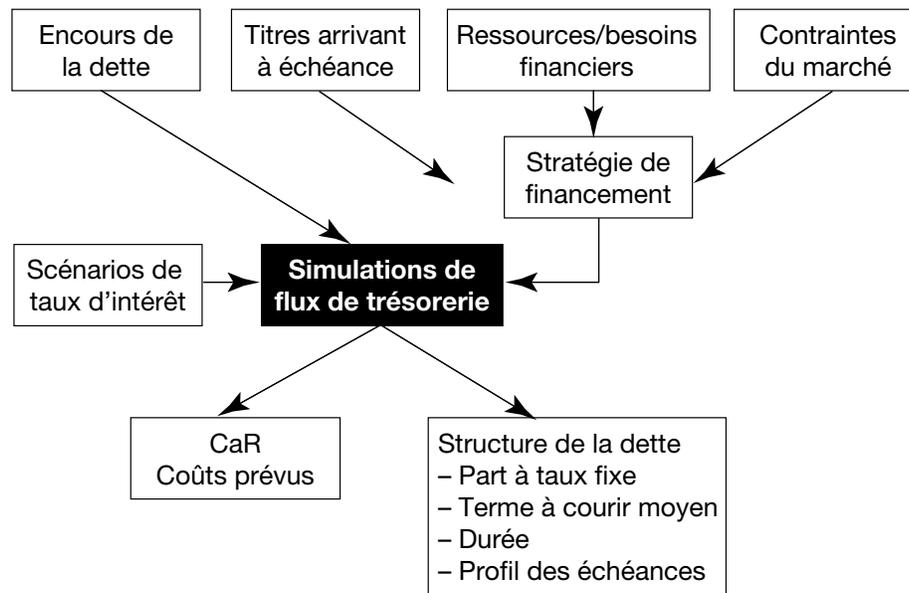
Dans le cadre de la planification reliée à la stratégie de gestion de la dette, l'objectif visé en ce qui a trait à la part à taux fixe de la dette est réévalué constamment de façon à établir s'il demeure approprié, vu l'évolution du contexte économique et financier.

Afin d'évaluer la capacité qu'a la structure de la dette de limiter l'exposition aux fluctuations des taux d'intérêt, le ministère des Finances et la Banque du Canada appliquent des modèles de simulation visant à évaluer les coûts éventuels de la dette dans un grand nombre de scénarios de taux d'intérêt. Entre autres mesures, on tient compte du terme à courir moyen, de la durée et du profil des échéances de la dette.

Les coûts à risque (CaR) constituent l'une des principales mesures utilisées par le gouvernement pour déterminer si le risque de coûts de la dette plus élevés satisfait aux critères de tolérance au risque du gouvernement. Les CaR représentent l'écart entre le maximum des coûts de la dette qui pourrait être prévu avec un degré élevé de certitude, et le niveau attendu des coûts de la dette pour une période donnée.

Le cadre de simulation servant à modéliser les caractéristiques de coût et de risque des autres structures de la dette est décrit ci-après. Les divers scénarios de taux d'intérêt ont une grande incidence sur ce modèle. Aux fins de l'analyse, 10 000 scénarios ont été développés en fonction d'un modèle théorique tiré d'ouvrages économiques et de la dynamique des taux d'intérêt observée de 1994 à 2002.

Cadre de simulation



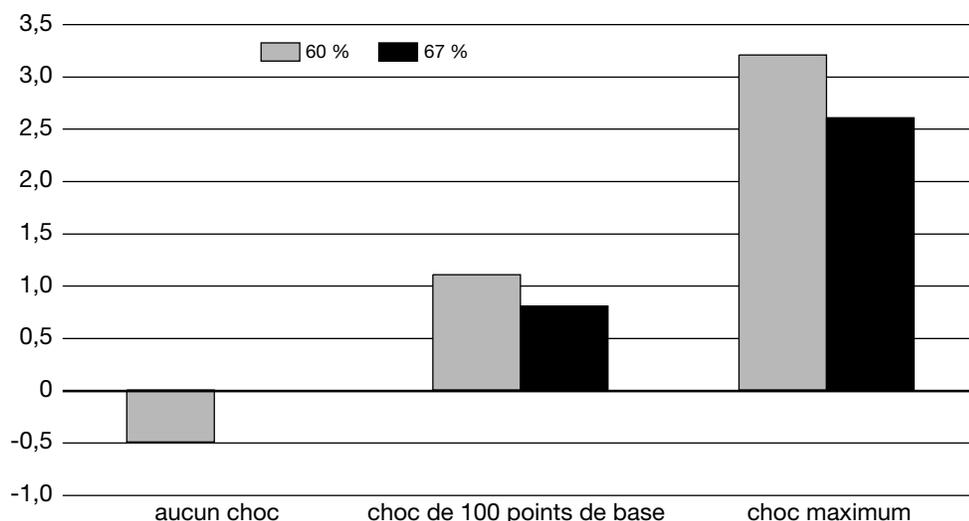
Ces scénarios représentent l'éventail complet des situations plausibles pour l'évolution éventuelle des taux d'intérêt. L'analyse suppose donc que l'environnement récent des taux d'intérêt, caractérisé par une inflation relativement stable et une moins grande volatilité des taux, se poursuivra dans les années à venir.

Plusieurs stratégies de financement sont développées; elles tiennent compte des perspectives financières, du volume des titres qui arrivent à échéance et des contraintes du marché. La simulation est ensuite appliquée à tous les scénarios de taux d'intérêt afin de produire une distribution statistique des coûts éventuels de la dette et diverses données statistiques pour chaque stratégie de financement.

L'analyse des CaR menée en 2002-2003 révèle que, sur une période à long terme, les coûts et les risques des structures de la dette sont semblables dans une fourchette de 60 % à 67 %. Les structures de la dette se situant dans cette fourchette permettraient de composer avec l'impact de la plupart des chocs de taux d'intérêt sans trop de répercussions sur le cadre budgétaire du gouvernement.

Les résultats relatifs aux CaR révèlent qu'une part à taux fixe cible de 60 % de la dette entraînerait des frais de service de la dette moins élevés, en comparaison d'une part à taux fixe de deux tiers, tout en permettant de maintenir une structure prudente de la dette. Au fil des ans, l'épargne réalisée grâce à des frais de la dette moins élevés découlant d'une part à taux fixe plus basse contrebalancerait la volatilité éventuelle des frais de la dette attribuable au risque de taux d'intérêt et pourrait donner lieu à des frais de la dette plus bas dans l'ensemble.

Sensibilité des frais de la dette aux chocs de taux d'intérêt (en milliards de dollars)



Source : ministère des Finances

Analyse de sensibilité

La recherche sur la modélisation par simulation a révélé que les résultats dépendent souvent dans une grande mesure des hypothèses utilisées. Les caractéristiques des scénarios de taux d'intérêt appliqués au modèle des CaR sont cruciales, et elles sont inévitablement subjectives. En outre, les simulations risquent de ne pas tenir compte comme il se doit de l'impact de chocs extrêmes de taux d'intérêt.

L'examen de scénarios extrêmes de taux d'intérêt demeure un important facteur dont il faut tenir compte pour prendre des décisions prudentes en matière de gestion de la dette. Le graphique ci-dessus illustre l'augmentation éventuelle des coûts résultant de deux chocs de taux d'intérêt pour une part à taux fixe de la dette établie à 60 % et aux deux tiers.

Une structure de la dette dont la part à taux fixe est de 60 % serait davantage exposée à un plus fort choc de taux d'intérêt qu'une structure dont la part à taux fixe est des deux tiers. Le choc illustré dans le graphique, conçu pour ressembler à l'augmentation des taux d'intérêt observée en 1994, ferait augmenter les frais de service de la dette fédérale d'environ 3,2 milliards de dollars la première année pour une structure dont la part à taux fixe est de 60 %, en comparaison de 2,6 milliards pour une structure dont la part à taux fixe est des deux tiers. À moyen terme toutefois, les avantages de la structure aux deux tiers sont neutralisés par les frais plus élevés de service de la dette.

Le terme à courir moyen de la dette se stabilisera.

Terme à courir moyen

Le terme à courir moyen, mesuré en années, est la durée moyenne avant que les instruments d'emprunt arrivent à échéance et donnent lieu à un risque de refinancement. Le terme à courir moyen des titres négociables est passé de 4 ans environ en 1990 à 6,5 ans en mars 2002, ce qui correspond à un niveau parmi les plus élevés pour des États souverains comparables. Cette tendance à la hausse est attribuable à l'augmentation de la part à taux fixe, à la réduction de l'encours des bons du Trésor et au maintien de la structure du programme obligataire, notamment des obligations à 30 ans. La décision d'abaisser la part de la dette à taux fixe dans les années à venir aura pour effet de stabiliser le terme à courir moyen.

Glossaire

billet du Canada : Billets habituellement libellés en dollars américains et offerts en inscription comptable. Ces billets peuvent être émis pour des échéances minimales de 9 mois, à un taux fixe ou variable. Les billets du Canada ne servent qu'à financer les réserves de change.

bon du Canada : Billets libellés en dollars américains, émis pour des échéances pouvant atteindre 270 jours. Les bons du Canada ne servent qu'à financer les réserves de change.

bon du Trésor : Titre à court terme vendu par enchère publique. Les bons du Trésor à 3, à 6 ou à 12 mois sont actuellement mis aux enchères toutes les 2 semaines.

Compte du fonds des changes : Principal fonds où sont déposées les réserves de devises officielles du Canada, tenu par le gouvernement du Canada afin de maintenir les liquidités en devises et de promouvoir la stabilité du dollar canadien sur le marché des changes.

courbe de rendement : Graphique reposant sur la structure d'échéances des taux d'intérêt, qui illustre le rendement de toutes les obligations de même qualité par échéance.

coût à risque : Mesure du risque en dollars qui représente les frais excédentaires éventuels de service de la dette, sur une période d'un an, que le gestionnaire de la dette est X % certain de ne pas dépasser.

dette à taux fixe : Part des emprunts bruts dont l'échéance ou la modification des taux ne survient pas avant 12 mois.

dette contractée sur les marchés : Aux fins de la gestion de la dette, partie de la dette financée sur les marchés publics; elle englobe les obligations négociables, les bons du Trésor, les titres au détail (principalement les Obligations d'épargne du Canada), les obligations et bons libellés en devises, ainsi que les obligations émises en faveur du Régime de pensions du Canada.

dette fédérale : Déficit accumulé, soit la somme de tous les excédents et de tous les déficits enregistrés par le passé.

dette nette : Dette publique fédérale brute, moins les actifs financiers.

dette non contractée sur les marchés : Dette interne du gouvernement, qui comprend surtout les engagements au titre des régimes de retraite du secteur public et le passif à court terme du gouvernement (comptes créditeurs, charges à payer, intérêts et paiement de la dette échue).

dette portant intérêt : Titres non échus ou dette contractée sur les marchés et engagements de l'État au titre des comptes internes tels que les régimes de retraite des fonctionnaires fédéraux.

dette publique brute : Montant total dû par l'État. La dette publique brute se compose de la dette contractée sur les marchés (voir ci-dessus), de la dette interne, contractée principalement envers les fonds de retraite des employés fédéraux, ainsi que d'autres passifs à court terme.

distributeurs de titres du gouvernement : Membres d'un groupe de banques d'investissement et de courtiers en placements auxquels le gouvernement s'adresse pour distribuer les bons du Trésor et les obligations négociables du gouvernement du Canada.

durée : Terme à courir moyen pondéré du flux de trésorerie d'une obligation, utilisé pour mesurer la sensibilité aux taux d'intérêt.

excédent budgétaire : Survient quand les recettes annuelles du gouvernement dépassent les dépenses budgétaires annuelles. Un déficit correspond au manque à gagner entre les recettes publiques et les dépenses budgétaires.

marché primaire : Marché où les titres sont émis pour la première fois.

marché secondaire : Marché sur lequel des titres sont achetés et vendus après leur émission sur le marché primaire.

marché souverain : Marché des titres émis par un État.

Obligation à prime du Canada : Produit d'épargne à l'intention des Canadiens, lancé en 1998 par le gouvernement du Canada. Ces obligations sont offertes par la plupart des institutions financières du Canada. Elles portent un taux d'intérêt supérieur à celui des Obligations d'épargne du Canada, et elles sont encaissables annuellement sans pénalité à la date anniversaire de l'émission ou dans les 30 jours suivant cette date.

obligation à rendement réel : Obligation du gouvernement du Canada assortie d'un intérêt semestriel fondé sur un taux d'intérêt réel. Contrairement aux obligations négociables à taux fixe, les paiements d'intérêt sur les obligations à rendement réel tiennent compte des variations de l'Indice des prix à la consommation.

Obligation d'épargne du Canada : Ces obligations sont actuellement offertes aux Canadiens par la plupart des institutions financières du Canada. Elles portent un taux d'intérêt concurrentiel garanti pour une ou plusieurs années; elles peuvent être encaissées n'importe quand et, après les trois premiers mois, elles rapportent des intérêts jusqu'à la fin du mois précédant l'encaissement.

obligation de référence : Émission particulière qui se démarque des autres dans chaque catégorie d'échéance. Elle est considérée par le marché comme la référence par rapport à laquelle toutes les autres émissions de la catégorie sont évaluées.

obligation fongible : Obligation ayant les mêmes attributs qu'une autre; les deux obligations sont interchangeables.

obligation négociable à taux fixe : Titre d'emprunt négociable émis par le gouvernement du Canada et vendu par enchère publique. Ces titres sont assortis d'une date d'échéance et d'un taux d'intérêt spécifiés. Toutes les obligations négociables à taux fixe en dollars canadiens portent des intérêts payables semestriellement et ne sont pas rachetables par anticipation. Comme elles sont transférables, elles peuvent être négociées sur le marché secondaire.

point de base : Un point de base correspond à 0,0001, ou 0,01 %.

rachat d'obligations assorti d'une conversion de titres : Des obligations en circulation sont échangées contre de nouvelles obligations de l'émission de référence établie. Sert à maintenir la taille d'une nouvelle émission.

rachat d'obligations au comptant : Rachat d'obligations contre des espèces. Sert à maintenir la taille d'une nouvelle émission.

réserve pour éventualités : Fonds mis en réserve dans les projections budgétaires essentiellement afin de se prémunir contre les impondérables ou les inexactitudes inévitables des modèles utilisés pour convertir les hypothèses économiques en prévisions budgétaires détaillées. Les fonds inutilisés de cette réserve sont appliqués en réduction de la dette fédérale.

solde financier : Écart entre les encaissements et les décaissements de l'État. Les besoins financiers correspondent aux nouveaux emprunts à contracter auprès de prêteurs de l'extérieur pour combler les besoins de financement de l'État pour un exercice donné.

swap de devises : Échange d'un type d'obligation contre un autre qui met en cause des devises différentes et l'échange du principal et de l'intérêt.

système de négociation électronique : Système électronique qui fournit une information en temps réel au sujet des titres et qui permet à l'utilisateur d'exécuter des échanges financiers.

taux de rotation : Volume des titres échangés en proportion de l'encours.

terme à court moyen : Durée moyenne qui reste avant l'échéance d'un titre, en ne tenant compte que du principal.

titre négociable : Instrument émis par le gouvernement du Canada et adjugé par voie de soumissions publiques ou de syndication. Une telle émission peut être échangée entre investisseurs pendant qu'elle est en circulation.

titre non négociable : Titre portant intérêts qui n'est pas négocié sur les marchés secondaires.

transparence du marché : Dans le contexte de la gestion de la dette, caractéristique d'un marché obligataire marqué par des stratégies et des activités de gestion de la dette visibles et bien comprises des participants.