



**Examen du cadre d'emprunt applicable aux
principaux organismes fédéraux bénéficiant de
la garantie du gouvernement fédéral**

Préparé pour :

Le ministère des Finances Canada

15 juin 2005

Personne-ressource :
Jim McCaw, CA, CBV, CIRP
Associé, Services conseils
KPMG LLP
160, rue Elgin, bureau 2000
Ottawa (Ontario) K2P 2P8
613-212-2815
jmccaw@kpmg.ca



Limites et restrictions

Le présent rapport a été préparé pour le compte exclusif de Finances Canada et son utilisation interne. Les autres parties ne devraient pas se fonder sur son contenu.

Les renseignements que contient le rapport reposent à la fois sur des renseignements appartenant au gouvernement fédéral et sur des renseignements diffusés publiquement. Ils représentent les conditions actuelles ainsi que nos impressions à cette date et, par conséquent, peuvent changer à tout moment. Lors de la préparation du rapport, KPMG LLP a présumé, sans avoir mené de vérification indépendante, de l'exactitude et du caractère complet des renseignements disponibles auprès de sources publiques.

Table des matières

I	Sommaire	2
II	Introduction	4
	<i>PARTIE A – CADRE D'EMPRUNT ACTUEL</i>	6
III	Pratiques de gouvernance	7
IV	Statu quo renforcé.....	8
	<i>PARTIE B – AUTRES FORMES DE CADRES D'EMPRUNT</i>	9
V	Cadres d'emprunt internationaux et provinciaux	10
VI	Attributs – Coût d'emprunt direct.....	11
VII	Attributs — Autres	14
VIII	Solutions de rechange.....	20
IX	Arguments en faveur de la centralisation et arguments en faveur du statu quo renforcé.....	22

Appendices

- A Pratiques de gouvernance et cadre d'emprunt
- B Pratiques de gestion du risque financier
- C Améliorations du cadre courant
- D Cadres internationaux et provinciaux
- E Perspectives internationales et provinciales
- F Dette du gouvernement et des Emprunteurs
- G Prime payée par les agences
- H Analyse du coût d'emprunt
- I Attribut
- J Exemples de billets structurés
- K Solutions de rechange

Annexes

- 1 Glossaire
- 2 Bibliographie
- 3 Organisations interviewées
- 4 Guide des entrevues

I Sommaire

Aujourd'hui, sept différentes entités liées au gouvernement fédéral empruntent chacune de leur côté des milliards de dollars chaque année sur les marchés de capitaux d'emprunt. Il s'agit du gouvernement du Canada et de six « Emprunteurs » : quatre sociétés d'État (la Banque de développement du Canada, la Société canadienne d'hypothèques et de logement, Exportation et développement Canada et Financement agricole Canada) et deux sociétés qui ne sont pas des sociétés d'État (la Fiducie du Canada pour l'habitation et la Commission canadienne du blé). Chaque Emprunteur émet des titres de créance en son propre nom mais, de fait, toutes leurs émissions sont effectivement garanties par le gouvernement.

À l'automne 2004, la firme KPMG a reçu le mandat d'examiner le rendement et la gouvernance du cadre d'emprunt actuel et d'envisager d'autres cadres d'emprunt qui réduiraient les risques et les coûts pour le Canada dans son ensemble tout en tenant compte des mandats des Emprunteurs et de la nécessité d'une saine gouvernance. Pour mener à terme sa mission, KPMG a effectué de vastes recherches et tenu des entrevues avec divers intervenants, dont les Emprunteurs, le gouvernement, la Banque du Canada, des courtiers et des investisseurs.

Cadre d'emprunt actuel

Chaque Emprunteur a mis sur pied un service de la trésorerie perfectionné et très respecté. Ce service a instauré des politiques de gestion des risques financiers et est en mesure d'atteindre son objectif principal, à savoir recueillir à un prix raisonnable les fonds dont les Emprunteurs ont besoin. De plus, chaque service de la trésorerie relève directement de la haute direction, du conseil d'administration et du ministre responsable, mais il doit également rendre compte au ministre des Finances, qui approuve son plan d'emprunt annuel. Cette reddition de comptes est exigée en raison du passif éventuel du gouvernement concernant les titres de créance émis par les Emprunteurs. Elle vise par ailleurs à ce qu'aucune des mesures prises par les Emprunteurs n'entache la cote de crédit globale (AAA) du Canada.

Le système actuel fonctionne bien, mais Finances Canada et chacun des Emprunteurs gagneraient à améliorer le statu quo, notamment en modifiant les « plans d'emprunt » annuels soumis par les Emprunteurs et les rapports sur la gestion du risque financier et l'activité d'emprunt. La plupart de ces changements visent soit à améliorer la gestion du risque financier, soit à étayer l'imputabilité du ministre des Finances à l'égard de l'activité d'emprunt collective réelle et prévue des sept entités qui partagent la cote de crédit du Canada.

Autres cadres d'emprunt

Lors de notre examen des autres cadres d'emprunt, nous nous sommes penchés sur des cadres d'emprunt internationaux et provinciaux, nous avons évalué divers attributs pertinents à prendre en compte avant la mise en œuvre d'un cadre et nous avons analysé un certain nombre de cadres de rechange. Nous sommes arrivés à des conclusions dans nombre de domaines, mais notre mission ne prévoyait pas l'établissement du rang des attributs ni la recommandation d'un cadre particulier. Il incombe donc au gouvernement du Canada de déterminer quel cadre convient le mieux aux contribuables canadiens.

Notre examen des autres juridictions nous a permis de constater une tendance graduelle en faveur de la centralisation de l'emprunt au cours des 15 dernières années. De plus, lorsque nous avons analysé les cadres éventuels, nous avons rejeté plusieurs options qui n'étaient pas pratiques. Par conséquent, notre analyse a porté sur une comparaison entre le statu quo et une centralisation complète dans le cadre de laquelle une seule entité de financement centralisée (EFC) emprunterait au nom à la fois du gouvernement et des Emprunteurs.

Nous avons examiné la diversité et la convenance des produits d'emprunt. Les Emprunteurs versent une prime de risque d'environ 1 point de base (0,01 %) sur les émissions du gouvernement du Canada sur le marché monétaire et d'environ 15 points de base (0,15 %) sur les emprunts à terme non structurés autres que sur le marché de détail. Pour réduire cet écart, les Emprunteurs ont tendance à faire preuve d'opportunisme en émettant les titres lorsque les conditions du marché semblent favorables et bon nombre d'entre eux émettent des billets structurés afin de réduire le coût de financement. Bien que ces deux stratégies soient communes dans les organismes gouvernementaux du monde, elles ne sont pas fréquentes chez les États souverains émetteurs et diffèrent passablement des stratégies de gestion de la dette du gouvernement parce

qu'elles sont moins transparentes pour les investisseurs et supposent une plus grande complexité et davantage de risques pour les emprunteurs. Ces stratégies soulèvent donc des préoccupations surtout en l'absence d'un calcul du coût du capital pondéré quant au risque. Il faut également se demander si elles conviennent aux investisseurs sur le marché de détail dans le cas des produits plus complexes.

Nous avons examiné le coût d'emprunt et constaté que le coût de financement global des Emprunteurs variait considérablement surtout parce qu'ils comblaient leurs besoins d'emprunt au moyen d'une variété de produits émis à des clients sur une variété de marchés au Canada et à l'étranger. Selon nos estimations, la centralisation permettrait de réduire les coûts d'emprunt directs des Emprunteurs d'environ 10 millions de dollars la première année et de 33 millions à 175 millions sur cinq ans. En supposant l'inclusion des données de la FCH, une fiducie à des fins déterminées dont les créances sont garanties par le gouvernement du Canada, la réduction susmentionnée passe à 33 millions de dollars la première année, pour atteindre de 330 millions à 620 millions sur cinq ans. Comme le précise l'alinéa précédent, ensemble les Emprunteurs émettent une grande quantité de billets structurés qui présentent des risques inhérents supérieurs. Donc, les économies pondérées quant au risque réalisées au chapitre des coûts d'emprunt directs seraient considérablement supérieures à celles dont il a été question dans le présent alinéa.

Nous nous sommes penchés sur la qualité et la liquidité des marchés canadiens de capitaux. À une époque où les besoins d'emprunt des gouvernements diminuent, les intervenants sur les marchés s'inquiètent de la liquidité des obligations du Canada de référence qui servent de repères aux fins de l'établissement du prix de la plupart des titres à revenu fixe émis au Canada. La plupart des intervenants sur les marchés estiment que les 11 milliards de dollars que les Emprunteurs émettent annuellement (25 milliards si la FCH est incluse) pourraient se greffer aux émissions d'obligations de référence, ce qui contribuerait à la liquidité du marché. Le marché pourrait par ailleurs être en mesure d'absorber ces émissions sans augmenter le coût d'emprunt.

Nous avons examiné les activités des Emprunteurs. Ces derniers sont très fiers de leur service de la trésorerie, de leur autonomie et accordent une grande valeur à la souplesse et aux renseignements sur les marchés qu'ils obtiennent en ayant accès quotidiennement aux marchés de capitaux. Ils s'inquiètent au plus haut point du fait que toute forme d'EFC ne tienne pas assez compte de leurs besoins particuliers ni des niveaux de service dont ils ont besoin. Ces craintes sont valides, toutefois, nombre d'entre elles pourraient être atténuées par une EFC bien planifiée.

Enfin, la centralisation des emprunts ne changerait pas en soi l'encours de la dette collective sur les marchés des sept entités. Toutefois, la dette des Emprunteurs n'est pas consolidée dans les Comptes publics du Canada aux fins des rapports financiers et, par conséquent, la centralisation pourrait augmenter jusqu'à concurrence de 11 % la dette sur les marchés qui y est rapportée. Une stratégie de communication devra nécessairement être instaurée pour réduire la possibilité que les agences de notation ou les médias interprètent mal un tel changement dans la façon de présenter les données.

Dans l'ensemble, quelques attributs appuient la centralisation, tandis que d'autres soutiennent le statu quo et que d'autres encore sont plus neutres.

Si le gouvernement devait décider d'examiner davantage la possibilité de centraliser, alors il devra mener d'autres préparatifs dont ceux relatifs à la conception et à la gouvernance de l'EFC, à la gestion du risque à l'EFC, aux niveaux de service que l'EFC doit fournir aux Emprunteurs, à l'établissement du prix de transfert aux Emprunteurs, à l'estimation des coûts de transition et aux changements des coûts de fonctionnement ainsi qu'à un examen de l'incidence sur les rapports financiers. Ces points n'ont pas été abordés dans le présent rapport. Il ne faut procéder à la centralisation que si les avantages sont supérieurs aux coûts, les coûts et les avantages étant envisagés sur le plan tant qualitatif que quantitatif.

II Introduction

Glossaire

Un glossaire des termes et des abréviations utilisés dans les présentes apparaît à l'annexe 1.

Portée du travail

En novembre 2004, Finances Canada (« le ministère des Finances ») et la Banque du Canada (« BC ») ont octroyé à KPMG LLP (« KPMG ») un contrat intitulé *Examen du cadre d'emprunt applicable aux principaux organismes fédéraux bénéficiant de la garantie du gouvernement fédéral* (l'« Examen »). Ces entités appuyées par le gouvernement comprenaient quatre sociétés d'État – la Banque de développement du Canada (« BDC »), la Société canadienne d'hypothèques et de logement (« SCHL »), Exportation et développement Canada (« EDC ») et Financement agricole Canada (« FAC ») – et deux autres entités – la Fiducie du Canada pour l'habitation (« FCH ») et la Commission canadienne du blé (« CCB »). Dans le corps du présent rapport, ces six entités sont désignées collectivement par le terme « Emprunteurs » et incluses dans l'Examen étant donné que chaque Emprunteur emprunte des milliards de dollars chaque année sur les marchés de capitaux. KPMG a reçu le mandat de mener un examen objectif et factuel du rendement et de la gouvernance du cadre d'emprunt actuel et d'autres cadres alternatifs d'emprunt et de gouvernance, sans avoir à se prononcer sur la meilleure option ni à formuler de recommandations à cet égard.

Pour mener à terme sa mission, KPMG a fait des recherches dans une grande quantité de documents appartenant au gouvernement et de documents publics (dont la liste constitue l'annexe 2), examiné des emprunteurs internationaux et provinciaux comparables et tenu des entrevues avec divers intervenants – le ministère des Finances, la BC, les Emprunteurs, de grands investisseurs, des courtiers canadiens et internationaux et d'autres encore (dont la liste constitue l'annexe 3). Les guides d'entrevue de KPMG forment l'annexe 4; les entrevues ont toutefois approfondi le contenu de ces guides. L'étape de l'analyse a suivi les entrevues et comporté de vastes consultations et discussions avec le ministère des Finances, la BC et les Emprunteurs. KPMG tient à remercier les trésoriers des Emprunteurs de leur très grande collaboration au processus.

Le présent rapport résume les principaux résultats de l'Examen. Les appendices présentent de plus amples détails et analyses concernant la plupart des sujets.

Contexte

Exception faite de la FCH (créée en 2001), les Emprunteurs ont tous une longue histoire : FAC a été créé en 1927, la CCB en 1935, la BDC en 1944, la SCHL en 1946 et EDC en 1969. Même si leurs structures et leurs fins ont changé quelque peu au fil des ans, leurs mandats globaux sont demeurés essentiellement les mêmes. Au départ, les Emprunteurs finançaient leurs opérations et leur croissance grâce à un financement obtenu de banques à charte, à des prêts consentis par le gouvernement du Canada (le « gouvernement » ou le « GC ») sur le Trésor et à des capitaux propres fournis par le GC. Dans les années 1970, la propre dette directe du GC s'est accrue et, à la demande du GC, quelques-uns des Emprunteurs ont commencé à émettre des titres de créance sur les marchés publics soit pour remplacer les emprunts bancaires plus coûteux, soit pour remplacer les emprunts sur le Trésor. À cette époque, les écarts sur les marchés (c'est-à-dire la prime sur les taux d'intérêt sur les titres de créance émis par le GC) atteignait jusqu'à 65 points de base (soit 0,65 %). Le ministère des Finances participait dans une très grande mesure au processus et approuvait chaque émission sur engagement. Pour éviter la concurrence pour les investisseurs éventuels, les Emprunteurs avaient l'habitude d'obtenir du financement sur les marchés internationaux. D'aucuns estimaient par ailleurs que des avantages au chapitre de la gouvernance pourraient être obtenus si les Emprunteurs assumaient la responsabilité de l'émission de leurs propres titres de créance.

Vers la fin des années 1980 et le début des années 1990, les besoins de financement par emprunts du GC atteignaient un sommet, et tous les Emprunteurs ont dû assumer la responsabilité de financer directement leur dette sur les marchés de capitaux. Les Emprunteurs ont pris de la maturité, et les capacités de leurs services de trésorerie se sont accrues. Les écarts sur le marché pour les Emprunteurs (et les coûts d'emprunt directs) ont diminué et, tandis que le GC conservait son pouvoir de gouvernance, le rôle du ministère des Finances s'est érodé, se transformant davantage en celui d'un gardien, les approbations annuelles permanentes ont remplacé les autorisations d'emprunt individuelles. À cette époque, les Emprunteurs ont acquis passablement d'indépendance et d'autonomie organisationnelles.

Ces huit dernières années, les excédents du GC ont donné lieu à une réduction des émissions des Obligations du Canada, ce qui a diminué la liquidité actuelle et future des titres du GC sur les marchés obligataires et monétaires. Pendant ce temps, le nombre d'emprunts sur les marchés de capitaux effectués par les Emprunteurs augmentait, surtout par suite de l'instauration des programmes d'emprunt de la FCH en 2001. Les services de la trésorerie des Emprunteurs n'ont cessé de se perfectionner étant donné la diversification des genres de produits d'emprunt et de dérivés disponibles et l'évolution des pratiques exemplaires de gestion du risque et des procédures de gouvernance.

Quelle est la situation aujourd'hui? La BDC, la SCHL, EDC et la FAC – en leur qualité de sociétés d'État – sont des mandataires de Sa Majesté du chef du Canada et, à ce titre, leurs créances sont de fait des obligations du GC. Ce dernier garanti de manière irrévocable et inconditionnelle la dette de la CCB. Pour sa part, la FCH émet des Obligations hypothécaires du Canada (« OHC »), qui sont garanties par la SCHL et, partant, par le GC.

De fait, sept entités – les six Emprunteurs et le GC – empruntent chacune des milliards de dollars chaque année et tous les emprunts sont fondés sur la cote de crédit AAA du gouvernement (la « cote de crédit du Canada »). Bien que les écarts aient continué de s'amenuiser ces dernières années, les Emprunteurs continuent de verser une prime par rapport au taux d'intérêt des Obligations du Canada ayant une structure semblable.

Les facteurs décrits dans les deux alinéas précédents, plus le fait qu'aucune étude du cadre n'avait été entreprise en plus de dix ans, ont fait naître le besoin de mener le présent Examen qui se pencherait sur le cadre d'emprunt actuel et envisagerait des cadres de rechange.

Dans le présent Examen, KPMG fournit une analyse indépendante préliminaire du statu quo et de diverses solutions de rechange afin de fournir des renseignements qui permettront au lecteur de répondre à la question suivante : « Quel cadre convient le mieux au Canada? ». Le cadre optimal pour le Canada maximise divers objectifs, parfois concurrentiels, comme minimiser les coûts d'emprunt, gérer le risque, appuyer les mandats des Emprunteurs et assurer une saine gouvernance. C'est pourquoi KPMG ne fait pas porter son examen sur ce qui est optimal pour chaque Emprunteur ni pour le GC, le ministère des Finances ou la BC. Il examine plutôt la situation à distance, du point de vue des citoyens et des contribuables du Canada.



PARTIE A
CADRE D'EMPRUNT ACTUEL

III Pratiques de gouvernance¹

Pratiques de gouvernance de pointe

Au début de 2005, la vérificatrice générale et le Conseil du Trésor ont chacun déposé des rapports indépendants sur la gouvernance des sociétés d'État. Pour sa part, le rapport du Conseil du Trésor faisait valoir que : « La bonne gouvernance repose sur la transparence et la reddition de comptes qui, ensemble, établissent la confiance du public. » Ces facteurs sont donc des éléments essentiels des pratiques de gouvernance de pointe.

Aux États-Unis, les attentes relatives aux pratiques de gouvernance de pointe ont changé de façon marquée après l'adoption de la loi dite *Sarbanes-Oxley Act* en 2002. Cette loi a mis en évidence la qualité et l'efficacité de la gouvernance des entreprises, de la reddition de comptes et de la réglementation des valeurs mobilières, concepts que le Canada est en voie d'adopter. La loi ne vise que les sociétés cotées en bourse, mais ses principes sont appliqués grâce à des pratiques et des règlements de pointe à l'échelle du secteur public aux États-Unis et au Canada. Les sociétés canadiennes cotées en bourse sont dorénavant assujetties à une loi semblable. Certaines entités de pointe du secteur public canadien (notamment la Société Radio-Canada, la Société canadienne des postes et l'un des Emprunteurs, EDC) mettent volontairement en application la loi.

Pratiques de gouvernance des Emprunteurs

Les Emprunteurs ont des responsabilités au sens large en matière de gouvernance envers le ministère des Finances et le Conseil du Trésor, mais relèvent principalement de leurs conseils d'administration et de leur ministre responsable. Les sociétés d'État, conformément à la *Loi sur la gestion des finances publiques* (« LGFP »), doivent soumettre chaque année des plans d'entreprise et des plans d'emprunt à l'approbation, respectivement, du Conseil du Trésor et du ministère des Finances. La CCB s'acquitte de responsabilités semblables en vertu de la *Loi sur la Commission canadienne du blé*. La FCH n'est pas assujettie à la LGFP et, par conséquent, ses activités d'emprunt sont traitées dans le plan d'entreprise de la SCHL à titre d'activité de programme. Outre cette approbation annuelle, il existe peu d'interaction officielle entre le ministère des Finances et les Emprunteurs. De fait, le ministère des Finances agit à titre de gardien des programmes d'emprunt des Emprunteurs et non à titre d'organisme de réglementation. Cependant, le ministre des Finances publie des lignes directrices sur la gestion du risque de trésorerie que les Emprunteurs doivent respecter.

Les Emprunteurs ont instauré des structures de gouvernance internes. Ils ont tous mis en œuvre des politiques de gestion du risque de trésorerie, comme le précise l'appendice B. De plus, les Emprunteurs ont divisé les fonctions entre les emprunts, la comptabilité et la gestion du risque, jouissent de la surveillance assurée par des comités de gestion de l'actif et du passif et font approuver leurs plans d'emprunt et leurs plans d'entreprise par leurs conseils d'administration. Ils sont tous de temps à autre l'objet de vérifications et d'examen spéciaux.

La prochaine section contient des commentaires concernant les éventuelles améliorations qui peuvent être apportées au régime de gouvernance et au cadre d'emprunt.

¹ Vous trouverez à l'appendice A un exposé plus détaillé sur ces questions.

IV Statu quo renforcé²

Lors de l'examen du rendement et de la gouvernance du cadre d'emprunt actuel, KPMG a été invité à proposer des améliorations qui renforceraient le statu quo. Pour ce faire, nous avons pris en compte les pratiques de pointe ainsi que des points qui ont ressorti pendant nos entrevues et nos discussions.

Si, en soi, le cadre de gouvernance actuel ne comporte pas de lacune fondamentale, le ministère des Finances et les Emprunteurs peuvent faire différemment certaines choses pour améliorer le statu quo. Ces changements amélioreraient la gouvernance et la gestion de la cote de crédit du Canada en faisant mieux comprendre les emprunts, le coût du financement et le risque. Ces renseignements pourraient par la suite servir à mieux harmoniser les activités des Emprunteurs et du GC, à accroître l'uniformité de l'établissement des prix et à améliorer la gestion du risque. Certaines de ces améliorations peuvent facilement être apportées sur-le-champ, tandis que d'autres exigent un examen plus poussé. Bon nombre d'entre elles peuvent être exécutées maintenant, même si un complément d'études s'impose sur l'éventuelle centralisation, tandis que d'autres pourraient ne pas être appropriées si la centralisation est imminente.

Enjeu	Observations	Amélioration proposée
Plan d'emprunt	<ul style="list-style-type: none"> Les plans d'emprunt ne sont pas uniformes et ne peuvent facilement être combinés pour déterminer les besoins d'emprunt consolidés prévus sur cinq ans du GC et des Emprunteurs. Les commentaires accompagnant les plans d'emprunts ne sont pas cohérents. Les emprunts de la FCH, qui sont de 50 % supérieurs aux besoins à terme de tous les Emprunteurs, font partie du plan d'entreprise de la SCHL à titre d'activité de programme mais ne sont pas inclus dans le plan d'emprunt de cette dernière. Les plans d'emprunt contiennent des plafonds des écarts et des emprunts qui sont passablement supérieurs à ce dont les Emprunteurs ont besoin; il ne serait pas acceptable qu'un Emprunteur appliquant la cote de crédit du Canada utilise le plein montant autorisé pour les plafonds. 	<ul style="list-style-type: none"> Il faudrait instaurer un modèle pour les plans d'emprunt, ce qui faciliterait la consolidation. Il faudrait établir des lignes directrices régissant les commentaires que devraient à tout le moins contenir les plans d'emprunt. En raison de l'importance relative des emprunts de la FCH, les emprunts prévus de cette dernière devraient être inclus soit à titre d'élément officiel du plan d'emprunt de la SCHL soit à titre de plan d'emprunt de la FCH soumis à l'approbation du ministère des Finances. L'approbation des plans d'emprunt annuels devrait comprendre un écart et des niveaux d'émission réduits mais satisfaisants et réalistes.
Rapport sur les résultats réels	<ul style="list-style-type: none"> Les Emprunteurs ne rapportent pas tous de la même façon les résultats réels. Dans certains cas, ils ne font pas de suivi des résultats obtenus de l'activité sur le marché monétaire. Les Emprunteurs ne rapportent pas toujours les écarts entre le coût du financement réalisé et les obligations de référence pertinentes. 	<ul style="list-style-type: none"> Des lignes directrices devraient être établies en matière de présentation de rapports sur les résultats réels et de comparaison entre le rendement et les obligations de référence. De tels rapports devraient être soumis au moins au trois mois.
Gestion du risque financier	<ul style="list-style-type: none"> Les Emprunteurs présentent trimestriellement des données sur le risque de crédit de contrepartie, mais reçoivent rarement des commentaires sur ces dernières. Les Emprunteurs appliquent des politiques très différentes de gestion du risque de marché et des autres risques financiers. Les Emprunteurs n'utilisent pas toujours les annexes de la convention de l'ISDA qui ont trait au soutien du crédit. 	<ul style="list-style-type: none"> Il faudrait recueillir d'autres renseignements normalisés sur le risque, et fournir des commentaires pertinents aux Emprunteurs. Il faudrait revoir les lignes directrices et les politiques sur la gestion des risques financiers. En ce qui a trait au au risque de crédit, il conviendrait d'établir des lignes directrices concernant les plafonds du crédit de contrepartie qui préciseraient également

² Vous trouverez à l'appendice C un exposé plus détaillé sur ces questions.

		que toutes les contreparties sont assujetties à une annexe ayant trait au soutien du crédit avec nantissement de collatéral à des niveaux fixes, comme le préconise la pratique du GC.
Comité de gestion de l'actif et du passif (CGAP)	<ul style="list-style-type: none"> La présentation, la profondeur et le contenu des rapports du CGAP varient considérablement selon les Emprunteurs. Un de ces rapports contient même très peu de renseignements sur les emprunts réels. Des rapports du CGAP ne sont pas toujours soumis au ministère des Finances. 	<ul style="list-style-type: none"> Les Emprunteurs devraient veiller à ce que les rapports du CGAP traitent en profondeur des emprunts réels et prévus. Tous les rapports du CGAP devraient être soumis au ministère des Finances, à tout le moins trimestriellement.
Frais de fonctionnement	<ul style="list-style-type: none"> Peu d'éléments communs existent entre les plates-formes de la technologie et de l'infrastructure utilisées par les Emprunteurs. 	<ul style="list-style-type: none"> Il conviendrait d'examiner les infrastructures des Emprunteurs afin de recenser les avantages qui pourraient être obtenus d'une certaine normalisation et d'un regroupement pour les négociations avec les fournisseurs.
Gouvernance des conseils d'administration	<ul style="list-style-type: none"> Les conseils d'administration des Emprunteurs ne semblent pas toujours posséder les compétences requises pour évaluer indépendamment leurs opérations de trésorerie. 	<ul style="list-style-type: none"> Chaque Emprunteur devrait exiger qu'au moins un membre du conseil d'administration ne faisant pas partie de la direction possède des compétences en trésorerie, en marchés de capitaux et en gestion des risques financiers.
Coordination des emprunts	<ul style="list-style-type: none"> Il n'existe aucune coordination officielle du moment et du prix des emprunts entre les Emprunteurs et avec le ministère des Finances. 	<ul style="list-style-type: none"> Les Emprunteurs et le ministère des Finances devraient améliorer la coordination afin de réaliser divers avantages (notamment éviter de mettre en concurrence des émissions importantes de titres de créance).

Les améliorations éventuelles qui suivent sont extraites d'une analyse plus détaillée fournie aux sections VI et VII. Le sommaire des observations et améliorations proposées est reproduit ci-après :

Enjeu	Observations	Amélioration proposée
Prime payée par les agences	<ul style="list-style-type: none"> Les Emprunteurs paient plus cher que le GC, ce qui n'est pas logique puisque les sociétés d'État ne sont pas distinctes du GC sur le plan juridique. 	<ul style="list-style-type: none"> Dans la mesure du possible, le ministère des Finances devrait travailler avec les Emprunteurs pour réduire, le cas échéant, la prime payée par les agences.
Liquidité des Emprunteurs	<ul style="list-style-type: none"> Certains Emprunteurs conservent des niveaux élevés de liquidité et, dans quelques cas, se servent des bénéfices qu'ils en tirent pour appuyer leurs mandats. Les Emprunteurs ont l'habitude de prévoir des marges de crédit bancaires de soutien pour les cas où ils auraient un besoin urgent de liquidités. 	<ul style="list-style-type: none"> Les politiques et lignes directrices sur la liquidité à l'intention des Emprunteurs devraient être examinées. Il faut envisager la possibilité de recourir au GC pour obtenir une marge de crédit d'urgence.
Produits d'emprunt	<ul style="list-style-type: none"> Plusieurs Emprunteurs comblent une bonne partie de leurs besoins de financement à terme grâce à des billets structurés, mais pas le GC. 	<ul style="list-style-type: none"> Puisque les Emprunteurs partagent la cote de crédit du Canada, des lignes directrices devraient être établies concernant l'émission de billets structurés.

PARTIE B

AUTRES FORMES DE CADRES D'EMPRUNT

V Cadres d'emprunt internationaux et provinciaux³

Sur les marchés de l'emprunt, les émetteurs qui sont étroitement affiliés à un État souverain emprunteur mais qui émettent des titres de créance en leur propre nom sont appelés des « agences ». La dette de l'agence peut ou non être garantie par l'État souverain emprunteur, mais dans l'un ou l'autre des cas, elle partage habituellement l'avantage de la cote de crédit de l'État souverain emprunteur et est soit essentielle à la politique du gouvernement soit bien intégrée aux opérations du gouvernement.

L'appendice E contient de plus amples détails sur les gouvernements internationaux et provinciaux et les agences emprunteuses.

Comme il fallait s'y attendre, les États souverains emprunteurs et leurs agences utilisent un vaste éventail de cadres d'emprunt. Le marché des États-Unis est unique en raison de sa taille énorme et des nombreuses entités commanditées par l'État (« ECE »). Les mandats de certains des Emprunteurs du Canada sont semblables à ceux des ministères américains, tandis que ceux d'autres Emprunteurs sont semblables à ceux de certaines ECE. Nombre d'ECE importantes ne jouissent pas d'un soutien explicite de l'État et, de fait, ont des actionnaires non gouvernementaux – les exemples les plus probants de cela étant Fannie Mae et Freddie Mac. On compte cinq banques régionales de crédit agricole et douze banques régionales fédérales de prêts au logement. Pour réaliser des économies d'échelle et réduire les risques régionaux, les banques de crédit agricole disposent d'un organisme de financement central qui emprunte au nom des cinq banques de crédit agricole. Le système des banques fédérales de prêts au logement est légèrement différent, chacune des banques contractant ses propres emprunts, mais elles présentent leurs rapports à titre d'entité unique et sont cotées en tant que telle.

Nombre d'États souverains, y compris le Royaume-Uni et la Nouvelle-Zélande, disposent d'un seul emprunteur tourné vers les marchés, tandis que d'autres, comme l'Allemagne et le Japon, disposent de plusieurs emprunteurs qui émettent des titres de créance. Cependant, peu de pays de la taille du Canada ont un si grand nombre d'emprunteurs sur le marché. À titre d'exemple, le mandat de la KfW de l'Allemagne englobe celui de plusieurs Emprunteurs. La tendance graduelle vers un seul émetteur gouvernemental a été constatée, le Royaume-Uni, l'Irlande, l'Australie et le Portugal s'étant dirigés vers le concept de la centralisation des emprunts au cours des années 1990.

De même, les provinces canadiennes ont pris des mesures ces dernières années afin de réduire le nombre d'emprunteurs tournés vers les marchés dans le dessein de réaliser de meilleures économies d'échelle. À preuve l'Office ontarien de financement de l'infrastructure stratégique (« OSIFA »), qui a émis des titres de créance au nom de 170 municipalités clientes et qui offre ses services à l'ensemble des 445 municipalités ontariennes et, depuis mai 2005, aux universités ontariennes. La participation à l'OSIFA est volontaire et, à ce titre, cet office procure des avantages particuliers aux petites municipalités qui seraient par ailleurs tenues d'emprunter à des taux probablement de beaucoup supérieurs.

La consolidation des entités d'emprunt semble se produire pour une ou plusieurs des quatre raisons suivantes : (1) les économies d'échelle (augmenter les emprunts, réduire les coûts, attirer et maintenir en poste plus d'employés compétents, obtenir plus de renseignements sur les marchés); (2) la diversification des risques (du fait que le mandat de nombre d'organismes leur procure souvent moins de diversification, des marges brutes inférieures et des portefeuilles de moins grande qualité que leurs homologues à but lucratif); (3) la division politique (lorsque les emprunts sont traités par un « bureau de la gestion de la dette » relativement isolé des considérations politiques et de celles liées à la politique monétaire de l'État souverain); ou (4) l'amélioration de la capacité de gestion et de surveillance du rendement.

³ Vous trouverez à l'appendice D un exposé plus détaillé sur ces questions.

VI Attributs – Coût d'emprunt direct

Les frais d'intérêts (appelés le coût d'emprunt direct) représentent un attribut dont il faut tenir compte dans diverses formes de cadres d'emprunt. Cet attribut figure dans une section distincte non pas parce qu'il est plus essentiel, mais plutôt parce qu'un certain niveau d'analyse financière s'impose pour être en mesure de bien évaluer le coût d'emprunt direct de divers Emprunteurs et programmes. Il convient de signaler que la présente section n'envisage aucune autre incidence financière d'un changement apporté au statu quo, tels que les coûts de transition ou les éventuels changements des coûts permanents.

L'un des objectifs fondamentaux de la stratégie de gestion de la dette du GC est de recueillir un financement stable à faible coût pour le gouvernement. Il incombe aux émetteurs bénéficiant de la cote de crédit du Canada d'obtenir le coût d'emprunt pondéré quant au risque le moins élevé qui soit.

La dette du GC et des Emprunteurs – aujourd'hui et demain⁴

Ensemble, le GC et les Emprunteurs ont un encours de la dette sur les marchés d'environ 545 milliards de dollars, desquels 440 milliards (81 %) représentent des titres émis par le GC et 105 milliards (19 %) des titres émis par les Emprunteurs. Le GC s'attend à une légère baisse de sa dette sur les marchés tandis que, dans l'ensemble, la dette sur les marchés des Emprunteurs devrait progresser, ce qui suppose une augmentation du pourcentage de l'encours de la dette des Emprunteurs. Par ailleurs, il convient de signaler que la FCH compte pour un peu plus de 50 % de la dette actuelle des Emprunteurs et que, par conséquent, cette dette ne représenterait que 10 % du total si la FCH était exclue.

À l'heure actuelle, le GC prévoit faire porter à 140 milliards de dollars d'ici mars 2006 l'émission du stock des bons du Trésor et d'autres instruments à court terme, somme qui pourrait être supérieure par la suite. Les besoins collectifs des Emprunteurs sur le marché monétaire pour les cinq prochaines années s'établiront en moyenne à environ 17 milliards de dollars. Il en découle donc que les Emprunteurs émettront ensemble des instruments sur les marchés monétaires qui représenteront au plus de 11 % des niveaux du GC chaque année.

Le GC s'attend à ce que l'émission d'Obligations du Canada, compte tenu des échéances et des rachats d'obligations, se situe entre 30 milliards et 35 milliards de dollars par année. Les Emprunteurs émettront en moyenne chaque année des titres de créance à terme d'une valeur de 25 milliards de dollars (environ 75 % des emprunts du GC) au cours des cinq prochaines années ou d'une valeur de 11 milliards de dollars (33 % des emprunts du GC) en excluant l'émission de 14 milliards de dollars de la FCH.

Le tableau qui suit montre l'émission annuelle prévue des titres de créance par les Emprunteurs :

Besoins moyens d'emprunt de 2005 à 2009		
M \$CAN	Avec la FCH	Sans la FCH
Marché monétaire		
Marché monétaire, \$CAN	12 300	12 300
Marché monétaire, \$US	4 600	4 600
Total partiel	16 900	16 900
À terme		
À terme variable, \$CAN	4 300	2 100
À terme variable, \$US	6 400	6 400
À terme fixe, \$CAN	14 700	2 900
Total partiel	25 400	11 400
Total des besoins moyens d'emprunt	42 300	28 300

⁴ Vous trouverez à l'appendice F un exposé plus détaillé sur ces questions.

La prime payée par les agences et le pouvoir d'un point de base⁵

Du point de vue technique, les créances des sociétés d'État ne se distinguent pas juridiquement de celles du GC. En dépit d'explications exhaustives fournies par les Emprunteurs, la plupart des intervenants sur les marchés de capitaux estiment que tous les Emprunteurs sont des agences. Les marchés mondiaux assignent aux agences une prime sur le taux d'intérêt, même si l'État souverain garantit les dettes de ces agences. C'est pourquoi, bien que les Emprunteurs partagent également la cote de crédit du Canada et la cote de crédit AAA du Canada, le marché s'attend à un taux de rendement supérieur sur les titres de créance semblables émis par les Emprunteurs par rapport à celui sur les titres émis par le GC, et il l'obtient. Cet écart peut être aussi bas que 1 point de base sur le marché monétaire canadien et atteindre 15 points de base pour le financement à terme conventionnel (« classique »).

Pour bien faire comprendre la puissance d'un point de base (c'est-à-dire un centième de 1 %), il suffit de dire qu'une réduction d'un point de base du taux d'intérêt sur les 42 milliards de dollars en titres de créance émis chaque année par les Emprunteurs se traduirait par une réduction du coût d'emprunt de 4,2 millions de dollars la première année, soit 38 millions de dollars à la valeur actualisée nette sur 5 ans, et de 175 millions de dollars à la valeur actualisée nette sur 25 ans.

Nombre d'Emprunteurs recourent à divers produits structurés (décrits de manière plus détaillée à la section VII) pour abaisser le coût moyen pondéré du financement.

Réduction de la prime payée par les agences

Les Emprunteurs s'activent à minimiser cet écart chaque jour. De concert avec le GC, diverses mesures pourraient être prises pour réduire la prime d'agence que paient les Emprunteurs. Il s'agit notamment de la modification des règles du gouvernement relatives au nantissement, de la précision des procédures en cas de défaut, de l'exercice de pressions pour faire adopter des indices qui abolissent les distinctions entre le GC et les Emprunteurs ou la commercialisation conjointe du concept « les Emprunteurs = le Canada » auprès des investisseurs potentiels.

Quoi qu'il en soit, bien que ces mesures puissent entraîner une réduction théorique de la prime payée par les agences et mérite qu'on s'y attarde davantage, les intervenants sur les marchés ont fait savoir qu'aucune réduction durable importante pourra être apportée à l'écart tant que les Emprunteurs émettent des titres de créance en leur propre nom.

Analyse de la modification du coût d'emprunt par suite de la centralisation

L'appendice H contient une analyse détaillée du coût d'emprunt direct dans un régime regroupé sous une entité de financement centrale (« EFC ») par opposition au statu quo. Cette analyse contient de nombreuses hypothèses, et le lecteur est encouragé à les passer soigneusement en revue pour s'assurer de bien comprendre la méthodologie et les limites de cette analyse financière. Le prix de transfert n'a pas été pris en compte puisqu'il n'est pas pertinent pour l'analyse de la situation canadienne consolidée. Il pourrait toutefois réduire les économies au chapitre du coût d'emprunt direct réalisées par les Emprunteurs par rapport à celles qui ont été calculées dans les présentes.

Les « économies » dont il est question ici désignent une réduction du coût d'emprunt direct versé sur le marché, qui peuvent être transmises aux intervenants.

Nous tenons à signaler que l'appendice H comprend uniquement les données des Emprunteurs et que les autres dettes garanties par le GC ou un Emprunteur, comme les Obligations d'épargne du Canada ou les titres hypothécaires LNH garantis par la SCHL, n'ont pas été prises en compte.

Les Emprunteurs comblent leurs besoins d'emprunt au moyen d'une variété de produits émis sur une variété de marchés canadiens et internationaux. Ils subissent donc un coût de financement global très différent, surtout dans le cas de chacune des catégories « à terme ». Par conséquent, l'incidence de la centralisation sur le coût d'emprunt direct pour chacun des Emprunteurs varie de façon marquée. Les chiffres présentés ici sont

⁵ Vous trouverez à l'appendice G un exposé plus détaillé sur ces questions.

une moyenne pondérée calculée à partir des données individuelles de tous les Emprunteurs qui émettent des titres de créance dans une catégorie particulière.

Selon les hypothèses décrites dans l'appendice, nous estimons que la centralisation de l'émission de tous les titres émis par les Emprunteurs réduirait comme suit le coût d'emprunt direct :

	Coût d'emprunt direct réduit (Première année – M \$CAN)		Coût d'emprunt direct réduit (Cinq ans – M \$CAN)		Coût d'emprunt direct réduit (Points de base)	
	Avec la FCH	Sans la FCH	Avec la FCH	Sans la FCH	Avec la FCH	Sans la FCH
Marché monétaire, \$CAN	0 \$ à 5 \$	0 \$ à 5 \$	0 \$ à 25 \$	0 \$ à 25 \$	0 à 4	0 à 4
Marché monétaire, \$US	3 \$ à 6 \$	3 \$ à 6 \$	15 \$ à 29 \$	15 \$ à 29 \$	7 à 12	7 à 12
À terme variable, \$CAN	1 \$ à 4 \$	(3 \$) à (1 \$)	13 \$ à 64 \$	(41 \$) à (15 \$)	2 à 10	(13) à (5)
À terme variable, \$US	1 \$ à 5 \$	1 \$ à 5 \$	19 \$ à 80 \$	19 \$ à 80 \$	2 à 8	2 à 8
À terme fixe, \$CAN	19 \$ à 28 \$	3 \$ à 4 \$	289 \$ à 421 \$	40 \$ à 56 \$	13 à 19	9 à 13
Total	24 \$ à 48 \$	4 \$ à 19 \$	336 \$ à 619 \$	33 \$ à 175 \$	6 à 11	1 à 7

Voici quelques remarques importantes qu'il convient de formuler concernant les chiffres de la colonne « Sans la FCH » du tableau ci-dessus.

- Pour ce qui est de la catégorie À terme variable, \$CAN, les Emprunteurs comblent presque tous leurs besoins en émettant des produits structurés. Le coût d'emprunt direct pour cette catégorie augmenterait de 5 à 13 points de base par suite de la centralisation parce que l'on présume que l'EFC n'émettrait pas de billets structurés.
- Pour ce qui est de la catégorie À terme variable, \$US, les données affichées sur le marché des swaps ont servi pour convertir les emprunts canadiens en dollars américains par suite de la centralisation. Il se peut que l'EFC obtienne des taux meilleurs que ceux affichés, ce qui augmenterait les économies réalisées dans cette catégorie.
- Pour ce qui est de la catégorie À terme fixe, \$CAN, la fourchette de 9 à 13 points de base comprend également quelques produits structurés. Si les Emprunteurs émettent uniquement des produits à taux fixe classiques, cette fourchette sera supérieure d'au moins 5 points de base.

Dans la colonne « Avec la FCH », les seuls chiffres qui diffèrent sont ceux pour les catégories À terme variable, \$CAN et À terme fixe, \$CAN. Dans les deux cas, le fort volume d'émission de produits classiques fait augmenter sensiblement la réduction moyenne des points de base du coût d'emprunt direct disponible grâce à l'EFC.

Résumé

En excluant la FCH, qui est une opération de soutien garanti du marché de l'habitation et non un coût de financement direct pour le Canada, le coût d'emprunt direct payé au marché par suite de la centralisation pourrait être réduit d'environ 3,5 points de base, ce qui représente environ 10 millions de dollars la première année et de 33 millions à 175 millions de dollars sur cinq ans. Si la FCH est incluse, ces chiffres augmentent sensiblement et passent à environ 8 points de base, soit des économies d'environ 33 millions de dollars au chapitre du coût d'emprunt direct la première année et de 330 millions à 620 millions de dollars sur cinq ans. En résumé, sous le régime de la centralisation, le Canada peut s'attendre à réaliser des réductions du coût d'emprunt payé au marché. Ces économies pourraient être réaffectées aux autres priorités du gouvernement ou au soutien du mandat des Emprunteurs.

Il convient de signaler que la présente analyse exclut les coûts de transition ou les changements des coûts de fonctionnement annuels par suite de la centralisation. De plus, elle n'assigne pas de prime de risque aux produits structurés émis par les Emprunteurs, qui, en soi, sont exposés à plus de risques que les produits classiques qui seront présumément émis par l'EFC. Si les Emprunteurs n'émettent pas de produits structurés, les économies indiquées seraient passablement plus grandes.

VII Attributs — Autres⁶

Divers facteurs, ci-après appelés des « attributs », doivent être pris en compte au moment de déterminer si un cadre d'emprunt est faisable et acceptable. Les neuf attributs suivants ont été recensés :

- coût d'emprunt direct;
- gestion de la cote de crédit du Canada;
- diversité et pertinence des produits d'emprunt;
- qualité et liquidité des marchés de capitaux canadiens;
- rapports financiers;
- liquidité des Emprunteurs;
- opérations des Emprunteurs;
- gestion des risques financiers;
- gouvernance et imputabilité.

Le coût d'emprunt direct a déjà été abordé dans la section précédente. Dans la présente section, nous nous penchons sur les motifs expliquant la pertinence des attributs qui restent ainsi que les enjeux qui se rapportent à ces attributs.

Gestion de la cote de crédit du Canada

Cet attribut est pertinent étant donné que tous les Emprunteurs partagent la cote de crédit du Canada et que les mesures prises par une partie partageant cette cote pourraient influencer sur l'ensemble des autres parties et sur leurs coûts d'emprunt. Il est essentiel que le Canada, en sa qualité d'État souverain, ait une cote de crédit qui soit perçue comme forte par le marché et par le public. Tous les Emprunteurs sont conscients de cette cote partagée et ils partagent même les coûts des agences de notation avec le GC. Les Emprunteurs déploient sans cesse des efforts pour conserver leur propre réputation de haut niveau, mais ils ne coordonnent pas officiellement avec le GC le moment où sont émis les titres de créance.

En matière de gestion de la cote de crédit, les États souverains emprunteurs adoptent des pratiques de pointe qui supposent des niveaux élevés de transparence et d'équité faisant habituellement intervenir la publication de stratégies de gestion de la dette, l'émission de titres de créance par voie d'adjudication ainsi que la prévisibilité du moment de l'émission des titres de créance et de la quantité de ceux-ci.

Les pratiques d'emprunt des Emprunteurs, comme celles de nombre d'agences dans le monde entier, sont plus opportunistes que celles du Canada. Exception faite de la FCH, ils n'émettent normalement pas de titres de référence, se contentant plutôt d'émettre des titres de créance lorsque les conditions du marché sont favorables. Par ailleurs, la plupart des Emprunteurs émettent des billets structurés, communément émis par des agences mais que les États souverains tendent à éviter (voir la prochaine sous-section).

Bien que la présentation d'une seule cote de crédit aux marchés de capitaux puisse être plus transparente et plus facile à comprendre par les intervenants sur le marché, les emprunteurs multiples peuvent présenter un avantage à une époque où les besoins du gouvernement sont élevés (par exemple, au début des années 1990), car ils sont en mesure d'émettre différents produits et d'avoir accès à différents marchés.

En dépit des stratégies de gestion de la cote de crédit du Canada très différentes qu'emploient le GC et les Emprunteurs et sous réserve des améliorations qui peuvent y être apportées, comme celles proposées à la section IV, la cote de crédit du Canada peut être bien gérée que le statu quo soit maintenu ou que la centralisation soit retenue.

⁶ Vous trouverez à l'appendice I un exposé plus détaillé sur ces questions.

Diversité et pertinence des produits d'emprunt

Cet attribut est pertinent étant donné que le GC et les Emprunteurs doivent disposer de suffisamment de sources diversifiées de financement pour être en mesure de combler de manière rentable leurs besoins de financement en fonction de l'évolution des conditions du marché avec le temps. Toutefois, le GC et les Emprunteurs doivent émettre des produits convenables s'ils veulent conserver la très grande réputation de la cote de crédit du Canada.

La presque totalité des besoins d'emprunt du GC sont comblés grâce à l'émission de bons du Trésor du Canada et d'obligations du Canada de référence à taux fixe (se situant à 2 ans, 5 ans, 10 ans et 30 ans sur la courbe de rendement).

Les Emprunteurs recueillent des fonds de manières très différentes. Ils affichent quotidiennement sur le marché monétaire des taux de papier commercial, comblant ainsi environ 75 % de leurs besoins au Canada et se tournant vers les États-Unis et l'Europe pour trouver le reste. Ils ont tendance à émettre des titres dont l'échéance diffère de celle des bons du Trésor du Canada de manière à obtenir le taux le plus compétitif qui soit.

À ce jour, la FCH a réussi à trouver le financement requis sur les marchés obligataires en émettant trimestriellement des titres de créance à taux fixe et à taux variable à cinq ans. Près de 75 % du solde des 11 milliards de dollars requis chaque année par les Emprunteurs sont à taux variable parce que c'est ce que leurs clients préfèrent. Pour satisfaire à la demande de taux variables, les Emprunteurs (autres que la SCHL) ont l'habitude d'émettre des billets structurés assez complexes (qui s'appellent également des billets à moyen terme; voir les exemples à l'appendice J), qui sont par la suite échangés contre des taux variables attractifs. Le capital de ces billets structurés, qui comportent des options intégrées, est habituellement garanti, et le rendement des investisseurs dépend du rendement d'un indice, d'une monnaie ou d'un taux d'intérêt de référence. Le marché des billets structurés a atteint la maturité, et les billets sont communément émis par des agences ayant la cote AAA, puis remis à des courtiers qui les vendent à des institutions dans le monde entier. Ces billets structurés à moyen terme permettent aux Emprunteurs d'obtenir des coûts de financement attractifs et ne comportent aucun risque direct pour l'émetteur en ce qui a trait à leur structure. Les transactions dérivées qui procurent cette couverture créent des niveaux variés d'exposition au risque de contrepartie en fonction de la complexité. Les Emprunteurs tiennent compte des risques lorsqu'ils évaluent d'éventuels billets structurés, mais ils ne calculent pas le coût du capital pondéré en fonction du risque et ne présentent aucun rapport sur le sujet. Si le capital pondéré quant au risque était pris en compte, le coût du financement des billets structurés perdrait de son attrait.

Quelques Emprunteurs ont également émis des billets structurés de détail à capital protégé sur le marché canadien qui intègrent des instruments semblables à ceux offerts par des fonds de couverture. Le rôle des Emprunteurs consiste à assurer les investisseurs que les émissions qui garantissent le remboursement du capital à l'échéance ne comportent aucun risque de non paiement. Ils reçoivent un financement rentable en échange de la prestation du crédit sous-jacent auquel se rattachent les diverses structures. Le nom des Emprunteurs apparaît bien en évidence lors de la commercialisation de ces émissions, et il conviendrait de se pencher sur la pertinence du rôle qu'ils assument dans le cadre des transactions susceptibles de ne procurer aucun rendement aux épargnants canadiens.

Contrairement aux Emprunteurs et aux autres agences du monde, les États souverains emprunteurs semblent juger que les produits structurés ne conviennent pas parce qu'ils sont complexes, qu'ils manquent de transparence et sont difficiles à comprendre et qu'ils mettent à risque la réputation si leur rendement devait être médiocre. De plus, la gestion des produits structurés ajoute à la complexité des stratégies de gestion de la dette, et les besoins d'emprunt des grands États souverains exigeraient souvent des centaines de transactions avant d'avoir un impact. Il convient d'examiner plus à fond la pertinence de l'émission par les Emprunteurs de tels produits structurés lorsqu'ils partagent la cote de crédit du Canada. Si le statu quo est maintenu, il faudrait élaborer des lignes directrices régissant les genres de billets structurés qui pourraient être appropriés, la manière de rapporter le coût du capital pondéré quant au risque ainsi que les stratégies minimales de gestion du risque associées aux émissions permises.

Dans l'ensemble, la centralisation permettrait au Canada de réaliser des économies de coûts sans avoir à émettre ces produits structurés.

Qualité et liquidité des marchés de capitaux canadiens

Cet attribut est pertinent parce que les bons du Trésor et les obligations du Canada servent de référence aux fins de la mesure du rendement de tous les autres emprunteurs sur le marché canadien. Le GC doit donc établir des émissions de référence et toujours prendre des mesures pour assurer une courbe de rendement viable et liquide.

Le GC a réduit l'émission annuelle des Obligations du Canada, qui atteignait 54 milliards de dollars pour l'exercice 1997 et devrait s'établir à 33 milliards de dollars pour l'exercice 2006. Pendant ce temps, le GC a abandonné l'émission d'obligations de référence à 3 ans, réduit le nombre d'adjudications des obligations de référence à 30 ans et mis sur pied un programme dynamique de rachat des obligations autres que de référence pour être en mesure d'émettre suffisamment de nouvelles obligations de référence. Le programme de rachat d'obligations étant arrivé à maturité, il ne pourra être poursuivi qu'avec réduction graduelle des volumes. Selon la *Stratégie de gestion de la dette pour 2005-2006* « l'un des principaux défis qu'a eus à relever le gouvernement au cours des dernières années a consisté à maintenir un marché liquide et efficient pour ses titres, malgré la diminution de ses besoins d'emprunt et de ses émissions. »

La majorité des intervenants sur le marché interviewés ont fait savoir que la liquidité du marché obligataire canadien était en général suffisante, mais pas optimale de nos jours. Ils ont dit s'inquiéter de la liquidité future du marché à une époque où les fonds à investir augmentent et où les emprunts du gouvernement diminuent. Ceux qui ont transigé des titres à échéance longue de la courbe de rendement semblent croire à un manque de liquidité à ce point de la courbe. Les intervenants sur le marché disent que la demande d'obligations canadiennes et internationales a atteint un sommet inégalé et qu'elle ne cesse de croître. C'est ce que semble démontrer, du moins en partie, la forte acceptation du programme des OHC de la FCH, qui a émis en 2004 plus d'obligations à 5 ans que le GC.

La plupart des intervenants sur le marché estiment que la centralisation, qui se traduirait par l'ajout d'au moins 11 milliards de dollars en émissions annuelles (et de 25 milliards de dollars, si la FCH est incluse), contribuerait à la liquidité du marché et que ces émissions seraient facilement absorbées par le marché. À elles seules, les émissions chiffrant 11 milliards de dollars feraient augmenter de 33 % les obligations annuelles émises (ou réduiraient le programme de rachat), ce qui retarderait sensiblement les éventuels problèmes de liquidité future. S'il est vrai que l'offre supplémentaire peut influencer sur le coût du capital, il n'en demeure pas moins que la plupart des intervenants sur le marché s'entendait sur l'improbabilité d'une incidence sur les prix.

Un point qu'il importe de prendre en considération est le fait que les besoins des Emprunteurs ne concordent pas suffisamment aux émissions d'obligations de référence du gouvernement à échéance de 2, 5, 10 et 30 ans. Cependant, rien n'empêcherait une EFC de se servir des fonds provenant des obligations de référence supplémentaires pour fournir des fonds aux Emprunteurs à différents points sur la courbe de rendement. Comme le gouvernement n'est pas tenu d'apparier l'actif et le passif de la même manière que les Emprunteurs, cela ne devrait pas être une contrainte importante. Toutefois, la centralisation exigerait du gouvernement qu'il modifie sa stratégie de gestion de la dette afin de tenir compte de l'émission des obligations de référence supplémentaires et de la fourniture de fonds aux Emprunteurs.

D'autres améliorations de la liquidité réalisées par d'autres scénarios que celui de la centralisation devraient être envisagées. Le GC détient une quantité appréciable de titres de dette non contractée sur les marchés, mais il ne devrait vraisemblablement pas les convertir en titres négociables sur le marché avant plusieurs années. Par ailleurs, le marché à terme de Montréal n'a pas connu une croissance suffisante pour prévoir d'autres instruments de couverture. Par conséquent, aucune autre source de liquidité ne semble imminente à moyen terme.

Dans l'ensemble, la centralisation permettrait au GC de traiter de la forte demande du marché pour des Obligations du Canada de référence supplémentaires.

Rapports financiers

Cet attribut est pertinent parce qu'un changement du statu quo modifierait la quantité de titres rapportés dans les *Comptes publics du Canada* – les états financiers du GC –, ce qui changerait par conséquent les chiffres indiqués pour le total des titres négociables, le ratio de la dette au PIB et les frais d'intérêt en pourcentage des dépenses.

À l'heure actuelle, tous les Emprunteurs, à l'exception de la FCH, sont groupés dans les Comptes publics selon la méthode modifiée de la comptabilisation à la valeur de consolidation, de sorte que la dette d'aucun d'entre eux n'est consolidée dans les Comptes publics.

En vertu des lignes directrices courantes du Comité sur la comptabilité et la vérification des organismes du secteur public (« CCVOSP ») en matière de rapports financiers, il se peut que la plupart des titres de créance émis dans un scénario de centralisation soient regroupés dans les Comptes publics, ce qui augmenterait les créances du gouvernement qui y seraient rapportées. Puisque cette ligne directrice serait appliquée avec effet prospectif et non rétrospectif, cette augmentation ralentirait ou annulerait l'amélioration constatée dans les chiffres rapportés ces dernières années. Après une année, elle pourrait faire augmenter les titres négociables bruts d'au plus 6 % et d'au plus 11 % après quelques années. Si la FCH est incluse, cette augmentation serait passablement supérieure et, compte tenu des titres émis actuellement par la FCH, cette hausse atteindrait 23 %. De plus, comme l'actif serait également consolidé, la dette nette ne changerait pas.

Il convient de signaler que la centralisation de l'emprunt ne signifie pas que davantage de titres sont émis, et les obligations en vertu de la cote de crédit du Canada ne seraient pas plus grandes que celles selon le statu quo. Cependant, la dette qui n'est pas actuellement rapportée à titre de dette directe du gouvernement deviendrait la dette directe du gouvernement. Sur le plan économique, rien n'aurait changé.

Une agence de notation a fait savoir qu'elle tient principalement compte de la quantité de dette dont le service est assuré par les revenus provenant des contribuables. Comme le service de la dette contractée pour les fins des Emprunteurs serait assuré par les revenus des Emprunteurs et que les emprunts utilisant la cote de crédit du Canada ne changeraient pas, l'agence de notation a indiqué qu'elle n'aurait vraisemblablement pas tendance à considérer différemment la cote de crédit du Canada.

Quoi qu'il en soit, la centralisation exigerait une stratégie de communication qui expliquerait les conséquences d'une éventuelle augmentation de la dette brute du GC rapportée dans les Comptes publics.

Liquidité des Emprunteurs

Cet attribut est pertinent parce que, pour s'acquitter de leur mandat, il est essentiel que les Emprunteurs soient en mesure de gérer leurs besoins quotidiens de liquidité à court terme.

La gestion centralisée de la liquidité pourrait améliorer les stratégies globales de gestion de la trésorerie à court terme du GC et simplifier les opérations sur les marchés. Les Emprunteurs peuvent également se tourner vers l'EFC pour obtenir une ligne de crédit d'urgence, ce qui leur permettrait d'éliminer les marges de crédit de soutien des banques et d'épargner de l'argent.

Bien que chaque Emprunteur ait instauré une politique relative à la liquidité, certains Emprunteurs conservent des niveaux élevés de liquidité qui font l'objet d'un arbitrage pour produire des bénéfices de trésorerie qui, à leur tour, appuient leurs mandats. Il conviendrait d'examiner l'à-propos d'une telle stratégie.

En présumant d'une EFC qui fonctionne bien, la quantité de liquidité des Emprunteurs, sans égard à la politique de ces derniers, ne devrait pas subir de changement dans un scénario de centralisation. Il devrait être possible de bien s'acquitter de la gestion quotidienne des flux de trésorerie, quelle que soit l'option retenue. Si l'EFC devait se révéler moins souple ou moins fonctionnelle, les Emprunteurs devraient soit se montrer plus réceptifs aux besoins de leurs clients soit prendre d'autres mesures relatives à la liquidité, au stockage et à la couverture pour compenser cette incertitude accrue.

Opérations des Emprunteurs

Cet attribut est pertinent parce que les opérations des Emprunteurs sont essentielles à l'exécution de leur mandat et que le service de la trésorerie est habituellement un élément essentiel de ces activités. La FCH ne mène aucune opération en soi, et ses besoins de trésorerie sont gérés par le service de la trésorerie de la SCHL. Par conséquent, cet attribut ne s'applique à la FCH que dans la mesure où elle est gérée par la SCHL.

Les Emprunteurs craignent au plus haut point que la centralisation ne nuise à l'exécution de leur mandat dans trois grands domaines, à savoir qu'elle leur fasse perdre de la souplesse, des renseignements sur le marché et de l'autonomie.

En ce qui a trait à la souplesse, les Emprunteurs sont d'avis que, si le financement est confié à une EFC, les capacités relatives à la trésorerie du service de la trésorerie se fragmenteraient et deviendraient inefficaces. Ils estiment en outre que l'EFC ne sera pas assez réceptive, ce qui réduirait la souplesse du service de la trésorerie. Cependant, les services de la trésorerie des Emprunteurs continueraient d'assumer la responsabilité de la gestion de l'encaisse et de la liquidité, de la gestion de l'actif et du passif, de la couverture, de l'établissement des prix des produits financiers, et ainsi de suite.

Pour ce qui est de la faculté d'obtenir des renseignements sur le marché, les Emprunteurs valorisent cette capacité et ces renseignements qui viennent en aide aux volets de prêt et d'actif de leurs entreprises. Certains Emprunteurs ont fait savoir que les contacts quotidiens avec les marchés de capitaux – qui sont parfois meilleurs que ceux que dont dispose la Banque du Canada étant donné que les Emprunteurs sont des clients qui versent des commissions – représentent une composante fondamentale dans la gestion de leurs actifs. Ils les aident à soutenir le volet de prêt de leurs activités grâce à des opinions et revues économiques, à contribuer au processus de mise au point de nouveaux produits et services, ainsi qu'à mieux se placer face à la concurrence. Sans les activités d'emprunt, les Emprunteurs craignent également que le prix de la couverture des produits dérivés ne perde de son attrait.

Au chapitre de l'autonomie, le principal enjeu est que les Emprunteurs sont bien établis en tant qu'entités relativement autonomes ayant leurs propres conseils d'administration. Ils estiment que les activités de trésorerie et sur les marchés de capitaux représentent une activité de base. Chaque emprunteur perçoit la centralisation comme une forme d'impartition forcée d'une activité de base, qui réduit la capacité d'agir en tant qu'entité autonome relativement indépendante. Pour eux, la centralisation scinde la reddition de comptes et, partant, accroît le risque. Ils sont donc d'avis que la centralisation nuirait passablement à leur capacité de soutenir leurs mandats respectifs.

À notre avis, toutes ces préoccupations sont légitimes. Quoi qu'il en soit, nous estimons qu'une EFC bien planifiée, dotée d'une entente solide relative aux niveaux de service, atténuerait nombre de ces craintes. Tout d'abord, même en présence d'un cadre d'emprunt centralisé comme il est préconisé dans les présentes, chaque Emprunteur devra conserver l'expertise et les praticiens de son service de la trésorerie pour assurer la gestion de l'actif et du passif et apporter les couvertures de produits dérivés qui s'imposent pour gérer l'actif et le passif. Ensuite, l'expertise de haut calibre sur les marchés de capitaux qui existe déjà sera vraisemblablement renforcée par d'autres ressources de l'EFC. Si les communications sont bien établies, ce bassin de connaissances pourrait profiter à l'ensemble des Emprunteurs et au GC. Enfin, quelques renseignements sur le marché ont une valeur restreinte — par exemple, les renseignements sur les marchés internationaux qu'obtiennent la SCHL, FAC et la BDC grâce à leurs emprunts sur ces marchés fourniraient très peu de connaissances intimes sur les besoins de leur clientèle de base que sont les entreprises canadiennes.

En raison de l'ampleur et de la profondeur des préoccupations valides des Emprunteurs, il conviendrait, si l'option de la centralisation devait être retenue, de planifier davantage la mise en place de la centralisation. Cela permettrait de mieux comprendre la capacité d'atténuation des préoccupations.

Gestion des risques financiers

Cet attribut est pertinent puisque les pratiques de pointe montrent que les États souverains et les agences devraient exercer une solide gestion des risques financiers et avoir instauré des pratiques satisfaisantes à cet égard. De telles pratiques veillent à ce que les risques et les résultats soient communiqués périodiquement à la haute direction et aux conseils d'administration. Ces derniers doivent être capables d'assurer une surveillance efficace pour être en mesure de s'acquitter de leurs obligations de fiduciaires.

À l'heure actuelle, chacun des Emprunteurs a instauré des pratiques satisfaisantes de gestion des risques financiers. La centralisation exigerait quand même le maintien de telles pratiques, mais elle allégerait la capacité d'agrèger les rapports sur les risques financiers et de les comprendre. Toutefois, cette agrégation pourrait également être obtenue en améliorant le statu quo.

Gouvernance et imputabilité

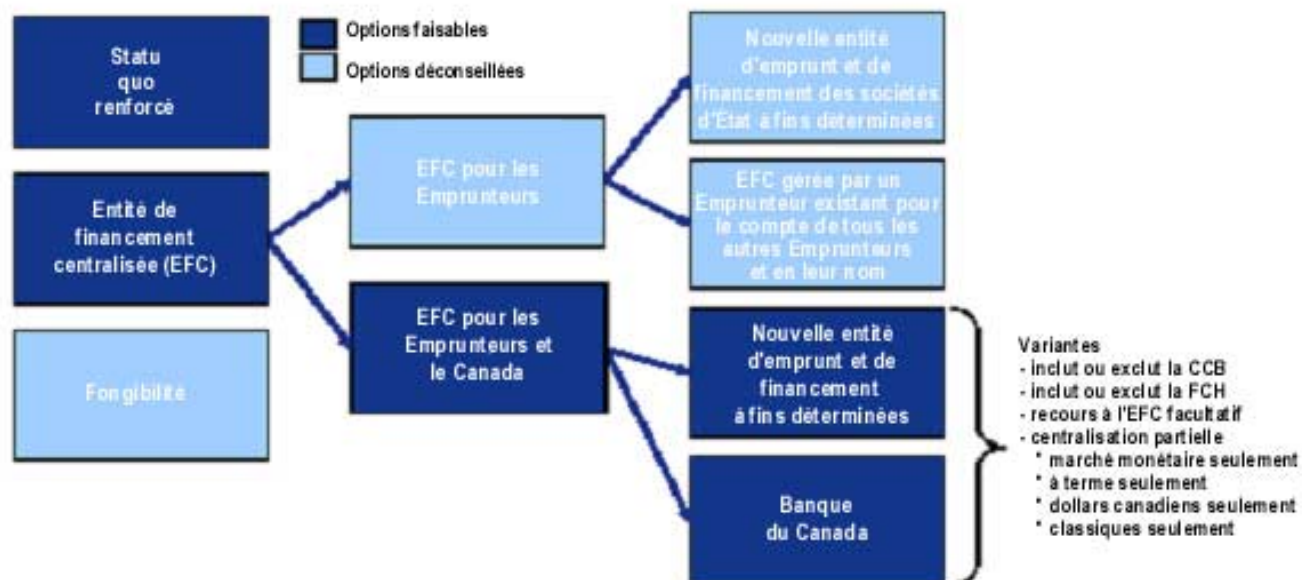
Cet attribut est pertinent parce qu'au bout du compte, le ministère des Finances est responsable, entre autres choses, de la cote de crédit du Canada, des emprunts et des investissements du GC, du bon fonctionnement des

marchés de capitaux d'emprunt canadiens et de la gestion prudente de la dette. Les Emprunteurs se servent de la cote de crédit du Canada et doivent donc être imputables face au ministère des Finances. En revanche, les Emprunteurs fonctionnent de manière relativement autonome et doivent donc être pleinement imputables face à leurs propres conseils d'administration et au ministre responsable.

Aucune loi ni aucune politique n'empêche les sociétés d'État et la CCB d'impartir leurs emprunts du GC. Si le scénario de la centralisation est retenu, il faudrait pousser les recherches concernant la FCH étant donné que le ministère des Finances pourrait devoir obtenir des approbations précises afin d'emprunter pour satisfaire aux fins particulières et désignées de la FCH. Il pourrait également être nécessaire de modifier les actes de fiducie de cette dernière afin de prévoir une source de financement différente.

Nous sommes d'avis que l'une ou l'autre des options envisagées assurerait le maintien de l'équilibre de ces facteurs.

VIII Solutions de rechange⁷



Diverses solutions de rechange ont été envisagées tout au long de l'Examen. Il est ressorti des entrevues et des analyses que nombre d'entre elles ne se sont pas à conseiller, notamment celles qui suivent :

- **Fongibilité** – Dans ce scénario, les Emprunteurs émettent des titres « fongibles », c'est-à-dire qui sont juridiquement les mêmes que les titres du GC et interchangeable avec eux. La Caisse canadienne de dépôt de valeurs a fait savoir que son système courant de suivi et de comptabilité présenterait des obstacles logistiques importants et que, même s'il était possible de surmonter ces obstacles, l'émission sur le marché poserait de très graves problèmes. Les intervenants sur le marché ont réagi très négativement à l'idée qu'un calendrier prévisible d'adjudications des émissions d'Obligations du Canada de référence pourrait être complété de manière opportuniste à tout moment grâce à l'émission par les Emprunteurs d'une obligation fongible imprévisible et à commission. Selon eux, une telle structure créerait de la confusion sur le marché, nuirait à la capacité des courtiers d'adopter des positions courtes ou longues et minerait la crédibilité du Canada, ce qui diminuerait la liquidité des obligations de référence sur le marché.
- **Créer une nouvelle entité de financement centralisée (EFC) pour les Emprunteurs** – Selon ce scénario, qui est semblable aux FCB des États-Unis, une EFC emprunterait au nom de tous les Emprunteurs. Il s'agirait d'une nouvelle société d'État ou d'une entité d'emprunt et de financement à fins déterminées. Cette solution n'est pas à conseiller parce qu'elle suppose d'importants coûts de transition et d'infrastructure permanents et serait quand même assujettie à la prime payée par les agences.
- **Un Emprunteur fournirait le financement à tous les autres Emprunteurs** – Ce scénario ressemble beaucoup à celui qui précède, mais il évite certains des coûts d'infrastructure et de transition d'une nouvelle entité. Cette solution n'est pas à conseiller pour trois raisons : (1) la prime payée par les agences ne disparaîtrait pas; (2) les Emprunteurs ne sont pas très intéressés à recueillir des fonds pour les autres Emprunteurs, parce qu'ils sont d'avis que cela diluerait leur mandat et augmenterait les risques; et (3) les Emprunteurs ne sont pas très intéressés à confier à un autre Emprunteur le soin de recueillir des fonds en leur nom parce qu'ils craignent les conflits découlant de la nécessité d'établir la priorité des propres besoins de l'Emprunteur et de ceux d'un tiers, surtout dans des conditions dynamiques du marché de capitaux.

⁷ Vous trouverez à l'appendice K un exposé plus détaillé sur ces questions.

Après avoir rejeté ces scénarios, seulement deux scénarios faisables demeurent. Le premier, le Statu quo renforcé, comporte certains changements qui permettent d'optimiser les emprunts et la gouvernance. Le second, la Centralisation, prévoit qu'une entité emprunte des fonds au nom à la fois du GC et des Emprunteurs.

Même si le scénario de la centralisation prévoit la centralisation de certaines activités de gestion du risque et de swap, le concept de la gestion de l'actif et du passif (GAP) centralisée a été rejeté parce qu'il est reconnu que les bons renseignements sur le volet de l'actif des entreprises sont un facteur clé contribuant au succès de la gestion efficace de l'actif et du passif par les Emprunteurs. De plus, le maintien de la GAP permettrait aux Emprunteurs de demeurer très responsables et indépendants.

Nous tenons à signaler que la centralisation peut avoir de nombreuses variantes dont celles-ci : (1) centralisation à la Banque du Canada ou centralisation dans un nouveau « bureau de gestion de la dette »; (2) inclusion ou exclusion de la CCB et de la FCH à titre d'Emprunteurs qui ne sont pas des sociétés d'État; (3) caractère facultatif des emprunts auprès du GC lorsque les Emprunteurs peuvent se servir à la fois du GC et de leurs réseaux existants à titre de source de financement; ou (4) centralisation partielle, dans le cadre de laquelle certains produits de la dette sont centralisés tandis que d'autres ne le sont pas, par exemple, le marché monétaire contre le marché obligataire; les produits classiques contre les produits structurés; la devise canadienne contre d'autres devises.

Les courtiers avaient des impressions mixtes sur la centralisation, bien que la plupart des investisseurs et des courtiers étrangers aient donné préférence à la centralisation parce qu'elle supposait l'émission d'Obligations du Canada additionnelles et une plus grande liquidité de celles-ci et parce qu'ils avaient l'impression qu'il n'était pas de l'intérêt du Canada que les Emprunteurs paient une prime d'agence.

Comme nous l'avons indiqué, la centralisation inquiète extrêmement les Emprunteurs, qui s'attendent à une perte de souplesse, de renseignements sur les marchés et d'autonomie. Dans un même souffle, ils se disent favorables à la réduction de leurs coûts pour l'exécution de leur mandat de base.

Si le ministère des Finances désire examiner plus en profondeur la centralisation, il devra analyser de manière plus détaillée tous ces points de même que les coûts de transition ponctuels et les changements des coûts administratifs récurrents.

IX Arguments en faveur de la centralisation et arguments en faveur du statu quo renforcé

Le tableau qui suit résume les résultats de l'Examen. En présence de deux scénarios, les arguments en faveur de l'un se transforment en arguments en faveur de l'autre. Par conséquent, le tableau compare les avantages que chacun des scénarios présente pour les neuf attributs recensés précédemment.

	Arguments en faveur de la centralisation	Arguments en faveur du statu quo renforcé
Coût d'emprunt	<ul style="list-style-type: none"> En raison de la prime payée par les agences, les coûts de financement du GC pour des produits similaires seront toujours inférieurs. Le fait d'inclure la FCH réduit les coûts payés au marché d'environ 8 points de base, soit 33 millions de dollars la première année et de 330 millions à 620 millions de dollars sur cinq ans. Le fait d'exclure la FCH réduit les coûts payés au marché d'environ 3,5 points de base, soit des économies d'environ 10 millions de dollars la première année et de 33 millions à 175 millions de dollars sur cinq ans. 	<ul style="list-style-type: none"> La stratégie d'emprunt opportuniste et l'utilisation de produits structurés par les Emprunteurs peuvent minimiser les différentiels de coûts. Le passage à la centralisation supposerait des coûts de transition ponctuels et un changement incertain des coûts de fonctionnement annuels qui seraient transférés aux Emprunteurs. Il serait possible de réduire la prime payée par les agences grâce à une campagne.
Gestion de la cote de crédit du Canada	<ul style="list-style-type: none"> La simplicité que suppose un émetteur unique pour le Canada sur les marchés financiers des emprunts. L'accroissement de la transparence. La réduction du risque qu'un Emprunteur n'entache par inadvertance la cote de crédit du Canada pour l'ensemble. 	<ul style="list-style-type: none"> La réputation des Emprunteurs sur les marchés de capitaux est très bonne. Il peut être avantageux d'avoir des emprunteurs multiples lorsque les besoins du gouvernement sont élevés (par exemple, au début des années 1990) puisqu'ils peuvent avoir accès aux marchés des devises étrangères et à d'autres marchés.
Diversité et convenance des produits d'emprunt	<ul style="list-style-type: none"> L'EFC peut faire réduire les coûts d'emprunt sans faire subir de risques supplémentaires ou sans augmenter la complexité des produits structurés. L'émission de produits structurés réduit la transparence et la compréhension. Après pondération quant au risque, le rendement des billets structurés n'est pas aussi attrayant qu'on le dit. 	<ul style="list-style-type: none"> Les produits structurés permettent aux Emprunteurs d'obtenir des coûts de financements attrayants et de surmonter la prime payée par les agences. L'émission de produits structurés comble un besoin du marché. L'émission de produits structurés accroît la diversité des sources de financement.
Qualité et liquidité des marchés de capitaux canadiens	<ul style="list-style-type: none"> Les intervenants sur le marché s'inquiètent de la liquidité courante et future des marchés obligataires canadiens et font savoir que d'importantes augmentations des émissions d'obligations du Canada de référence pourraient être absorbées sans frais supplémentaires. Les intervenants sur le marché estiment que l'émission actuelle par la FCH d'obligations à cinq ans chiffrant 14 milliards de dollars pourrait facilement être réaffectée vers les obligations de référence du GC à cinq ans, ce qui réduirait passablement les coûts 	<ul style="list-style-type: none"> Les besoins des Emprunteurs pourraient ne pas concorder avec les échéances des obligations de référence du GC à 2, 5, 10 et 30 ans. Il se peut que d'autres méthodes améliorent la liquidité, notamment la conversion des titres non négociables ou la promotion de l'expansion du marché à terme.

	Arguments en faveur de la centralisation	Arguments en faveur du statu quo renforcé
	<p>d'emprunt.</p> <ul style="list-style-type: none"> • La réaffectation des 11 milliards de dollars émis par les autres Emprunteurs surtout sous forme de billets structurés, serait un ajout appréciable aux obligations de référence et ferait augmenter l'offre d'environ 33 %. • Les investisseurs estiment qu'il y va de l'intérêt du Canada que la prime payée par les agences soit éliminée. 	
Rapports financiers	<ul style="list-style-type: none"> • Augmente la transparence en créant une position de dette consolidée pour le Canada. • Facilite les comparaisons avec d'autres États souverains développés qui centralisent leurs emprunts. • La moins grande complexité de la dette simplifie la présentation de rapports financiers. 	<ul style="list-style-type: none"> • Évite la complexité de la comptabilisation des transactions entre le GC et les Emprunteurs. • Contrairement à ce qui se produit aujourd'hui, la centralisation ferait sans doute en sorte que la dette des Emprunteurs soit incluse dans les Comptes publics du Canada. • Bien qu'aucun changement économique ne soit apporté, la centralisation exigerait une stratégie de communication.
Liquidité des Emprunteurs	<ul style="list-style-type: none"> • Simplifie les emprunts, car un seul emprunteur se trouve sur les marchés monétaires. • Si la planification et l'exécution sont bien faites, l'EFC pourrait réagir bien et rapidement aux besoins des Emprunteurs. • L'EFC pourrait remplacer la marge de crédit de soutien d'urgence auprès des banques des Emprunteurs et améliorer la gestion globale de la liquidité du GC. 	<ul style="list-style-type: none"> • Très grande marge de manœuvre des Emprunteurs qui exercent le contrôle complet sur la gestion de leurs propre liquidité. • La centralisation peut inciter les Emprunteurs à accroître leur liquidité, le stockage et les activités de couverture. • L'EFC pourrait ne pas intervenir assez rapidement pour permettre aux Emprunteurs de conserver le même niveau de réponse aux besoins des clients. • Quelques Emprunteurs se servent de niveaux élevés de liquidité pour appuyer leur mandat.
Opérations des Emprunteurs	<ul style="list-style-type: none"> • Nombre des arguments en faveur du statu quo pourraient être atténués par une EFC bien planifiée. • Dans le cas de tous les Emprunteurs, autres que la CCB et EDC, les emprunts sur les marchés internationaux détournent l'attention de leurs principales activités intérieures, soit les prêts. 	<ul style="list-style-type: none"> • Les services de la trésorerie des Emprunteurs sont perfectionnés et gérés avec professionnalisme pour que ces derniers puissent s'acquitter de leur mandat et ils pourraient perdre de leur efficacité à la suite de la centralisation. • Les Emprunteurs pourraient perdre des renseignements sur les marchés qui les aident à gérer le volet de l'actif de leurs entreprises. • Les Emprunteurs pourraient perdre leur capacité de négocier des dérivés rentables et des stratégies de couverture.
Gestion des risques financiers	<ul style="list-style-type: none"> • La réduction des produits structurés en faveur des produits classiques réduit les efforts nécessaires de gestion des risques. • Plus grande capacité de création d'une compréhension agrégée du risque financier. 	<ul style="list-style-type: none"> • Les Emprunteurs ont instauré des politiques relatives à la gestion du risque et des améliorations souhaitables pourraient être apportées sans la centralisation. • Dans le scénario de la centralisation, lorsque l'EFC emprunte au pays pour couvrir les besoins en dollars américains des Emprunteurs, elle augmente les swaps de devises requis et, par conséquent, le

	Arguments en faveur de la centralisation	Arguments en faveur du statu quo renforcé
		risque de crédit de contrepartie.
Gouvernance et imputabilité	<ul style="list-style-type: none"> • Une forte imputabilité est maintenue parce que l'EFC est directement responsable des opérations envers l'organe directeur, mais elle serait également responsable des niveaux de service envers les clients, c'est-à-dire les Emprunteurs. • La capacité de transformer les compétences en un centre d'excellence est accrue lorsqu'un seul emprunteur est tourné vers le marché. • Les conseils d'administration des Emprunteurs n'ont pas tous la même capacité d'évaluer objectivement les activités de leur service de la trésorerie. 	<ul style="list-style-type: none"> • Les Emprunteurs sont globalement responsables envers leur conseil d'administration et responsables envers le ministre des Finances concernant leur plan d'emprunt. • Les Emprunteurs sont assujettis à des vérifications internes et externes ainsi qu'à des examens spéciaux du BVG. • Les trésoriers présentent des rapports aux Comités de gestion de l'actif et du passif. • Les responsabilités de l'EFC et celles des conseils d'administration des Emprunteurs peuvent se chevaucher. • L'autonomie des Emprunteurs selon la définition courante du terme est maintenue.