

Chapitre 2

Ministère des Finances

Dette publique

Contenu

Introduction.....	11
Objectif et conclusions de l'audit	13
Résumé des résultats.....	15
Recommandations.....	17
Situation de la dette publique au Nouveau-Brunswick	21
Conclusion.....	31
Les pratiques de gestion de la dette provinciale permettent-elles de limiter les risques importants?.....	33
Conclusion.....	45
Annexe I – La ville de Detroit s'est placée sous la protection de la loi sur les faillites en 2013.....	46
Annexe II – Crise de la dette grecque – comment l'économie grecque est-elle devenue à ce point désastreuse?.....	48
Annexe III – Définitions.....	49

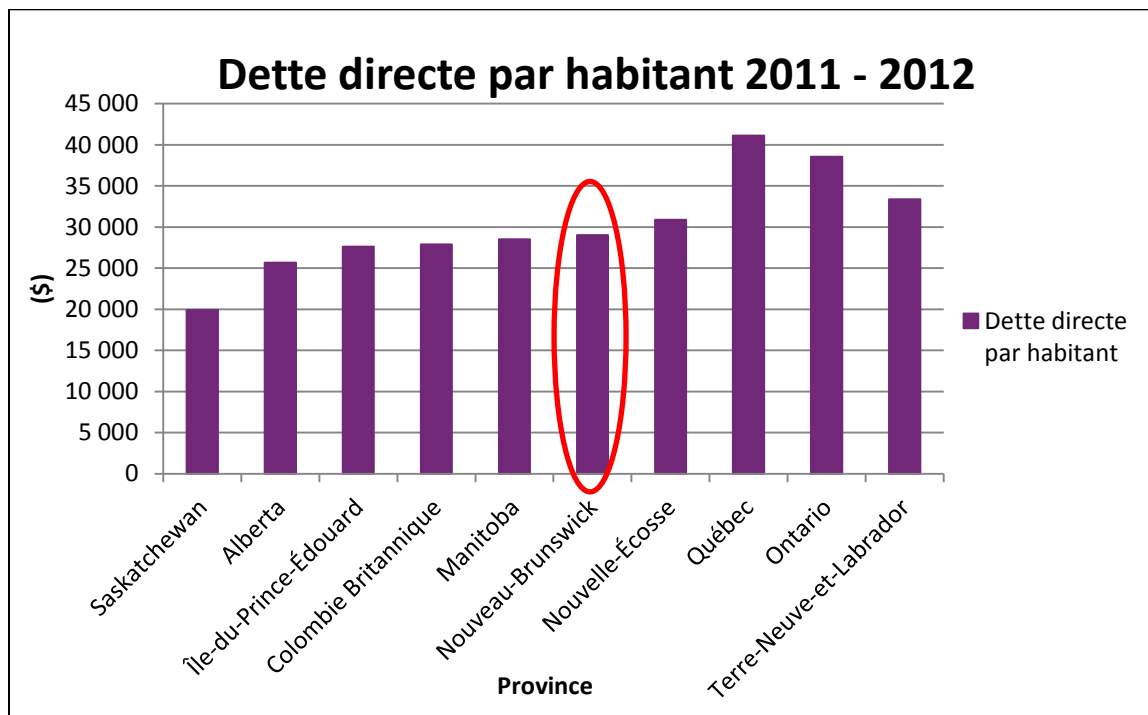
Ministère des Finances

Dettes publiques

Introduction

- 2.1** La gestion efficace de la **dettes publiques** constitue la pierre angulaire de la stabilité financière et de la viabilité de la politique budgétaire. Sans des pratiques de **gestion prudente de la dette**, le portefeuille de la dette publique de la province du Nouveau-Brunswick peut entraîner des risques importants pour la stabilité financière de la province.
- 2.2** Les récentes crises d'endettement, comme celles qui ont eu lieu à Detroit et en Grèce, ont mis en évidence l'importance de solides pratiques en matière de **gestion de la dette**. Voir les renseignements généraux sur ces crises aux annexes I et II.
- 2.3** Nous avons formulé, dans les derniers rapports de la vérificatrice générale, des observations sur la situation financière de la province, principalement sur la situation liée à la dette publique. Nous y avons notamment souligné nos préoccupations quant aux déficits annuels consécutifs, au fardeau croissant de la dette, de même que le besoin d'agir avec une plus grande diligence.
- 2.4** Dans ce chapitre, nous décrivons la situation du Nouveau-Brunswick en ce qui concerne la dette publique et la comparons avec celle d'autres provinces canadiennes. La pièce 2.1 présente, à titre d'information, la dette directe par habitant de chaque province canadienne. Nous nous concentrons également dans ce chapitre sur les pratiques de la **gestion de la dette** publique au ministère des Finances.

Pièce 2.1 – Dette directe par habitant 2011-2012



Source : Canadian Government Debt 2014 A Guide to the Indebtedness of Canada and the Provinces, Institut Fraser (non-audité)

2.5 Afin de répondre à ses besoins financiers, la province du Nouveau-Brunswick émet des titres (dette directe), comme des bons du Trésor et des obligations intérieures ou étrangères. La province a d'autres passifs financiers, comme les contrats de location-acquisition et les garanties. Ces dettes directes et indirectes (désignées ci-après par le terme *dette publique*) sont présentées dans la pièce 2.2.

2.6 Selon ses rapports annuels, le Ministère est chargé du financement de la province et des sociétés de la Couronne, de la gestion du Fonds consolidé, du placement et de l'administration de divers fonds dédiés, de la réalisation d'une analyse de la politique financière et de la formulation de conseils à cet égard.

Pièce 2.2 - Dette directe et indirecte de la province du Nouveau-Brunswick

État de la dette (en millions de dollars, au 31 mars)	2011	2012	2013	2014*	2015*
Débiteures directes	15 814	16 606	17 189	18 503	19 246
Bons du trésor, autres titres à court terme	827	675	1 372	1 372	1 218
Régime de pensions du Canada	834	834	834	834	834
Total de la dette directe	17 475	18 115	19 395	20 709	21 298
Corp. de fin. des municipalités du N.-B.	730	804	838	864	879
Société de voirie du N.-B.	715	691	666	638	609
Autres contrats de location-acquisition	127	131	129	78	159
Autres titres garantis	141	107	90	90	98
Total de la dette directe et indirecte	19 188	19 848	21 118	22 379	23 043
Moins :					
Énergie NB	4 450	4 533	5 379	5 425	5 389
Dette directe, fonds d'amortissement	4 341	4 237	3 956	3 884	4 050
Corp. de fin. des municipalités du N.-B.	730	804	838	864	879
Dette directe et indirecte nette (dette publique)	9 667	10 274	10 945	12 206	12 725

Source : Analyse de crédit et états financiers de divers organismes effectués par Moody's (non-audité)

* Note : Les chiffres de Moody's ont été mis à jour afin de refléter les chiffres réels pour 2014 et 2015.

Les chiffres d'Énergie NB ont été mis à jour afin de refléter ses états financiers.

Objectif et conclusions de l'audit

Pas de risque immédiat de défaut de paiement de la dette du Nouveau-Brunswick

2.7 Dans ce chapitre, nous décrivons d'abord la situation de la dette publique au Nouveau-Brunswick en la comparant à celle d'autres provinces.

2.8 Selon les renseignements recueillis et les analyses effectuées, nous avons constaté qu'il n'y a pas de risque immédiat de défaut de paiement de la dette publique du Nouveau-Brunswick. Deux indicateurs importants associés au niveau de la dette provinciale (c'est-à-dire le ratio des frais d'intérêts par rapport aux revenus présenté à la pièce 2.5 et le ratio de la dette publique au PIB présenté à la pièce 2.8) correspondent à ceux d'autres provinces au Canada. Les coûts du service de la dette publique ont été relativement stables en raison de la faiblesse des taux d'intérêt et des politiques de gestion de la dette à faible risque du Ministère.

2.9 La province pourrait cependant, à l'avenir, être aux prises avec un niveau d'endettement plus élevé, compte tenu de la faible croissance économique au Nouveau-Brunswick, de la baisse des recettes publiques et du vieillissement de la

population.

2.10 Les circonstances susmentionnées ne permettront donc pas à la province de gérer une dette aussi élevée que dans les provinces possédant des perspectives de croissance à long terme plus importantes.

2.11 Il est possible, au Nouveau-Brunswick, que les indicateurs clés en matière de dette se situent en dehors d'une fourchette raisonnable par rapport à d'autres provinces. En l'occurrence, les investisseurs exigeraient des rendements plus élevés pour les obligations du Nouveau-Brunswick ou, dans le pire des cas, ceux-ci perdraient confiance dans la capacité du gouvernement du Nouveau-Brunswick à rembourser sa dette.

La province doit contrôler le taux de croissance de la dette publique

2.12 La province doit par conséquent faire preuve de diligence dans la surveillance du niveau de la dette publique et prendre des mesures adaptées pour contrôler le taux de croissance de cette dette. Dans des circonstances semblables, certains gouvernements ont fait des choix difficiles. Par exemple, le ratio de la dette au PIB de la Saskatchewan et du Canada atteint des niveaux préoccupants au milieu des années 1990. Cependant, leurs gouvernements respectifs ont pris des mesures telles que la réduction des dépenses, la cession d'actifs et la restructuration des politiques fiscales. Ces mesures ont mené à des améliorations à long terme de leurs situations fiscales. D'autre part, la Grèce et la ville de Detroit n'ont pas pris les mesures appropriées, et leurs expériences nous démontrent clairement les conséquences ultimes de l'inaction.

2.13 L'objectif de notre audit était le suivant :

déterminer si le ministère des Finances gère la dette prudemment afin d'atténuer les risques associés à la dette publique.

Nécessité d'élaborer une stratégie globale de gestion de la dette

2.14 Le Ministère adopte une pratique de gestion de la dette non complexe et relativement peu risquée. Il ne possède cependant pas de stratégie globale de gestion de la dette qui est approuvée et bien documentée.

2.15 Le Ministère peut en outre apporter des améliorations dans certains domaines, comme la gestion des risques, les opérations et les rapports publics afin d'atténuer les risques potentiels liés à la dette publique.

Résumé des résultats

État actuel de la dette de la province

2.16 L'examen de l'état actuel de la dette de la province nous a permis de faire les constatations suivantes :

- ✓ La dette du Nouveau-Brunswick augmente, mais les coûts du service de la dette sont stables;
- ✓ Il n'y a pas de risque immédiat de défaut de paiement. Si la dette continue d'augmenter cependant, la situation à long terme de la province se fragilisera;
- ✓ Les cotes de crédit du Nouveau-Brunswick sont stables depuis 2012;
- × Le ratio de la dette publique au PIB du Nouveau-Brunswick a augmenté pour la huitième année consécutive, pour atteindre 40,5 % au cours de l'exercice 2015. Depuis l'exercice 2012, ce ratio a toujours été plus élevé que la moyenne de l'ensemble des provinces;
- × Au Nouveau-Brunswick, la croissance du PIB réel est constamment inférieure à la moyenne nationale;
- × L'économie du Nouveau-Brunswick ne devrait pas beaucoup croître dans un proche avenir;
- × Le marché du travail au Nouveau-Brunswick est resté faible au cours des dernières années;
- × Le vieillissement de la population du Nouveau-Brunswick entraîne des défis fiscaux.

Le Ministère n'a pas de stratégie globale de gestion de la dette

2.17 Le ministère des Finances adopte des pratiques de gestion de la dette non complexes et relativement peu risquées. Il ne possède cependant pas de stratégie globale de gestion de la dette.

2.18 Sans une stratégie globale de gestion de la dette, il serait difficile de maintenir une pratique de gestion de la dette qui met l'accent sur le long terme.

La tolérance au risque de la province n'a pas été établie

2.19 Nous avons examiné le cadre des risques financiers du Ministère. Cet examen a permis de relever un certain nombre de risques financiers, de risques d'atteinte à la réputation et de risques comptables. Ce cadre, cependant, ne permet pas de déterminer la **tolérance au risque** de la province quant à une variation acceptable du budget du service de la dette publique, découlant des fluctuations des marchés financiers, par exemple des changements liés aux taux d'intérêt.

2.20 Sans une **tolérance quantifiée au risque**, il est difficile d'établir des objectifs de gestion de la dette à long et à court terme. Il serait également impossible de déterminer si les objectifs ont été atteints.

2.21 Nous avons de plus remarqué que le cadre des risques financiers a été approuvé par le Comité de gestion des risques, qui se compose d'employés de la Division de la trésorerie du ministère des Finances. Cette division est également chargée de la mise en oeuvre du cadre.

2.22 Nous pensons qu'il est inadéquat que le cadre des risques financiers soit approuvé par un comité qui est également chargé de mettre en oeuvre la politique; cette situation ne constitue d'ailleurs pas une pratique exemplaire en matière de gestion de la dette publique. Par exemple, en Colombie-Britannique, c'est un comité des risques qui se charge de surveiller le portefeuille de la dette. L'objectif principal de ce comité est d'établir des politiques de risque et des paramètres permettant d'équilibrer les coûts et les risques selon des normes de contrôle acceptables. Le comité des risques est composé du sous-ministre des Finances, du sous-ministre de l'Environnement, du sous-ministre adjoint, du Trésor provincial ainsi que de membres des milieux financier et universitaire.

Le Ministère effectue des analyses de sensibilité mais pas de tests complets de résistance au stress

2.23 Le Ministère mène des analyses de sensibilité en fonction de la volatilité des taux d'intérêt. Certaines améliorations pourraient être apportées en ce qui concerne les degrés de sensibilité.

2.24 Le Ministère n'effectue pas de **tests complets de résistance au stress**. Le portefeuille actuel de la dette provinciale est relativement peu risqué et ne contient pas de produits financiers complexes. Un **test complet de résistance au stress** efficace aiderait cependant le Ministère à atténuer certains risques potentiels importants associés au portefeuille de la dette.

Le cadre législatif lié à la gestion de la dette est sain

2.25 Le cadre législatif lié à la gestion de la dette est sain. Nous avons constaté que le Ministère suit la *Loi sur les emprunts de la province* et la *Loi sur les emprunts* annuelle, et veille à obtenir les autorisations nécessaires avant d'effectuer des transactions.

2.26 Cependant, les politiques du Ministère ne précisent pas les produits de titres pouvant être émis par la province, comme les instruments financiers de risque faible à modéré ou non

complexes. En l'absence d'indications claires sur les produits autorisés, le risque existe qu'une personne procède à une opération financière qui n'est pas conforme à la stratégie de faible risque du Ministère. En outre, aucune limite (en dollars) n'a été établie pour les opérations à l'intention des membres du personnel.

2.27 Le Ministère publie, chaque année, dans le Volume I des comptes publics, des indicateurs de la santé financière, dont le ratio de la dette nette au PIB, ainsi que le coût du service de la dette publique par rapport aux recettes totales.

2.28 Nous avons constaté que les politiques du Ministère définissent les objectifs de gestion de la dette. Sur la base de nos travaux, nous pensons que le Ministère est en mesure de prévoir les besoins et les objectifs de financement à moyen terme.

Les objectifs du Ministère liés à la gestion de la dette ne sont pas rendus publics

2.29 Les objectifs du Ministère liés à la gestion de la dette ne sont pas rendus publics. En outre, aucune donnée prévisionnelle concernant le rendement du portefeuille de la dette n'est rendue publique.

2.30 L'Office ontarien de financement, qui gère la dette de la province de l'Ontario, publie sur son site Web le programme d'emprunt pour les années à venir ainsi que les perspectives du programme d'emprunt à moyen terme.

2.31 Le gouvernement de la Colombie-Britannique a présenté, dans son budget de 2014, la stratégie de gestion de la dette accompagnée d'objectifs stratégiques.

2.32 Sans transparence ou rapports au public, il est difficile pour les législateurs et le public d'évaluer l'efficacité des activités de gestion de la dette du Ministère et de tenir cette entité responsable de ce travail.

Recommandations

2.33 Nos recommandations au Ministère, ainsi que sa réponse à chaque recommandation, sont présentées à la pièce 2.3.

Pièce 2.3 - Sommaire des recommandations

Recommandation	Réponse du Ministère	Date cible de la mise en œuvre
<p>2.80 Nous recommandons que le Ministère élabore une stratégie globale de gestion de la dette et la fasse approuver par le Cabinet.</p>	<p><i>Le Ministère s'est engagé à [la gestion viable de la dette]. Le Ministère élabore actuellement un plan d'emprunt annuel et informe le gouvernement au sujet de la gestion de la dette, conformément à la Loi sur les emprunts de la province et la Loi sur les emprunts annuelle et au moyen d'autres communications. Dans le cadre de l'élaboration d'une stratégie de gestion de la dette, le Ministère s'informerait au sujet des pratiques de ses pairs et étudierait la législation existante. La stratégie qui en découlera sera fournie au gouvernement.</i></p>	<p><i>Il est prévu que la recherche et les recommandations faites au gouvernement soient terminées dans un délai d'un an.</i></p>
<p>2.94 Nous recommandons que le Ministère établisse la tolérance au risque de la province quant à une variation acceptable du budget du service de la dette publique, compte tenu des fluctuations des marchés financiers.</p>	<p><i>Le Service de la dette publique est prévu annuellement par le Ministère dans le cadre du processus budgétaire à l'aide du taux d'intérêt à terme et des taux de change ainsi que des exigences en matière d'emprunts anticipés. Le programme de gestion de la dette vise à minimiser les écarts budgétaires tout en conservant des niveaux adéquats de liquidités et en atténuant les risques liés au marché. Le Service de la dette publique est sujet à l'examen budgétaire, notamment à l'analyse de sensibilité. Lors de l'élaboration d'une stratégie complète de gestion de la dette, le Ministère confirmera la tolérance au risque du gouvernement.</i></p>	<p><i>Il est prévu que la recherche et les recommandations faites au gouvernement soient terminées dans un délai d'un an.</i></p>
<p>2.95 Nous recommandons que le Ministère crée un comité des risques, indépendant de la Division de la trésorerie et de la dette, chargé d'examiner et d'approuver toutes les politiques liées à la gestion des risques.</p>	<p><i>Le Ministère s'engage à adopter des pratiques de gestion des risques prudentes. Un comité de gestion des risques interne existe au sein du Ministère. Il établit les paramètres du risque financier au moyen de politiques et de procédures, et en se conformant à son programme de gestion de la dette. Le Ministère s'informerait au sujet des pratiques de ses pairs et fera des recommandations au gouvernement visant à améliorer ses pratiques en matière de gestion de la dette.</i></p>	<p><i>Il est prévu que la recherche et les recommandations faites au gouvernement soient terminées dans un délai d'un an.</i></p>

Pièce 2.3 – Sommaire des recommandations (suite)

Recommandation	Réponse du Ministère	Date cible de la mise en œuvre
2.109 Nous recommandons que le Ministère effectue régulièrement un test complet de résistance au stress pour son portefeuille de dette, en fonction des chocs économiques et financiers auxquels la province est potentiellement exposée.	<i>Le Service de la dette publique est estimé annuellement par le ministère dans le cadre du processus budgétaire à l'aide du taux d'intérêt à terme et des taux de change ainsi que des montants d'emprunts anticipés. Le Service de la dette publique est sujet à l'examen budgétaire, notamment à l'analyse de sensibilité. Des mesures supplémentaires de la simulation de crise, notamment les chocs économiques et financiers, seront étudiés pour s'assurer que les répercussions des changements potentiels sur la stratégie de gestion de la dette sont bien comprises et demeurent dans les limites budgétaires acceptables.</i>	<i>Il est prévu que la recherche et les recommandations faites au gouvernement soient terminées dans un délai d'un an.</i>
2.123 Nous recommandons que le Ministère indique clairement dans ses politiques d'emprunt les produits de titres que la province peut ou non émettre.	<i>La Loi sur les emprunts de la province fournit actuellement un cadre permettant d'émettre et de gérer les dettes. Le Ministère étudiera les pratiques exemplaires en terme de produits de titres admissibles et fera des recommandations au comité de gestion des risques.</i>	<i>Il est prévu que la recherche et les recommandations faites au comité de la gestion des risques et au gouvernement soient terminées dans un délai d'un an.</i>
2.129 Nous recommandons que le Ministère précise dans sa politique les limites et les pouvoirs pour chaque catégorie de personnel autorisée à mener des opérations d'emprunt et de placement.	<i>Les politiques et procédures d'approbation actuelles du Ministère exigent un minimum de deux personnes pour effectuer une opération d'emprunt ou de placement. Les politiques et procédures seront examinées et des recommandations seront faites au comité de gestion des risques.</i>	<i>Il est prévu que la recherche et les recommandations faites au comité de la gestion des risques soient terminées dans un délai d'un an.</i>

Pièce 2.3 – Sommaire des recommandations (suite)

Recommandation	Réponse du Ministère	Date cible de la mise en œuvre
<p>2.139 Nous recommandons que le Ministère rende publics les objectifs, lignes directrices et stratégies de gestion de la dette du gouvernement, ainsi que les besoins et les objectifs financiers à moyen terme, en ce qui concerne la composition de la dette, l'échéance moyenne et d'autres indicateurs.</p>	<p><i>Le Ministère soutient la divulgation au public d'information pertinente concernant la dette et offre actuellement de l'information sur la dette sur son site Web de relations avec les investisseurs : http://www2.gnb.ca/content/gnb/fr/ministeres/finances/investisseurs.html</i></p> <p><i>Les prévisions à plus long terme dépendent de cadres financiers pluriannuels. Le Ministère réalisera des recherches sur la divulgation au public d'information supplémentaire liée à la dette.</i></p>	<p><i>Il est prévu que la recherche et la mise en œuvre soient terminées dans un délai d'un an, à condition que les cadres financiers pluriannuels soient disponibles.</i></p>
<p>2.145 Nous recommandons que le Ministère informe le public des prévisions de rendement du portefeuille de la dette de la province, dont le coût de la dette.</p>	<p><i>Le Ministère fournit actuellement certains renseignements dans diverses publications. Les prévisions à plus long terme dépendent de cadres financiers pluriannuels. Le Ministère cherchera des façons d'améliorer la divulgation d'information pertinente liée à la dette.</i></p>	<p><i>Il est prévu que la recherche et la mise en œuvre soient terminées dans un délai d'un an, à condition que les cadres financiers pluriannuels soient disponibles.</i></p>

2.34 Notre audit a été réalisé conformément aux normes établies pour les missions de certification par l'Institut canadien des comptables agréés, ce qui englobe l'optimisation des ressources et la conformité, et a donc consisté en des contrôles et autres procédés que nous avons jugés nécessaires dans les circonstances.

2.35 Certains renseignements financiers et statistiques contenus dans le présent chapitre ont été recueillis auprès de sources diverses. Ils n'ont fait l'objet d'aucun audit ou d'aucune autre vérification. Les lecteurs sont avertis que ces renseignements financiers et statistiques peuvent ne pas convenir à leurs fins.

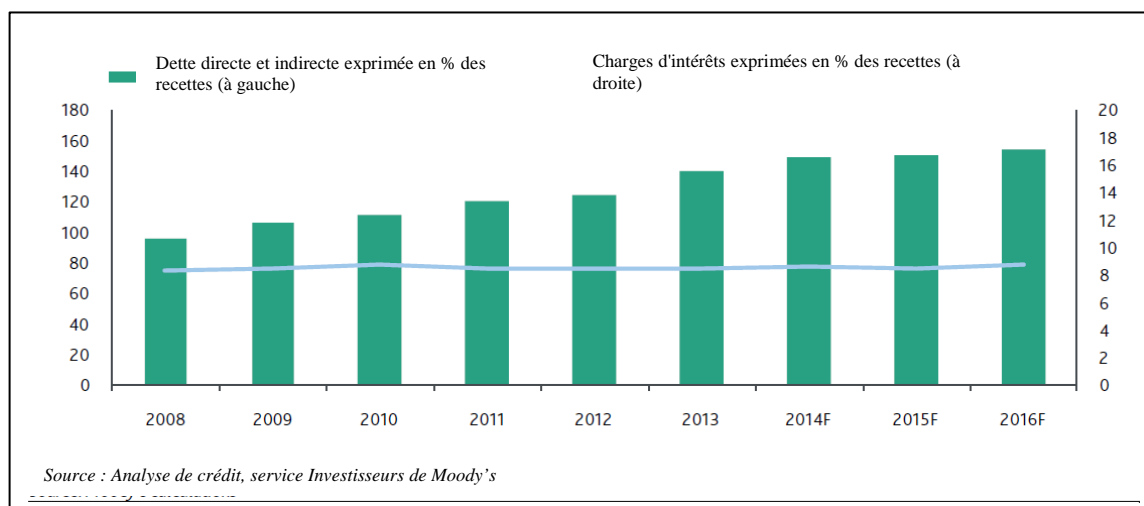
Situation de la dette publique au Nouveau-Brunswick

2.36 Dans ce chapitre, nous décrivons d'abord la situation de la dette publique au Nouveau-Brunswick en la comparant à celle d'autres provinces.

2.37 Dans les derniers rapports de la vérificatrice générale, nous avons formulé des observations sur la santé financière de la province ainsi que sur les grandes tendances relevées dans les états financiers consolidés. Cette partie du chapitre vise à approfondir ces commentaires en ce qui concerne la dette publique.

2.38 Comme le montre la pièce 2.2, la dette directe et indirecte nette de la province a atteint 12,7 milliards de dollars en 2015. Afin de pouvoir bien analyser la situation de la dette publique, nous pensons qu'il faut tenir compte de l'ensemble de la dette directe et indirecte (c'est-à-dire des partenariats public-privé, des contrats de location-acquisition, des engagements en matière de retraite ainsi que des autres garanties et engagements). Le public pourrait alors avoir une image globale complète de la dette totale. Nous comprenons que les grandes agences de notation utilisent une méthode similaire pour analyser la dette de chaque province canadienne.

Pièce 2.4 - Endettement en hausse, mais stabilité du service de la dette



(non-audité)

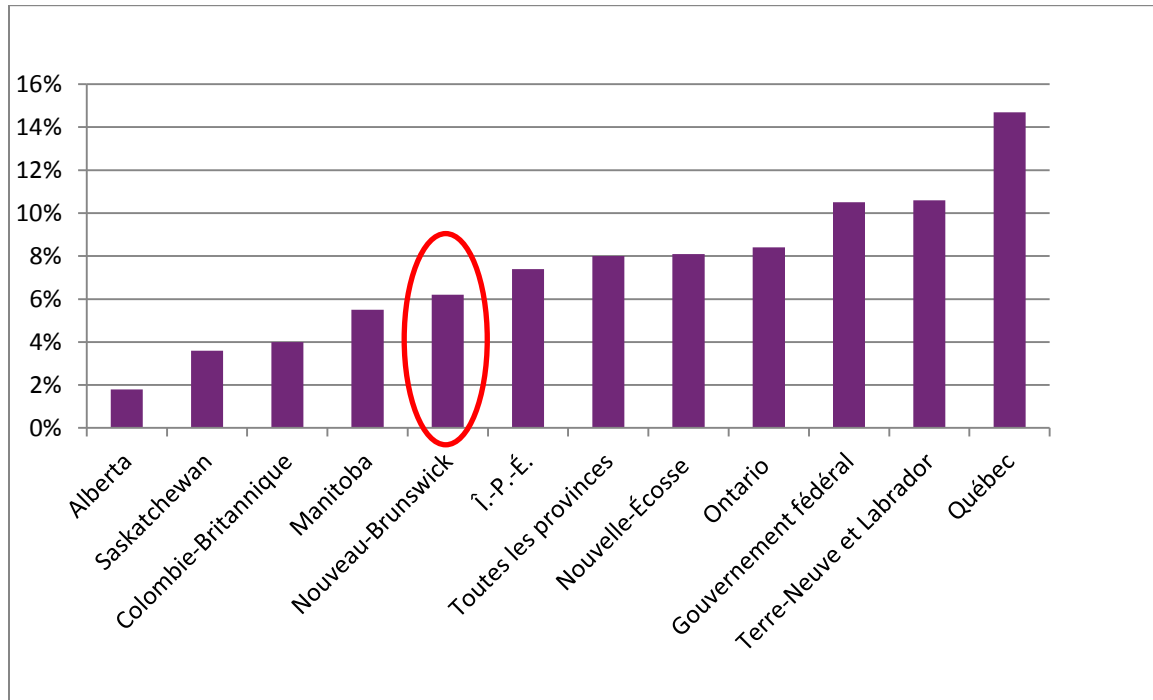
Les charges d'intérêts courantes sont relativement stables

2.39 Bien que les niveaux d'endettement aient augmenté, les charges d'intérêts sont restées relativement stables au cours des dernières années par rapport aux recettes, comme le montre la pièce 2.4. Cette situation est avant tout imputable aux taux d'intérêt actuels, qui sont favorables et qui ont donc facilité le refinancement de débentures à des taux d'intérêt plus faibles. De plus, l'utilisation du fonds d'amortissement provincial pour rembourser la dette a également contribué à stabiliser les charges d'intérêt. En outre, la proportion des revenus absorbée par les charges d'intérêt devrait légèrement augmenter à moyen terme, en raison de l'augmentation de l'endettement de la province et de la hausse prévue des taux d'intérêt.¹

2.40 Le ratio du Nouveau-Brunswick des charges d'intérêts nettes budgétées aux recettes totales est relativement raisonnable, en comparaison aux autres provinces. La pièce 2.5 montre que le Nouveau-Brunswick a le cinquième plus bas ratio selon l'analyse de DBRS.

¹ Analyse de crédit, service Investisseurs de Moody's, 5 juin 2014

Pièce 2.5 – Charges d'intérêts nettes budgétées aux recettes totales (2014-2015)



Source : 2014 Canadian Federal and Provincial Governments Overview, DBRS (non-audité)

Une augmentation de 1 % des taux d'intérêt prévus au budget à long terme ajouterait 49 millions de dollars au coût du service de la dette d'ici trois ans

2.41 Selon l'**analyse de sensibilité** effectuée par le Ministère, une augmentation des taux prévus au budget à long terme de 1 % entraînerait, pendant l'exercice 2016, une augmentation des charges de 6,9 millions de dollars. Bien qu'un cadre financier pluriannuel n'a pas été publié, le Ministère était en mesure de démontrer que l'impact est beaucoup plus important au fil du temps. L'augmentation des taux d'intérêt de seulement 1 % par rapport aux taux prévus au budget augmenterait les charges d'intérêt en 2019 de 49 millions de dollars (c'est-à-dire 7 %) par rapport au montant prévu au budget pour cet exercice.

Il n'y a pas de risque immédiat de défaut de paiement. Si la dette continue d'augmenter cependant, la situation à long terme de la province se fragilisera

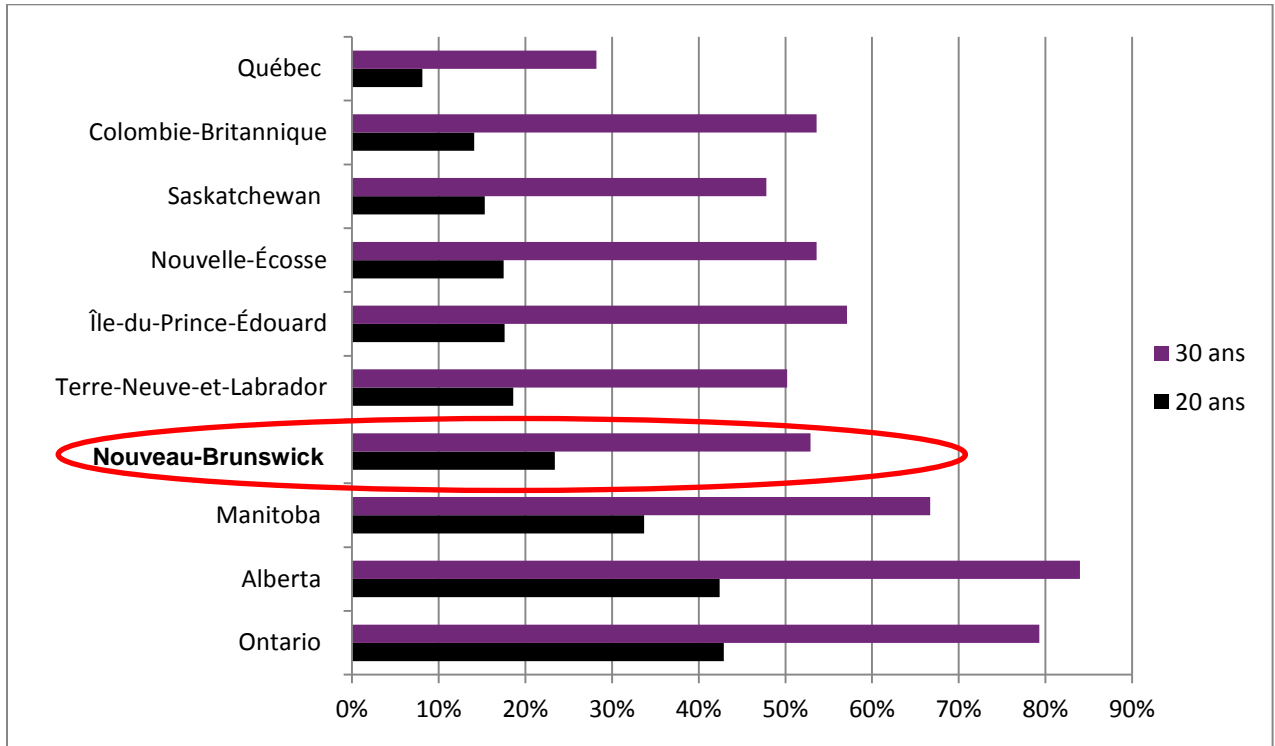
2.42 Les charges d'intérêts par rapport aux recettes (la part de l'intérêt) est un indicateur que les agences de notation et les investisseurs utilisent largement pour évaluer les risques de défaut de paiement. Selon une étude publiée en 2012 par le Macdonald-Laurier Institute, groupe de réflexion national indépendant sur la politique publique se trouvant à Ottawa, un ratio charges d'intérêts/recettes de 25 % est probablement insoutenable.² Étant donné que le rapport entre les charges d'intérêts et les recettes est de 8,1 % à la fin de l'exercice 2015, il n'y a pas de risque immédiat de défaut de paiement pour le Nouveau-Brunswick.

2.43 Si la dette continue d'augmenter cependant, la situation à long terme de la province se fragilisera. La pièce 2.6 montre la probabilité de défaut de paiement pour chaque province au cours des 20 et 30 prochaines années. En raison du vieillissement de la population, d'un taux de participation au marché du travail qui est plus faible, d'une croissance économique moins dynamique et d'une augmentation des dépenses de santé au cours des dernières années, les provinces risquent de subir des crises de solvabilité au cours des 10 à 30 prochaines années si les politiques budgétaires ne changent pas.³ Le Nouveau-Brunswick fait partie des provinces les plus à risque.

² Provincial Solvency and Federal Obligations, Marc Joffe, octobre 2012

³ Idem

Pièce 2.6 - Probabilité de défaut de paiement au cours des 20 et 30 prochaines années

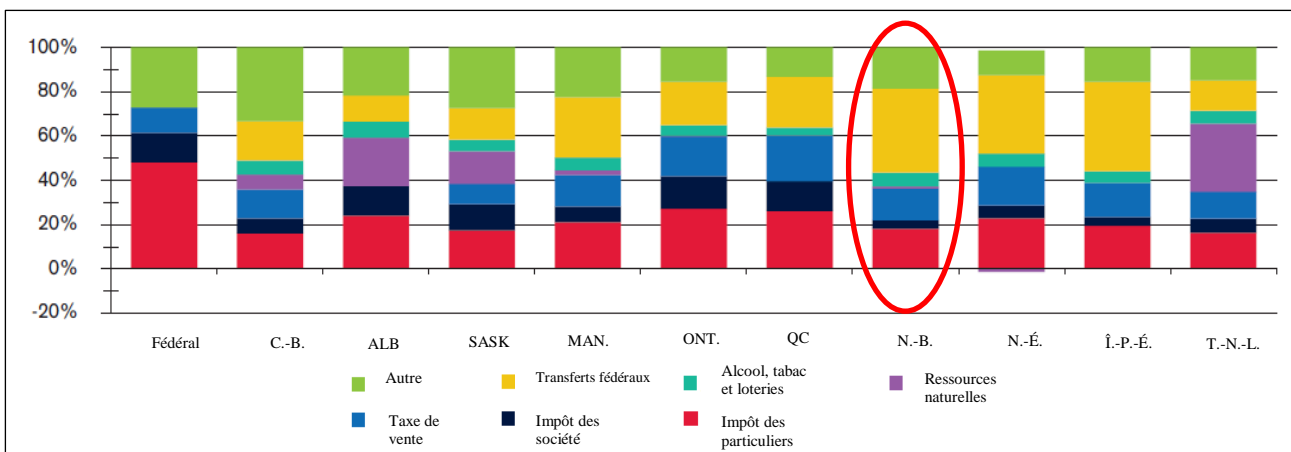


Source : Créé par le VGNB en utilisant de l'information de « Provincial Solvency and Federal Obligations, » Marc Joffe, octobre 2012, publié par l'institut Macdonald-Laurier (non-audité)

2.44 Selon ce modèle, l'Ontario a la plus haute probabilité de défaut de paiement sur 20 ans. Ceci est dû au niveau de dette publique relativement élevé et aux déficits élevés, qui devraient continuer. L'Alberta a la plus haute probabilité de défaut de paiement sur 30 ans, puisque la province connaît d'importants déficits budgétaires aujourd'hui et devrait connaître une plus grande croissance de sa population de personnes âgées que toute autre province.

2.45 Comme le montre la pièce 2.7, le Nouveau-Brunswick dépend relativement davantage des transferts fédéraux, ce qui traduit une assise économique un peu plus faible. Les transferts fédéraux représentaient 38 % des recettes totales du Nouveau-Brunswick pendant l'exercice 2014, en comparaison avec un total pour toutes les provinces de 20 %. Il s'agissait du deuxième taux de transfert le plus élevé parmi toutes les provinces, après l'Î.-P.-É., dont le taux était de 40 %.

Pièce 2.7 - Sources de recettes par juridiction (exercice 2014)



Source : *The Rebalancing Act: Managing Through Fiscal and Economic Adjustment*, DBRS, décembre 2014 (non-audité)

2.46 En cas de réduction des transferts fédéraux, l'incapacité à générer des recettes autonomes pourrait nuire au rapport entre les intérêts et les recettes du Nouveau-Brunswick. Le risque de défaut de paiement de la province serait alors plus grand.

Les cotes de crédit récentes du Nouveau-Brunswick sont stables depuis 2012

2.47 Les cotes de crédit de trois principales agences de notation sont relativement stables depuis 2012. Standard and Poor's a déclassé le Nouveau-Brunswick la dernière fois en 2012, c'est-à-dire de AA- à A+.⁴

2.48 Nous n'avons rien relevé qui montre qu'un déclasserement entraînerait une augmentation immédiate des coûts d'emprunt de la province. En fin de compte, le cours d'une obligation dépend de questions liées à la liquidité ainsi qu'à l'offre et la demande du marché. La cote de crédit fait cependant partie des principaux facteurs sur lesquels les investisseurs basent leurs décisions. Une cote de crédit plus élevée :

- inciterait davantage d'investisseurs institutionnels à acheter les obligations émises par le Nouveau-Brunswick. La plupart des investisseurs institutionnels envisagent seulement d'acheter des obligations à partir d'une certaine cote ou d'une cote plus élevée;
- donnerait à la province plus de souplesse quant aux modalités des obligations.

⁴ Supplementary Analysis: Province of New Brunswick, Standard & Poor's Rating Services, juin 2014.

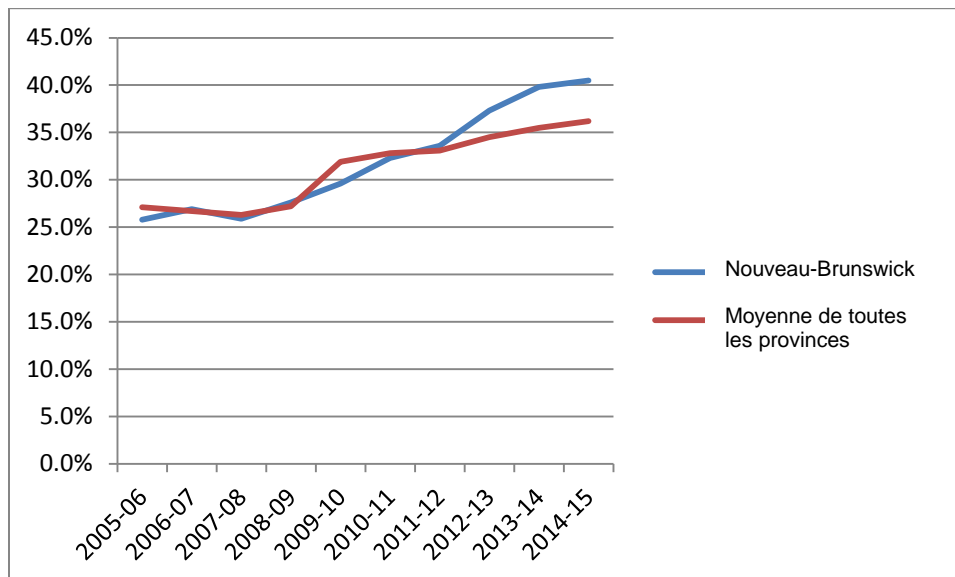
Pièce 2.8 - Ratios de la dette publique au PIB, par province

	2005-2006	2006-2007	2007-2008	2008-2009	2009-2010	2010-2011	2011-2012	2012-2013	Prévus 2013-2014	Budget 2014-2015
Colombie-Britannique	17,4 %	16,1 %	15,7 %	15,3 %	17,7 %	17,6 %	17,9 %	19,2 %	20,6 %	20,4 %
Alberta	-0,7 %	-1,0 %	-0,3 %	2,3 %	4,1 %	4,4 %	4,7 %	5,3 %	7,0 %	8,3 %
Saskatchewan	26,6 %	26,6 %	24,0 %	15,0 %	17,7 %	17,4 %	14,6 %	14,6 %	14,7 %	14,7 %
Manitoba	32,2 %	30,6 %	29,2 %	28,6 %	31,9 %	33,0 %	35,6 %	36,4 %	38,2 %	38,6 %
Ontario	26,0 %	25,9 %	26,2 %	28,9 %	35,2 %	37,6 %	39,3 %	41,6 %	43,1 %	44,1 %
Québec	54,3 %	55,8 %	55,0 %	56,8 %	58,6 %	59,4 %	59,6 %	60,2 %	61,0 %	61,6 %
Nouveau-Brunswick	25,8 %	26,9 %	25,9 %	27,6 %	29,6 %	32,3 %	33,6 %	37,3 %	39,8 %	40,5 %
Nouvelle-Écosse	33,7 %	34,6 %	31,9 %	32,0 %	35,4 %	33,9 %	33,4 %	35,1 %	35,7 %	36,0 %
Î.-P.-É.	35,0 %	33,5 %	31,1 %	32,4 %	35,9 %	37,3 %	38,8 %	42,4 %	47,4 %	46,4 %
Terre-Neuve-et-Labrador	42,7 %	35,4 %	30,5 %	28,8 %	36,4 %	31,4 %	27,1 %	28,3 %	26,9 %	30,0 %
Moyenne de toutes les provinces	27,1 %	26,7 %	26,3 %	27,2 %	31,9 %	32,8 %	33,1 %	34,5 %	35,5 %	36,2 %

DBRS définit la dette provinciale comme une dette financée par les impôts plus les passifs de retraite non capitalisés, moins les fonds d'amortissement et les avoirs internes. Chiffres réels pour l'Alberta, le Manitoba, Terre-Neuve-et-Labrador, la Nouvelle-Écosse et la Saskatchewan en 2013-2014, tels que calculés au moment de la révision annuelle du crédit de chaque province.

Source : *The Rebalancing Act: Managing Through Fiscal and Economic Adjustment*, DBRS, décembre 2014 (non-audité)

Pièce 2.9 - Ratios de la dette publique au PIB, par province : comparaison entre le Nouveau-Brunswick et la moyenne de toutes les provinces

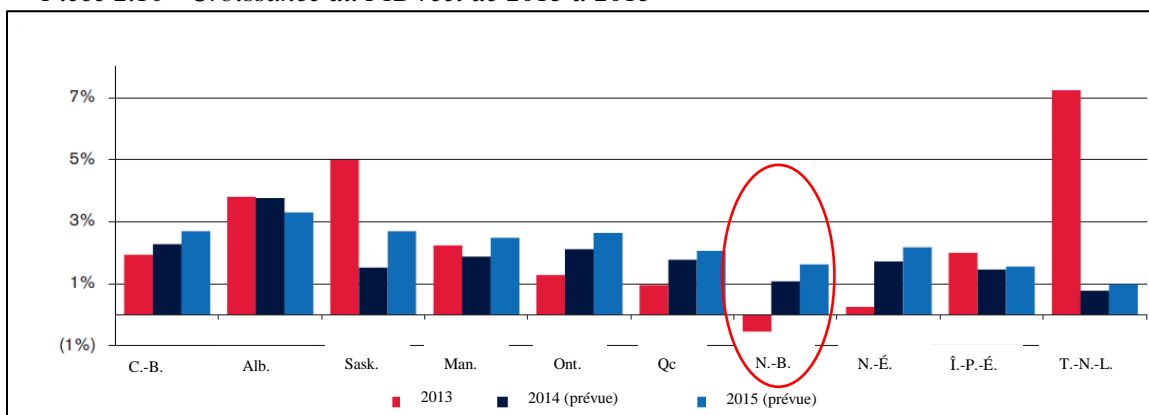


Source : Créé par le VGNB en utilisant de l'information de « *The Rebalancing Act: Managing Through Fiscal and Economic Adjustment*, » DBRS, décembre 2014 (non-audité)

Le ratio de la dette publique au PIB du Nouveau-Brunswick devrait atteindre 40,5 % pendant l'exercice 2015, soit le quatrième taux le plus élevé de toutes les provinces

- 2.49** Le ratio dette publique au PIB est l'un des principaux indicateurs quantitatifs pour mesurer le fardeau de la dette, puisqu'il permet de mesurer l'endettement par rapport à la capacité d'une province à assumer sa dette.
- 2.50** Au Nouveau-Brunswick, le ratio de la dette publique au PIB a augmenté pour la huitième année consécutive et atteindre 40,5 % au cours de l'exercice 2015. Cette augmentation fait du Nouveau-Brunswick la quatrième province canadienne la plus endettée. Comme le montrent les pièces 2.8 et 2.9, ce rapport est chaque année plus élevé que la moyenne de toutes les provinces, et ce, depuis l'exercice 2012.
- 2.51** Ce ratio a augmenté en partie en raison des déficits consécutifs de la province ainsi que de l'augmentation de sa dette nette. Le gouvernement doit donc émettre davantage de titres de créances pour couvrir ses déficits de trésorerie, et financer ses programmes et ses projets d'infrastructure.
- 2.52** Le ratio de la dette au PIB devrait continuer d'augmenter dans un proche avenir, jusqu'à ce que, selon les prévisions du gouvernement actuel, l'équilibre budgétaire revienne au cours de l'exercice 2018-2019.
- 2.53** La croissance du PIB fait partie des autres facteurs susceptibles d'influer de manière significative sur le ratio en question. En tant que point de repère, la croissance du PIB peut entraîner une baisse considérable du ratio dette au PIB. En d'autres termes, la croissance de l'économie d'une province pourrait améliorer la viabilité de sa dette.

Pièce 2.10 - Croissance du PIB réel de 2013 à 2015



Source : *The Rebalancing Act: Managing Through Fiscal and Economic Adjustment*, DBRS, décembre 2014 (non-audité)

La croissance du PIB réel du Nouveau-Brunswick, de 2013 à 2015, a chaque année été inférieure à la moyenne nationale

L'économie de la province devrait pas croître lentement dans un proche avenir

2.54 Le PIB réel du Canada a progressé de 2,5 % en 2014, en légère hausse par rapport à la croissance de 2 % observée en 2013.⁵ Encore une fois, les taux de croissance du PIB réel du Nouveau-Brunswick, au cours des dernières années, ont été constamment inférieurs aux moyennes nationales, comme le montre la pièce 2.10.

2.55 Malheureusement, l'économie de la province devrait croître lentement dans un proche avenir. La stagnation de l'économie et l'augmentation de la dette pourraient entraîner une nouvelle érosion du ratio de la dette au PIB du Nouveau-Brunswick. Étant donné que d'autres provinces ont des économies plus diversifiées et un plus grand potentiel de croissance de leur PIB, la situation du Nouveau-Brunswick pourrait se retrouver, à l'avenir, dans une position encore moins favorable par rapport à d'autres provinces. Cette situation pourrait entraîner une augmentation des coûts d'emprunt et donc dissuader encore plus les investisseurs d'acheter des obligations du Nouveau-Brunswick.

2.56 Selon les prévisions de DBRS, le niveau d'endettement du Nouveau-Brunswick devrait culminer autour de 41 % en 2015-2016, et est bien au-dessus des niveaux de moins de 30 % qui existaient avant la récession. Par conséquent, même si la province parvenait à mener à bien son programme de redressement budgétaire, celle-ci aurait, selon DBRS, peu de marge pour résister à une nouvelle érosion, compte tenu de la cote actuelle. Selon DBRS, [Traduction] « toute intensification du dérapage budgétaire entraînant une augmentation du ratio dette publique-PIB vers les 45 % serait source de préoccupation et pourrait exercer des pressions à la baisse sur la cote de crédit de la province ».⁶

⁵ Statistiques Canada, <http://www.statcan.gc.ca/daily-quotidien/150303/dq150303a-fra.htm>

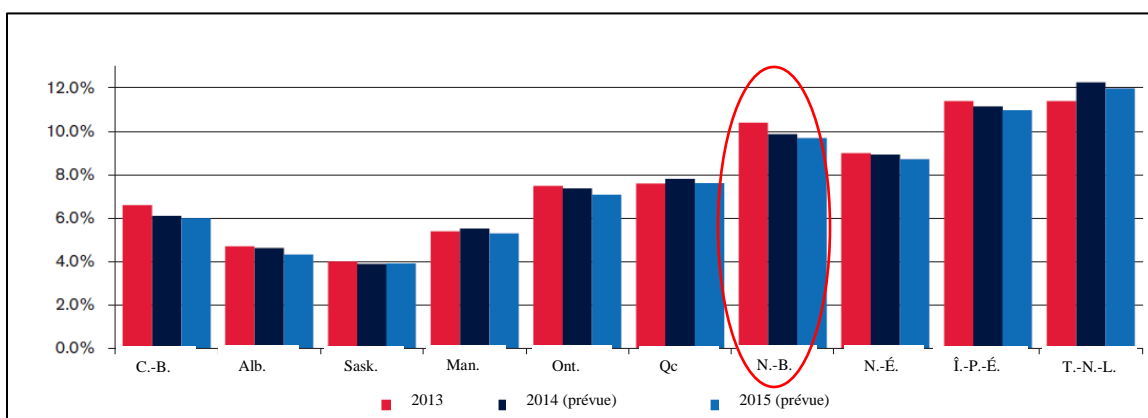
⁶ The Rebalancing Act: Managing Through Fiscal and Economic Adjustment, DBRS, décembre 2014

Le niveau de la dette publique du Nouveau-Brunswick devrait se maintenir au niveau d'autres provinces

2.57 Sans la possibilité d'améliorer considérablement le PIB, nous pensons qu'il faudrait davantage mettre l'accent sur le contrôle de la dette publique afin que celle-ci se maintienne au niveau d'autres provinces.

2.58 La faible tendance du PIB du Nouveau-Brunswick à croître, des taux de chômage élevés et une population vieillissante vont entraîner de nombreux défis envers l'augmentation des recettes fiscales et le contrôle des dépenses de santé et des programmes sociaux.

Pièce 2.11 - Taux de chômage par province



Source : *The Rebalancing Act: Managing Through Fiscal and Economic Adjustment*, DBRS, décembre 2014 (non-audité)

Au cours des dernières années, le marché du travail, au Nouveau-Brunswick, est resté faible

2.59 Au cours des dernières années, le marché du travail, au Nouveau-Brunswick, est resté faible. Comme le montre la pièce 2.11, le taux de chômage du N.-B. est parmi les plus élevés au Canada.

2.60 Cette tendance pourrait limiter la capacité de la province à générer davantage de recettes fiscales, à la fois à partir de l'impôt des particuliers et de l'impôt des sociétés.

Pièce 2.12 - Composition de la population, par âge et par juridiction (2014)

	<u>Canada</u>	<u>C.-B.</u>	<u>Alb.</u>	<u>Sask.</u>	<u>Man.</u>	<u>Ont.</u>	<u>Qc.</u>	<u>N.-B.</u>	<u>N.-É.</u>	<u>Î.-P.-É.</u>	<u>T.-N.-L.</u>
< 15 ans	16,1 %	14,6 %	18,3 %	18,9 %	18,7 %	16,0 %	15,4 %	14,6 %	14,1 %	15,9 %	14,4 %
> 64 ans	15,7 %	17,0 %	11,4 %	14,5 %	14,6 %	15,6 %	17,1 %	18,3 %	18,3 %	17,9 %	17,7 %
Personnes à charge	31,8 %	31,6 %	29,6 %	33,4 %	33,3 %	31,6 %	32,5 %	32,9 %	32,4 %	33,8 %	32,1 %
15 à 64 ans	68,2 %	68,4 %	70,4 %	66,6 %	66,7 %	68,4 %	67,5 %	67,1 %	67,6 %	66,2 %	67,9 %
Taux de dépendance	46,6 %	46,2 %	42,1 %	50,1 %	49,9 %	46,3 %	48,2 %	49,1 %	48,0 %	51,0 %	47,4 %
Âge médian	40,4	41,9	36,0	37,0	37,7	40,4	41,8	44,3	44,1	43,3	44,6

Source : *The Rebalancing Act: Managing Through Fiscal and Economic Adjustment*, DBRS, décembre 2014 (non-audité)

Le vieillissement de la population du Nouveau-Brunswick entraîne des défis fiscaux

2.61 L'âge de la population d'une région a une incidence très importante sur l'économie locale, car ce facteur joue un rôle dans la composition de la main-d'œuvre, la répartition des revenus et la demande de biens et de services. L'âge de la population a également une incidence notable sur la façon dont les gouvernements structurent leurs recettes et leurs dépenses. En particulier, le vieillissement de la population entraîne des défis croissants pour le gouvernement provincial, en raison de la pression qu'il exerce sur les programmes de soins de santé et sociaux ainsi qu'en raison de son incidence sur le renouvellement de la population active.

Le Nouveau-Brunswick a la deuxième population la plus âgée au Canada

2.62 Au Canada, le Nouveau-Brunswick a la population la plus âgée après Terre-Neuve-et-Labrador, avec un âge médian de 44,3 ans. Comme le montre la pièce 2.12, le pourcentage de personnes âgées de plus de 64 ans est plus élevé au N.-B. et en Nouvelle-Écosse que dans toute autre province. En outre, la croissance de la population du Nouveau-Brunswick est préoccupante. En effet, selon Statistique Canada, le Nouveau-Brunswick a enregistré une baisse de sa population de 0,3 % en 2014, alors que la population du Canada a augmenté de 1,1 % pendant la même période. Pour le Nouveau-Brunswick, la faiblesse de l'accroissement naturel de la population ainsi que l'émigration interprovinciale constituent de réels défis.

Conclusion

2.63 Selon les renseignements recueillis et les analyses effectuées, il n'y a pas de risque immédiat de défaut de paiement de la dette publique du Nouveau-Brunswick. Deux indicateurs importants associés à la dette (c'est-à-dire les charges d'intérêts par rapport aux recettes et le ratio de la dette au PIB) sont raisonnablement

comparables à ceux d'autres provinces au Canada. Les coûts du service de la dette publique ont été relativement stables en raison de la faiblesse des taux d'intérêt et des politiques de gestion de la dette à faible risque du Ministère.

- 2.64** La province pourrait cependant connaître un niveau d'endettement plus élevé à l'avenir compte tenu de la faible croissance économique⁷ du Nouveau-Brunswick, du potentiel pour des recettes en stagnation ou en diminution, et du vieillissement de la population.
- 2.65** Ce contexte ne permettra donc pas à la province de gérer une dette aussi élevée que dans les provinces possédant des perspectives de croissance à long terme plus importantes.
- 2.66** Il est possible, au Nouveau-Brunswick, que les indicateurs clés en matière de dette se situent en dehors d'une fourchette raisonnable par rapport à d'autres provinces. En l'occurrence, les investisseurs exigeraient des rendements plus élevés pour les obligations du Nouveau-Brunswick ou, dans le pire des cas, ceux-ci perdraient confiance en la capacité du gouvernement du Nouveau-Brunswick à rembourser sa dette.
- 2.67** La province doit par conséquent faire preuve de diligence dans la surveillance du niveau de la dette publique et prendre des mesures adaptées pour contrôler le taux de croissance de cette dette. Dans des circonstances semblables, certains gouvernements ont fait des choix difficiles. Par exemple, la dette par rapport au PIB de Sackatchewan et du Canada a atteint des niveaux préoccupants au milieu des années 1990. Leur gouvernements respectifs ont cependant pris des mesures telles que la réduction des dépenses, la cession d'actifs et la restructuration des politiques fiscales. Ces étapes ont mené à des améliorations à long terme dans leurs situations fiscales. D'autre part, la Grèce et la ville de Detroit n'ont pas pris les mesures appropriées et leurs expériences démontrent clairement les conséquences ultimes de l'inaction.

⁷ The Rebalancing Act: Managing Through Fiscal and Economic Adjustment, DBRS, décembre 2014

Les pratiques de gestion de la dette provinciale permettent-elles de limiter les risques importants?

2.68 Notre objectif d'audit était le suivant :

déterminer si le ministère des Finances gère la dette prudemment pour atténuer les risques associés à la dette publique.

2.69 Le Fonds monétaire international (FMI) et la Banque mondiale ont publié en 2001 les Directives pour la gestion de la dette publique. Ces directives ont été modifiées en 2003 et révisées en 2014. Les pays les utilisent largement en guise de référence pour améliorer leur gestion de la dette publique.

2.70 Les directives visent à assister les autorités dans la conception de réformes destinées à renforcer la qualité de leur gestion de la dette publique et à réduire la vulnérabilité de leur pays aux chocs financiers internationaux.

2.71 Nous avons pris connaissance de ces directives et utilisé les pratiques exemplaires pertinentes pour élaborer nos critères d'audit. Ces critères constituent le cadre pour le restant de cette partie du rapport.

Qu'est-ce que la gestion de la dette?

2.72 La gestion de la dette consiste à établir et à mettre en œuvre une stratégie de gestion de la dette publique afin de mobiliser le montant de financement voulu et atteindre ses objectifs de coût et de risque.⁸

Stratégie de gestion de la dette

2.73 Voici notre premier critère : *le Ministère devrait avoir une stratégie globale de gestion de la dette qui est approuvée et bien documentée.*

2.74 Une stratégie de gestion de la dette permet d'énoncer les objectifs et les plans d'un gouvernement pour la gestion de sa dette intérieure et extérieure. Cette stratégie doit comprendre ce qui suit⁹ :

- composition souhaitée du portefeuille de la dette publique;
- préférences du gouvernement en matière de coût et de risque;
- mettre fortement l'accent sur la gestion du risque à la base du portefeuille de dette;

⁸ Directives pour la gestion de la dette publique, préparées par le personnel du Fonds monétaire international et de la Banque mondiale, décembre 2003

⁹ Idem

- variations éventuelles du coût du service de la dette et l'impact sur le budget et le niveau d'endettement public.

2.75 La dette émise sur le marché intérieur avec échéance de dix ans ou plus est présentement favorisée. Le plan d'emprunt actuel du Ministère est de profiter de la faiblesse historique des taux d'intérêt et réduire les risques futurs de refinancement de la dette arrivant à échéance.

2.76 L'un des objectifs du Ministère en matière de gestion de la dette est la certitude budgétaire avec peu de volatilité quant aux coûts du service de la dette publique. Cet objectif est cohérent avec l'approche à faible risque du Ministère.

Le Ministère n'a pas de stratégie globale de gestion de la dette

2.77 Le Ministère n'a actuellement pas de stratégie globale de gestion de la dette, même s'il adopte une pratique de gestion de la dette non complexe et relativement peu risquée, telle que l'émission de débentures à taux fixe à long terme.

2.78 Les décisions liées à la gestion de la dette doivent tenir compte de nombreux facteurs comme les coûts de la dette, les risques budgétaires, le refinancement de la dette et l'incidence du marché. Sans stratégie globale de gestion de la dette, il est difficile de trouver un équilibre entre ces facteurs ainsi que d'évaluer le compromis entre le coût et le risque des différentes méthodes d'emprunt.

2.79 Définir les objectifs des pratiques de gestion de la dette constitue une des fonctions importantes d'une stratégie de gestion de la dette. Par exemple, à l'intérieur d'une certaine tolérance aux risques, que nous aborderons plus loin dans ce chapitre, une stratégie bien développée de gestion de la dette permettrait au gouvernement d'évaluer les coûts et les risques de différentes structures de dette, tels que des taux variables ou fixes, ou des obligations à court, moyen, ou long terme. Ceci assurerait un portefeuille de la dette judicieusement équilibré, qui est important pour la stabilité fiscale de la province. Une stratégie de gestion de la dette assurerait aussi que des pratiques de gestion de la dette à long terme cohérentes soient adoptées au Nouveau-Brunswick.

Recommandation

2.80 Nous recommandons que le Ministère élabore une stratégie globale de gestion de la dette et la fasse approuver par le Cabinet.

Gestion des risques

- 2.81** Notre deuxième critère était: *le Ministère devrait clairement établir sa tolérance au risque.*
- 2.82** Notre troisième critère était: *le Ministère devrait soigneusement suivre et évaluer les risques inhérents à la structure de la dette de la province. Ces risques doivent être atténués dans toute la mesure du possible en modifiant la structure de la dette et en tenant compte des coûts correspondants.*
- 2.83** La mise en place d'une stratégie de gestion de la dette appropriée dépend de la tolérance du gouvernement au risque. Déterminer la **tolérance au risque** constitue donc un élément important de la gestion de la dette publique.
- 2.84** Le FMI définit la **tolérance au risque** comme le « degré de risque que les autorités sont prêtes à tolérer ». ¹⁰ La tolérance au risque peut évoluer au fil du temps en fonction de la taille du portefeuille de la dette publique ainsi que de la vulnérabilité du gouvernement aux conditions économiques et financières difficiles.
- 2.85** Afin de pouvoir déterminer sa **tolérance au risque**, un gouvernement devrait ¹¹ :
- établir et comprendre la nature des risques auxquels il fait face, puis évaluer sa sensibilité à l'évolution des conditions des marchés financiers;
 - déterminer la tolérance aux risques établis;
 - déterminer les mécanismes nécessaires à la mise en œuvre des décisions stratégiques;
 - créer et mettre en œuvre les processus nécessaires pour mener à bien le programme de gestion des risques.
- 2.86** Nous avons examiné le cadre des risques financiers du Ministère. Cet examen a permis de relever un certain nombre de risques financiers, de risques d'atteinte à la réputation et de risques budgétaires. Ces risques ont été bien décrits et documentés.

¹⁰ Directives pour la gestion de la dette publique, préparées par le personnel du Fonds monétaire international et de la Banque mondiale, décembre 2003

¹¹ Idem

2.87 Des objectifs ont été fixés pour limiter certains risques, par exemple :

[Traduction] *limiter les risques aux taux d'intérêt en limitant la dette à taux variable à 20 % de la dette émise à des fins provinciales et limiter le risque de change à 10 % du portefeuille total.*¹²

2.88 Définir ces cibles aide le Ministère à atteindre un de ses plus importants objectifs : gérer la volatilité du service de la dette afin que le gouvernement puisse atteindre son objectif en matière de certitude budgétaire.

2.89 Le Ministère surveille régulièrement ces objectifs pour veiller au respect des limites.

La tolérance au risque de la province n'a pas été établie

2.90 Ce cadre, cependant, ne permet pas de déterminer la **tolérance au risque** de la province quant à une variation acceptable du budget du service de la dette publique, découlant des fluctuations des marchés financiers, par exemple des changements liés aux taux d'intérêt.

2.91 Sans une **tolérance quantifiée au risque**, il est difficile d'établir des objectifs de gestion de la dette à long et à court terme. Il serait également impossible de mesurer si les objectifs ont été atteints.

Le comité de gestion des risques actuel a des rôles antagonistes

2.92 Nous avons de plus remarqué que le cadre a été approuvé par le Comité de gestion des risques, qui se compose d'employés de la Division de la trésorerie du ministère des Finances. Cette division est également chargée de la mise en œuvre du cadre.

2.93 Nous croyons qu'il n'est pas souhaitable que le cadre soit approuvé par un comité qui est également chargé de mettre en œuvre la politique; cette situation ne constitue d'ailleurs pas une pratique exemplaire en matière de gestion de la dette publique. Par exemple, en Colombie-Britannique, c'est un comité des risques qui se charge de surveiller le portefeuille de la dette. L'objectif principal de ce comité est d'établir des politiques de risque et des paramètres permettant d'équilibrer les coûts et les risques selon des normes de contrôle acceptables. Le comité des risques est composé du sous-ministre des Finances, du sous-

¹² Politique d'emprunt à long terme n° 2015-05-11 LTB, Division de la trésorerie, ministère des Finances

ministre de l'Environnement, du sous-ministre adjoint, du Trésor provincial ainsi que de membres des milieux financier et universitaire.¹³

- Recommandations**
- 2.94** Nous recommandons que le Ministère établisse la tolérance au risque de la province quant à une variation acceptable du budget du service de la dette publique, compte tenu des fluctuations des marchés financiers.
- 2.95** Nous recommandons que le Ministère crée un comité des risques, indépendant de la Division de la trésorerie et de la dette, chargé d'examiner et d'approuver toutes les politiques liées à la gestion des risques.
- Analyse de sensibilité**
- 2.96** Notre quatrième critère était : *le Ministère devrait effectuer une analyse de sensibilité en fonction de la volatilité des taux d'intérêt et d'autres conditions du marché.*
- 2.97** À certains moments, comme à l'émission et au renouvellement d'obligations, la variabilité des marchés financiers entraîne un changement du coût des fonds pour la province et donc des écarts potentiels des prévisions budgétaires liées au service de la dette publique. Il est important de très bien comprendre, grâce à une analyse rigoureuse fondée sur la volatilité du marché, les conséquences de tels changements.
- 2.98** Les analyses de sensibilité concernent en général les taux d'intérêt et les taux de change.
- 2.99** Le Ministère effectue actuellement chaque année une **analyse de sensibilité** pour les taux d'intérêt. Il calcule l'incidence d'une augmentation de 1 % des taux d'intérêt à long terme sur les coûts du service de la dette publique et les gains du fonds d'amortissement.
- 2.100** Le Ministère ne procède pas à une **analyse de sensibilité** des variations des taux de change, puisque son portefeuille ne contient pas actuellement de titres non couverts en devises étrangères.

¹³ www.fin.gov.bc.ca/PT/riskcomm.htm

- Le Ministère a effectué une analyse de sensibilité*** **2.101** Nous avons conclu que le Ministère a effectué une **analyse de sensibilité** en fonction de la volatilité des taux d'intérêt.
- Test de résistance au stress du portefeuille de la dette*** **2.102** Notre cinquième critère était : *pour évaluer les risques, le Ministère devrait régulièrement effectuer un test de résistance pour son portefeuille de dette, en fonction des chocs économiques et financiers auxquels la province est potentiellement exposée.*
- Test de résistance au stress : définition*** **2.103** Un **test de résistance au stress** est un type d'analyse effectué en fonction de scénarios économiques extrêmement défavorables, dans le but de déterminer si les capitaux d'une organisation sont suffisants pour supporter les conséquences de ces scénarios.¹⁴
- 2.104** Les **tests de résistance au stress** ciblent certains risques, comme le risque de crédit, le risque de marché et le risque de liquidité, afin de comprendre ce que pourrait être la santé financière de la province dans les situations de crise. Les résultats des **tests de résistance au stress** dépendent des hypothèses formulées pour divers scénarios économiques, que le FMI décrit comme étant « improbables, mais plausibles ».¹⁵
- 2.105** Ce type d'évaluation est souvent réalisé à l'aide de modèles financiers allant de simples scénarios à des modèles plus complexes faisant appel à des techniques statistiques et de simulation sophistiquées.
- 2.106** Pendant la création de telles évaluations, les gestionnaires de la dette doivent tenir compte du risque que le gouvernement ne sera pas en mesure de refinancer sa dette et sera donc contraint de se retrouver en défaut de paiement. Les coûts à long terme sont donc beaucoup plus importants que les simples incidences sur le budget.
- 2.107** « En général, les modèles utilisés devraient permettre aux gestionnaires de la dette publique d'effectuer les types d'analyse de risques suivants:

¹⁴ Directives pour la gestion de la dette publique, préparées par le personnel du Fonds monétaire international et de la Banque mondiale, décembre 2003

¹⁵ How did Markets React to Stress Tests, document de travail de FMI, avril 2015

- Projeter les coûts futurs du service de la dette sur un horizon à moyen et à long terme, sur la base des hypothèses relatives aux facteurs influant sur la capacité à assurer le service de la dette, tels que : besoins de financement nouveaux, hypothèses concernant les taux d'intérêt et de change futurs;
- Établir un « profil de la dette » composé des indicateurs des principaux risques pour le portefeuille de dette existant et celui projeté sur l'horizon projeté;
- Calculer le risque des coûts futurs du service de la dette, tant financier que réel, en synthétisant les résultats de **tests de résistance au stress** formulés sur la base des chocs économiques et financiers auxquels le gouvernement et la province de façon plus générale sont susceptibles d'être exposés. Les risques sont en général mesurés, dans le cadre des scénarios de risque, comme la hausse potentielle des coûts du service de la dette par rapport au coût attendu;
- Résumer les coûts et les risques des autres stratégies possibles de gestion du portefeuille de la dette publique afin de fournir une base de réflexion à la prise de décision concernant les choix de financement futurs. »¹⁶

Le Ministère n'effectue pas de tests complets de résistance au stress

2.108 Nous avons déterminé que le Ministère n'a pas soumis le portefeuille de sa dette à un **test complet de résistance au stress**. L'actuel portefeuille de la dette provinciale est relativement peu risqué et ne contient pas de produits financiers complexes. Un **test complet de résistance au stress** aiderait cependant le Ministère à :

- mieux comprendre la concentration de certains risques au sein du portefeuille de la dette;
- déterminer les types de titres associés à des risques potentiels plus importants;
- relever les facteurs susceptibles d'avoir les effets les plus défavorables sur certains portefeuilles;
- créer une feuille de route pour gérer les risques lors d'imprévus.

¹⁶ Directives pour la gestion de la dette publique, préparées par le personnel du Fonds monétaire international et de la Banque mondiale, décembre 2003

- Recommandation** 2.109 **Nous recommandons que le Ministère effectue régulièrement un test complet de résistance au stress pour son portefeuille de dette, en fonction des chocs économiques et financiers auxquels la province est potentiellement exposée.**
- Pouvoirs liés aux opérations de la dette** 2.110 Notre sixième critère était: *le Ministère devrait établir clairement qui a le pouvoir d'emprunter et d'émettre de nouveaux titres, d'investir ainsi que d'entreprendre des opérations au nom du gouvernement.*
- 2.111 L'existence de bonnes pratiques de gouvernance constitue un élément important de la gestion de la dette, compte tenu de l'importance des portefeuilles de la dette provinciale.
- 2.112 En outre, les investisseurs et les organismes tiers concernés doivent avoir l'assurance que les gestionnaires de la dette sont légalement autorisés à représenter le gouvernement, et que le gouvernement appuie les opérations réalisées par ses gestionnaires de la dette.
- 2.113 Le pouvoir d'émettre de nouveaux titres de créances constitue une caractéristique importante du cadre juridique, qui est en général stipulé sous forme d'une loi autorisant l'emprunt à hauteur d'un montant fixé ou d'un plafond d'endettement.
- 2.114 La *Loi sur les emprunts de la province* permet au ministre des Finances d'emprunter à court et à long terme. Lorsque les emprunts sont préparés pour chaque émission d'obligations, le ministre en approuve les modalités (taux, échéances, etc.), à condition que ces modalités respectent les lignes directrices générales que le Cabinet a approuvées. Une trousse d'information est ensuite transmise au Cabinet pour informer ses membres des détails de l'emprunt à l'intérieur de 30 jours.
- 2.115 La *Loi sur les emprunts* de l'année en cours confère le pouvoir de contracter de nouveaux emprunts. Chaque loi permet d'approuver un certain nombre de nouveaux emprunts. Si la totalité du montant n'est pas immédiatement empruntée, le solde est reporté jusqu'à ce qu'on en ait besoin.
- 2.116 Nous avons constaté que le Ministère suit les lois en vigueur et s'assure d'obtenir les autorisations nécessaires avant d'effectuer des opérations.
- Le cadre législatif lié à la gestion de la dette est sain** 2.117 Nous avons conclu que le cadre législatif lié à la gestion de la dette est sain. Le Ministère s'assure d'avoir les autorisations nécessaires avant de réaliser des opérations.

- Produits de titres permis** 2.118 Notre septième critère était : *le Ministère devrait clairement définir, dans sa politique, les titres de créances permis et non permis.*
- 2.119 Nous avons pris connaissance de la Déclaration des politiques et des objectifs de placement pour le fonds d'amortissement général de la province. Cette déclaration indique clairement les actifs admissibles et les exigences en matière de diversification.
- Les politiques du Ministère ne précisent pas les titres que la province peut émettre* 2.120 En ce qui concerne les emprunts, les politiques ne précisent pas clairement les produits autorisés et les produits interdits.
- 2.121 Les instruments simples sont les plus couramment utilisés, comme les swaps de devises, les swaps de taux d'intérêt et les contrats de change à terme. Les produits complexes sont évités.
- 2.122 En l'absence d'indications claires sur les produits autorisés, il est risqué qu'une personne procède à une opération financière qui n'est pas conforme à la stratégie de faible risque du Ministère.
- Recommandation** 2.123 **Nous recommandons que le Ministère indique clairement, dans ses politiques d'emprunt, les produits de titres que la province peut ou non émettre.**
- Limites d'opérations à l'intention du personnel du Ministère** 2.124 Notre huitième critère était : *le Ministère devrait établir, pour chaque membre du personnel participant à des activités de gestion de la dette, des limites relatives aux opérations ainsi que les pouvoirs.*
- Des limites relatives aux opérations (en dollars) n'ont pas été établies pour chaque membre du personnel* 2.125 Comme nous l'avons indiqué précédemment, la Division de la trésorerie agit dans le cadre des paramètres des *lois sur les emprunts* annuels et de la *Loi sur les emprunts de la province*.
- 2.126 Un nombre restreint de membres du personnel de la Division de la trésorerie participe aux activités de gestion de la dette. Les opérations doivent être approuvées avant de pouvoir être réalisées. Il est peu probable que les opérations non autorisées soient traitées.
- 2.127 Il n'existe cependant pas de sous-limites pour les membres du personnel de la Division participant aux activités de gestion de la dette.
- 2.128 Fonctionner dans le cadre des lois en vigueur, mais sans sous-limites, procure essentiellement à tous les membres du personnel les mêmes limites et les mêmes pouvoirs conférés au ministre.

Sans l'existence de sous-limites pour chaque membre du personnel, il se peut que ces derniers prennent des risques indus ou réalisent des opérations contraires à la stratégie globale de gestion de la dette.

Recommandation 2.129 Nous recommandons que le Ministère précise, dans sa politique, les limites et les pouvoirs pour chaque catégorie de personnel autorisée à mener des opérations d'emprunt et de placement.

Transparence dans la gestion de la dette 2.130 Notre neuvième critère était : *le Ministère devrait régulièrement rendre publics les objectifs, lignes directrices et stratégies de gestion de la dette du gouvernement, ainsi que les besoins et les objectifs financiers à moyen terme, en ce qui concerne la composition de la dette, l'échéance moyenne et d'autres indicateurs.*

2.131 Les arguments pour la transparence quant à la gestion de la dette sont fondés sur deux prémisses principales¹⁷ :

- l'efficacité en la matière est susceptible d'être renforcée si le public a connaissance des instruments et des objectifs de la politique et si pour atteindre ces derniers les autorités font preuve d'une détermination crédible;
- la transparence peut améliorer la qualité de la gestion publique, du fait de l'obligation accrue de rendre compte imposée aux institutions publiques participant à la gestion de la dette.

2.132 Le gouvernement du Canada publie une stratégie de gestion de la dette qui énonce ses objectifs, sa stratégie et ses plans au chapitre de la gestion de ses emprunts sur les marchés intérieur et extérieur, de ses autres passifs financiers et de ses actifs connexes.

2.133 L'Office ontarien de financement, qui gère la dette de la province de l'Ontario, publie sur son site Web le programme d'emprunt pour les années à venir ainsi que les perspectives du programme d'emprunt à moyen terme.

2.134 Le gouvernement de la Colombie-Britannique a présenté, dans son budget 2014, sa stratégie de gestion de la dette

¹⁷ Directives pour la gestion de la dette publique, préparées par le personnel du Fonds monétaire international et de la Banque mondiale, décembre 2003

accompagnée d'objectifs stratégiques.

Les objectifs du Ministère liés à la gestion de la dette ne sont pas rendus publics

- 2.135** Le Ministère publie chaque année, dans le Volume I des comptes publics, des indicateurs de la santé financière, dont le ratio de la dette nette au PIB ainsi que le coût du service de la dette publique par rapport aux recettes totales.
- 2.136** Les politiques du Ministère définissent les objectifs de gestion de la dette. Nous croyons que le Ministère est en mesure de prévoir les besoins et les objectifs de financement à moyen terme, en ce qui concerne la composition de la dette, l'échéance moyenne et d'autres indicateurs.
- 2.137** Les objectifs du Ministère liés à la gestion de la dette ne sont pas rendus publics. En outre, aucune donnée prévisionnelle concernant le rendement du portefeuille de la dette n'est rendue publique.
- 2.138** Sans transparence, il est difficile, pour les législateurs et le public, d'évaluer l'efficacité des activités de gestion de la dette du Ministère et de tenir cette entité responsable de ce travail.

Recommandation

- 2.139** **Nous recommandons que le Ministère rende publics les objectifs, lignes directrices et stratégies de gestion de la dette du gouvernement, ainsi que les besoins et les objectifs financiers à moyen terme, en ce qui concerne la composition de la dette, l'échéance moyenne et d'autres indicateurs.**

Rapport public sur le portefeuille de la dette

- 2.140** Notre dixième critère était : *le Ministère devrait informer le public des rendements passé, actuel et prévu du portefeuille de la dette publique, y compris le coût de la dette.*
- 2.141** Les marchés financiers réagissent promptement aux nouvelles et aux événements et au sein des marchés les plus efficaces, les participants réagissent à l'information. Les acteurs du marché tentent toujours de reconstituer par déduction les renseignements non publiés. La plupart des gestionnaires de dette publient donc régulièrement les programmes des emprunts nationaux projetés.

Aucune donnée prévisionnelle concernant le rendement du portefeuille de la dette n'est rendue publique

- 2.142** Le Ministère publie, dans le Volume I des comptes publics, le rendement passé et actuel du portefeuille de la dette provinciale, ainsi que le coût de la dette.
- 2.143** Il ne donne cependant aucune information sur le rendement prévu du portefeuille de la dette provinciale. Cela permettrait d'améliorer la transparence et de favoriser une plus grande responsabilisation quant à la gestion de la dette publique.
- 2.144** Dans le chapitre VI des Perspectives économiques et revue financière annuelles de l'Ontario, le gouvernement de cette

province publie son plan d'emprunt annuel, ses perspectives d'emprunt à moyen terme, les niveaux d'endettement prévus ainsi que les ratios de la dette au PIB pour les trois prochains exercices.

Recommandation 2.145 Nous recommandons que le Ministère informe le public des prévisions de rendement du portefeuille de la dette de la province, dont le coût de la dette.

Rendre compte des nouvelles questions liées au niveau d'endettement 2.146 Notre onzième critère était : *le Ministère devrait régulièrement informer le gouvernement, en temps utile, des nouvelles questions liées à la viabilité de la dette.*

2.147 Plus la dette publique est élevée, plus il est probable que la politique budgétaire et la dette publique ne soient pas viables. Cela tient au fait que, toutes choses étant égales par ailleurs, une dette plus élevée nécessite un excédent également plus élevé pour la soutenir.

2.148 Bien qu'il incombe à l'autorité budgétaire de veiller à la prudence du niveau d'endettement, à savoir le gouvernement du Nouveau-Brunswick, les analyses des coûts et des risques du portefeuille de la dette que réalisent les gestionnaires de la dette peuvent contenir des renseignements utiles.

2.149 En outre, les gestionnaires de la dette jouent un rôle important quant à la composition de la dette, à travers leurs activités d'emprunt sur les marchés financiers pour le compte du gouvernement. Ces gestionnaires sont alors en contact direct avec les acteurs du marché. En observant le comportement des investisseurs sur les marchés primaires et secondaires, ainsi qu'en discutant avec les acteurs du marché, les gestionnaires de la dette peuvent obtenir des indications utiles quant à la volonté des investisseurs de détenir cette dette.

Des canaux de communication adéquats existent pour informer le gouvernement, en temps utile, de toute nouvelle préoccupation liée au niveau d'endettement

2.150 Nous avons constaté que la Division de la trésorerie et de la dette communique régulièrement avec le groupe chargé du budget en ce qui concerne les nouveaux besoins de financement ainsi que les rentrées et les sorties de fonds importantes inattendues.

2.151 Le sous-ministre adjoint responsable de la Division de la trésorerie et de la dette fait partie du groupe des cadres supérieurs du Ministère; par conséquent, des canaux de communication adéquats existent pour informer le gouvernement, en temps utile, de toute nouvelle préoccupation liée au niveau d'endettement.

Conclusion

2.152 Le Ministère adopte une pratique de gestion de la dette non complexe et relativement peu risquée. Il n'a cependant pas de stratégie globale de gestion de la dette approuvée et bien documentée.

2.153 Le Ministère peut en outre apporter des améliorations dans certains domaines, comme la gestion des risques, les opérations et les rapports publics, afin d'atténuer les risques potentiels liés à la dette publique.

Annexe I : La ville de Detroit s'est placée sous la protection de la loi sur les faillites en 2013

[Traduction]

La ville de Detroit, qui pendant des années a payé ses factures avec de l'argent emprunté, est la plus grande ville dans l'histoire des États-Unis à se placer sous la protection de la loi sur les faillites. Voici comment cette ville s'est enfoncée dans un gouffre financier et pourquoi elle connaît tant de problèmes.

QUE S'EST-IL PASSÉ?

Pendant des décennies, Detroit a payé ses factures avec de l'argent emprunté tout en ayant du mal à offrir à ses habitants les services de base. Alors qu'elle s'apprêtait à entrer en défaut de paiement pour une bonne partie de sa dette de plus de 14 milliards de dollars, elle bénéficie désormais d'une seconde chance grâce à une restructuration de sa faillite pilotée par les tribunaux. Le déficit budgétaire de Detroit, pour cette année seulement, est estimé à 380 millions de dollars et Kevyn Orr, le gestionnaire des mesures d'urgence nommé par l'État, a choisi la faillite plutôt que de détourner l'argent de la police, des pompiers et d'autres services afin de rembourser la dette. Cette stratégie permet de conserver les fonds afin que la ville puisse fonctionner, mais elle va détruire l'image de Detroit pendant des années. De plus, les créanciers ne touchent que quelques sous pour chaque dollar, et la stratégie en question met en danger les prestations de retraite de milliers de retraités de la ville.

POURQUOI CELA S'EST-IL PRODUIT?

Il a fallu des décennies de déclin pour mettre à genoux le géant industriel d'autrefois qui fournissait des voitures au monde entier. La ville avait atteint 1,8 million d'habitants dans les années 1950, grâce à un marché du travail florissant et de bons salaires pour construire des voitures qui se vendaient dans le monde entier. Comme beaucoup de villes américaines, cependant, la chute de Detroit a commencé à la fin de cette même décennie, pendant la construction des banlieues. Vinrent ensuite les émeutes de 1967, qui accélèrent le déplacement des blancs vers les villes situées au nord d'Eight Mile Road, considéré comme la ligne de démarcation raciale de la région. Parallèlement, les constructeurs d'automobiles commencèrent à ouvrir des usines dans d'autres villes, et l'augmentation des voitures importées du Japon mena à la réduction de la taille de l'industrie automobile américaine. Les prix de l'immobilier et les recettes fiscales ont chuté, la police ne pouvait pas contrôler un taux de meurtres qui ne cessait d'augmenter, et beaucoup de noirs appartenant à la classe moyenne ont fui la ville pour aller dans les banlieues plus sûres qui possédaient de meilleures écoles. En 2009, l'industrie automobile s'est effondrée, ainsi que toute l'économie, finissant par entraîner la ville dans un gouffre financier. La corruption du gouvernement dirigé par l'ancien maire, Kwame Kilpatrick, n'a fait qu'empirer les choses. Alors que l'exode se poursuivait, la population de Detroit est passée sous le million d'habitants (recensement de 2000).

Source : *Detroit and Bankruptcy: How A Once-Great American City Endured Decades of Decay*, de Tom Krisher et Dee-Ann Durbin, le *Huffington Post*, 17 septembre 2013
http://www.huffingtonpost.com/2013/07/18/detroit-and-bankruptcy-decay-how-went-bankrupt-why_n_3620004.html

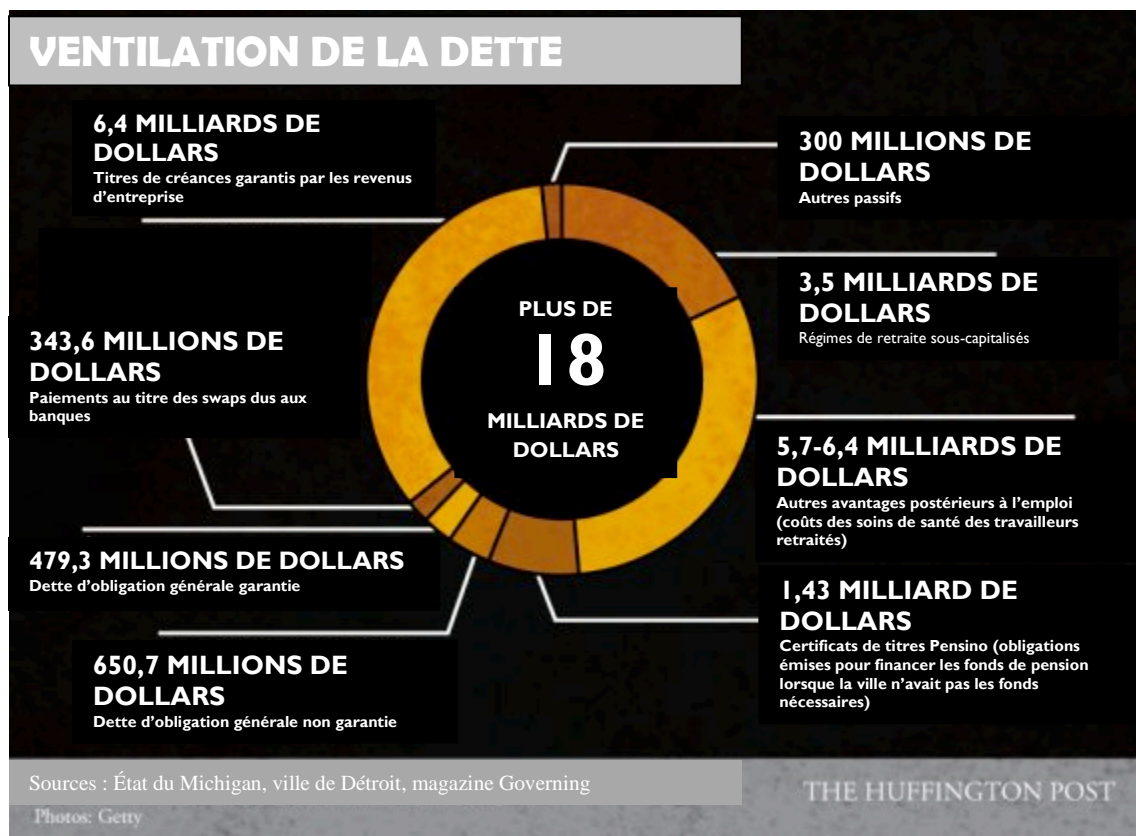
Annexe I : La ville de Detroit s'est placée sous la protection de la loi sur les faillites en 2013 (suite)

[Traduction]

Quelle est exactement la dette de Detroit?

La Ville de Detroit estime qu'elle a une dette à court et à long terme de plus de 18 milliards de dollars, même qu'il pourrait s'agir ici d'une estimation modérée. La ville consacre actuellement 38 sous pour chaque dollar à la dette qu'elle a reçue en héritage, ou aux soins de santé des retraités, aux régimes de retraite et à d'autres coûts. Il s'agit de sommes qui ne peuvent donc pas être dépensées et dont les gens et les entreprises ont cruellement besoin, comme les pompiers, les policiers, l'entretien des parcs, le ramassage des ordures et l'éclairage des rues.

L'image ci-dessous propose une ventilation visuelle de la dette de Detroit.



Source : *The Only Detroit Bankruptcy Explainer You'll Need*, par Ashley Woods, *Huffington Post*, 24 juillet 2013 (non-audité)

http://www.huffingtonpost.com/2013/07/24/detroit-bankruptcy-chapter-9_n_3640734.html

Annexe II : Crise de la dette grecque – comment l'économie grecque est-elle devenue à ce point désastreuse?

Source : Dan Roberts, 6 mai 2010, tiré du Guardian

[Traduction]

À l'instar de nombreux pays, le gouvernement grec dépend de l'argent qu'il emprunte pour équilibrer son budget. La récession a compliqué cette façon de faire, car les recettes fiscales baissent à mesure que les prestations sociales augmentent. De plus, en Grèce, l'évasion fiscale est monnaie courante, et les retraites sont particulièrement généreuses. Soyons justes cependant : la plupart des grands pays développés ont actuellement recours aux dépenses publiques pour amortir le choc de la récession mondiale.

Les investisseurs ont malheureusement perdu confiance dans la capacité du gouvernement grec à maintenir un tel équilibre, exigeant ainsi des taux d'intérêt toujours plus élevés afin de compenser le risque de ne pas récupérer leur argent. Plus les coûts d'emprunt sont élevés, plus il est difficile pour l'économie grecque de s'en sortir.

Les choses ont commencé à échapper à tout contrôle lorsque les agences de notation ont classé la dette grecque dans la catégorie des « investissements spéculatifs », entraînant une telle augmentation des coûts d'emprunt que le pays a vu ses facilités de découvert internationales disparaître en un rien de temps. Craignant la faillite, la Grèce a dû se tourner vers l'Union européenne et le Fonds monétaire international (FMI) – prêteur de dernier recours – pour obtenir un prêt de remplacement de jusqu'à 120 milliards d'euros.

Cependant, en raison de l'opposition du gouvernement allemand et de l'orthodoxie du FMI à Washington, ce plan de sauvetage est assorti de conditions, c'est-à-dire un ensemble pénible de compressions dans le secteur public visant à rassurer les investisseurs internationaux que le gouvernement grec peut redevenir solvable.

L'ennui, c'est que la réaction traditionnelle du marché est compliquée par l'adhésion de la Grèce au club de la monnaie unique, c'est-à-dire l'euro. Cela signifie que le pays ne peut pas stimuler sa croissance en dévaluant sa monnaie, et qu'il n'est pas non plus en mesure de réduire encore plus ses taux d'intérêt, ce qui aiderait, car ces mesures relèvent de la Banque centrale européenne, à Francfort. Il est presque certain, cependant, que les compressions imposées au secteur public aggravent la récession du pays, en réduisant les recettes fiscales et en rendant encore plus difficile le remboursement de la dette à l'avenir.

Beaucoup d'investisseurs craignent que le seul moyen, pour la Grèce, de se sortir de ce cercle vicieux, est de se mettre en défaut de paiement et de faire cavalier seul, avec le risque de voir une telle situation se propager dans les autres pays européens qui sont endettés et de mettre l'euro en danger. Entre-temps, beaucoup de Grecs craignent que la politique du FMI ne fasse que prolonger l'agonie – et conduise le pays au bord de l'effondrement politique et économique.

<http://www.theguardian.com/world/2010/may/06/greek-debt-crisis-economy>

Annexe III : Définitions

Analyse de sensibilité : technique utilisée pour déterminer l'incidence des différentes valeurs d'une variable indépendante sur une variable dépendante particulière, dans un ensemble d'hypothèses données. Cette technique est utilisée avec certaines limites selon une ou plusieurs variables d'entrée, par exemple les conséquences sur le cours d'une obligation d'un changement de taux d'intérêt.

Gestion de la dette : la gestion de la dette consiste à établir et à mettre en œuvre une stratégie de gestion de la dette publique afin de mobiliser le montant de financement voulu et atteindre ses objectifs de coût et de risque.

Test de résistance au stress : un test de résistance au stress est un type d'analyse effectué en fonction de scénarios économiques extrêmement défavorables, dans le but de déterminer si les capitaux d'une organisation sont suffisants pour supporter les conséquences de ces scénarios.

Tolérance au risque : la tolérance au risque qu'un gouvernement est prêt à assumer peut évoluer au fil du temps en fonction de la taille du portefeuille de la dette publique ainsi que de sa vulnérabilité aux conditions économiques et financières difficiles.

Tolérance au risque quantifiée : tolérance au risque se rapportant à une variation acceptable du budget, compte tenu des fluctuations des marchés financiers comme les changements liés aux taux d'intérêt.