

## Les améliorations récentes apportées à la gestion des réserves de change du Canada

Mervin Merkowsky et Eric Wolfe, département de la Gestion financière et des Opérations bancaires

- Les réserves de change du Canada sont en progression constante depuis la crise financière de 2007-2009.
- Cette croissance s'est accompagnée d'améliorations aux aspects de la gestion des réserves liés à la structure de gouvernance, à la gestion de portefeuille ainsi qu'à la mesure et la gestion du risque.
- Le présent article décrit brièvement ces améliorations, les motifs qui ont conduit à leur mise en œuvre et certains des enseignements qui ont été tirés en cours de route.

Ces dernières années, les réserves de change du Canada ont augmenté à un rythme régulier. Parallèlement à cette croissance, le cadre régissant la gestion des avoirs de change a été amélioré, car même si, par comparaison avec la plupart des autres portefeuilles de réserves de change, la liste des actifs à revenu fixe admissibles et les critères de qualité du crédit retenus sont prudents, il n'en demeure pas moins nécessaire de disposer d'un cadre décisionnel clairement défini.

Bien que la gestion des réserves de change du Canada s'inscrive dans un cadre transparent bien structuré de tolérance au risque, celui-ci était cependant silencieux sur la question des préférences en matière de placement et de risque. Autrement dit, il ne comportait pas d'indice de référence ajusté pour le risque. Le portefeuille de réserves de change était ainsi structuré à la lumière des discussions sur les actifs « à éviter », tandis que les gestionnaires de portefeuille disposaient dans les faits de peu d'éléments d'information susceptibles de les éclairer sur les actifs « à privilégier ». Il en résultait un portefeuille construit dans une large mesure selon les préférences révélées des comités de gouvernance : même si ces derniers examinaient régulièrement *ex post* le portefeuille de réserves de change, peu d'indications en matière de placement étaient fournies *ex ante*.

En 2011, il est ressorti d'un examen interne et externe que des améliorations à la gouvernance, à la gestion de portefeuille ainsi qu'à la mesure et à la gestion des risques étaient non seulement possibles, mais souhaitables. C'est ainsi que durant les quatre dernières années, le ministère des Finances du Canada et la

Banque du Canada se sont consacrés à un plan de travail visant à corriger les lacunes relevées lors de cet examen (Canada, ministère des Finances, 2012a).

Après avoir passé en revue les principes fondamentaux de la gestion des réserves de change au Canada, nous décrivons l'expérience de la crise financière mondiale de 2007-2009 et son influence sur l'examen des méthodes de gestion de portefeuille. Nous nous attarderons ensuite aux résultats de cet examen. Enfin, quelques enseignements dont les gestionnaires de portefeuilles de réserves de change d'autres pays pourraient tirer profit seront présentés en conclusion.

## Caractéristiques fondamentales de la gestion des réserves de change au Canada

En qualité d'agent financier du gouvernement fédéral, la Banque, en collaboration avec le ministère des Finances, conseille le ministre des Finances sur la stratégie de financement et de placement des réserves de change du Canada. Les réserves de change liquides du pays sont détenues dans le Compte du fonds des changes (CFC). Comme le prévoit la *Loi sur la monnaie*, le CFC a pour objet de procurer des liquidités en devises au gouvernement et, s'il y a lieu, de favoriser le comportement ordonné du dollar canadien sur le marché des changes. Cet objet est réalisé par l'entremise de mesures opérationnelles précisées dans l'*Énoncé de politique de placement*, où sont définis les objectifs du CFC :

1. Maintenir un niveau élevé de liquidité : placer les réserves dans des actifs qui viennent à échéance ou peuvent être vendus très rapidement avec un minimum de répercussions sur le marché et, donc, de perte de valeur.
2. Préserver la valeur du capital : réduire le plus possible le risque de perte de valeur marchande en maintenant un portefeuille diversifié d'actifs de haute qualité (quant à la cote de crédit et au type d'émetteur), en appariant les actifs et les passifs (sur le plan des devises et de la durée) et en appliquant des pratiques appropriées d'atténuation des risques.
3. Optimiser le rendement : obtenir le meilleur rendement possible tout en respectant les objectifs de liquidité et de préservation de la valeur du capital.

Compte tenu de ce qui précède, les caractéristiques du CFC décrites ci-dessous représentent des aspects essentiels du système de gestion des changes adopté par le Canada.

- Les actifs qui constituent les réserves de change (et les passifs qui en assurent le financement) sont la propriété du gouvernement fédéral et ne figurent donc pas au bilan de la Banque.
- Aucun gestionnaire externe n'intervient dans les activités de financement ou de placement des réserves de change.
- Toutes les réserves sont gérées en appliquant un cadre strict de gestion de l'appariement des actifs et des passifs (Canada, ministère des Finances, 2014), ce qui permet d'atténuer efficacement les risques de taux d'intérêt et de change. Un certain risque d'écart de crédit est accepté.

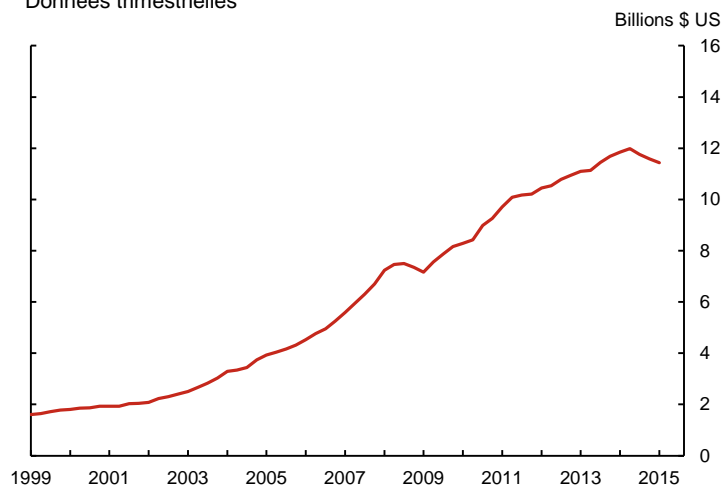
- Alors que bon nombre de gestionnaires de réserves préfèrent détenir des actifs échéant à court terme, le cadre de gestion de l'appariement des actifs et des passifs permet au gouvernement canadien d'acquérir des actifs assortis d'échéances inférieures ou égales à 10,5 ans.
- Les seules monnaies de réserve admissibles sont le dollar américain, l'euro, le yen et la livre sterling.
- La liste des catégories d'actifs admissibles est tout aussi restreinte; elle ne comprend que des titres à revenu fixe. Les produits structurés en sont exclus.

## Évolution récente de la gestion des réserves de change

La progression constante des réserves de change est un phénomène mondial (**Graphique 1**). La poursuite de plusieurs grands objectifs des politiques publiques semble avoir été à l'origine de cette progression, objectifs qui, ajoutés les uns aux autres, auraient conduit à la croissance observée de l'encours des réserves mondiales de change détenues pour des motifs de précaution et de liquidité.

### Graphique 1 : Réserves de change mondiales

Données trimestrielles



Source : Fonds monétaire international

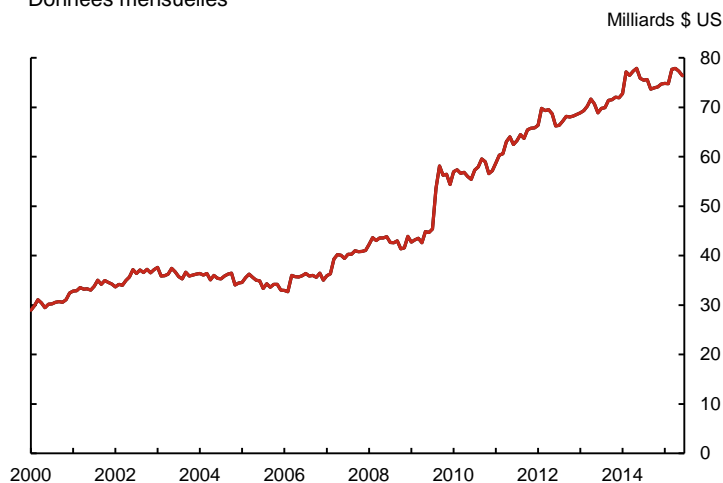
Dernière observation : 2015T1

Bien que ces grands objectifs des autorités publiques puissent varier d'un pays à l'autre, l'augmentation de l'encours des réserves a traditionnellement répondu à la volonté de maintenir la confiance des marchés dans la valeur et la liquidité de la monnaie nationale. Quand cette confiance est ébranlée, ces réserves peuvent servir à effectuer d'éventuelles interventions sur le marché des changes. Ce genre d'intervention peut être mené en vue d'atteindre un cours cible pour une monnaie ou d'empêcher des variations trop rapides ou trop prononcées du taux de change. Il arrive aussi que ces interventions fassent suite à la décision concertée de plusieurs pays de coordonner leurs opérations sur le marché. Au fil des ans sont venues se greffer aux grands objectifs des autorités des questions diverses ayant trait notamment au compte courant (balance des paiements), au bilan (perte d'accès aux marchés) et, plus largement, à l'économie nationale (gouvernement central et institutions financières du pays). Un nombre croissant d'études montrent en outre que l'accumulation de réserves de change aurait été un sous-produit de la poursuite, par certains pays, de visées mercantilistes : elle aurait découlé des stratégies de développement par les exportations et du surplus du compte courant qui en résulte (Fonds monétaire international, 2013).

La dernière intervention du Canada pour soutenir sa monnaie remonte à 1998. D'autre part, les réserves canadiennes n'ont été utilisées qu'à deux reprises dans le cadre d'interventions concertées dans un passé récent. La première intervention, qui a eu lieu en septembre 2000, visait à manifester un soutien à l'euro par l'achat de l'équivalent en euros de 97 millions de dollars américains. La seconde a été menée en mars 2011 en concertation avec les ministres des Finances du G7 pour aider à stabiliser le marché de la monnaie japonaise en vendant des yens pour une valeur de 124 millions de dollars américains.

Par ailleurs, les réserves de change du Canada se sont accrues depuis la crise financière mondiale (**Graphique 2**). Le ministre des Finances exige que le niveau des réserves soit maintenu à au moins 3 % du PIB nominal (Canada, ministère des Finances, 2013). Cette décision repose sur le principe selon lequel les réserves de change devraient croître en proportion de la taille de l'économie. Cette stratégie comporte aussi l'avantage qu'il est relativement simple de la mettre en œuvre et d'en assurer le suivi.

**Graphique 2 : Réserves officielles de liquidités internationales du Canada**  
Données mensuelles



Source : *Réserves officielles de liquidités internationales*, ministère des Finances du Canada

Dernière observation : septembre 2015

Les réserves de change du Canada ont été augmentées dans le cadre d'un plan de liquidité prudentielle dont le CFC est une composante essentielle. Ce plan a pour objet de doter l'État de liquidités au cas où des perturbations temporaires des marchés l'empêcheraient de mobiliser les fonds nécessaires pour faire face à ses engagements à l'échéance de ses passifs (Canada, ministère des Finances, 2012b).

Au lendemain de la crise, on a aussi assisté à l'élaboration de pratiques exemplaires plus rigoureuses en matière de gouvernance et de gestion des portefeuilles de réserves de change (FMI, 2013; Borio et autres, 2008). Les améliorations dont a fait l'objet la gestion des réserves de change du Canada en sont d'ailleurs fortement inspirées.

Peu à peu, la gouvernance des portefeuilles de réserves de change en est venue à se situer au centre de la réflexion. Or, les éléments essentiels d'une bonne gouvernance sont la transparence, la responsabilité et l'information périodique.

L'élaboration d'énoncés clairs des objectifs et des convictions en matière de placement est tout aussi importante, notamment en ce qui concerne la détention de réserves de change et les principes qui sous-tendent leur financement et leur placement.

Enfin, la crise a suscité une vaste réaction des autorités de surveillance et de réglementation du monde entier. Les préoccupations entourant la stabilité financière ont permis de mettre en lumière le rôle fondamental de la résilience systémique en cas de conditions de marché défavorables, ce qui s'est traduit par une importance accrue accordée, d'une part, aux évaluations internes du risque de crédit et, d'autre part, au nantissement des expositions au risque de contrepartie.

## Aspects de la gestion des réserves de change du Canada qui ont été améliorés

La Banque et le ministère des Finances ont procédé récemment à un examen complet de tous les aspects de la gestion des réserves de change. Le but de cet examen consistait à évaluer le cadre de gestion du CFC, à déceler les points sur lesquels la gestion des réserves n'est pas conforme aux bonnes pratiques admises à l'échelle mondiale comme exemplaires et à formuler des recommandations d'améliorations. Ces améliorations peuvent être regroupées autour des grands thèmes suivants : gouvernance, gestion de portefeuille, mesure des risques et gestion des risques.

◀ *Les aspects de la gestion des réserves de change qui ont été améliorés sont la gouvernance, la gestion de portefeuille ainsi que la mesure et la gestion des risques.*

### Gouvernance

Des cadres supérieurs de la Banque et du ministère des Finances ont participé à un exercice d'appréciation de leurs convictions en matière de placement. Cette démarche a permis de dégager les préférences en matière de placement et de risque qui, jusque-là, n'étaient perceptibles qu'à travers la structure résultante des portefeuilles d'actifs et de passifs.

Cet exercice d'évaluation a donné lieu à la mise au point de méthodes pour mieux connaître *ex ante* les préférences en matière de placement, notamment l'élaboration d'une répartition stratégique des actifs par grandes catégories d'émetteurs, durées et monnaies, ainsi que la définition d'un horizon de placement. La fonction objectif du portefeuille de réserves a été explicitée au moyen d'une évaluation de l'importance relative de chacun des trois objectifs du CFC.

L'exercice sur les convictions en matière de placement a par ailleurs contribué à éclairer les notions de « tolérance au risque » et de « préférence en matière de risque ». La tolérance au risque est l'expression, par des méthodes qualitatives et quantitatives, du niveau maximal de risque financier que le gouvernement peut accepter tout en demeurant à même d'atteindre les objectifs du CFC. Le concept de « préférence en matière de risque », lui, se définit comme le choix du niveau de risque permettant d'atteindre de façon optimale les trois objectifs du CFC. Les préférences en matière de risque ne doivent jamais se situer au-delà des tolérances au risque.

### Gestion de portefeuille

Les préférences stratégiques en matière de placement sont opérationnalisées au moyen d'un processus de placement fondé sur une répartition détaillée des actifs, laquelle précise les montants cibles devant être affectés à chaque type de placement admissible, selon la devise et la durée. La répartition détaillée des actifs est définie en fonction des limites supérieure et inférieure de tolérance au risque de même qu'en

fonction de la préférence en matière de risque (laquelle correspond à une valeur donnée de la fourchette entre ces deux limites). Une marge de manœuvre est ainsi laissée aux gestionnaires de portefeuille. On procède régulièrement à l'attribution du risque et à la mesure du rendement du portefeuille effectivement constitué par rapport à la répartition détaillée des actifs.

Conformément aux pratiques exemplaires de la gestion d'actifs sur les marchés internationaux, les préférences reflétées dans l'arbitrage risque-rendement font à présent partie intégrante de la sélection des placements du CFC. À des fins de diversification de l'actif, la livre sterling a été ajoutée à la gamme des monnaies dans lesquelles les actifs du CFC peuvent être libellés, ce qui a réduit le risque associé à la concentration des placements dans un nombre restreint de monnaies (Canada, ministère des Finances, 2014).

Le financement du CFC s'est lui aussi adapté à l'évolution des conditions sur les marchés. En 2013, le gouvernement a lancé un programme d'émission de billets à moyen terme dans l'optique de faire de ces billets un moyen de financement courant (Canada, ministère des Finances, 2014). Grâce à ce programme, l'éventail des dispositifs de financement du CFC non seulement s'enrichit, mais se diversifie, à l'instar du bassin d'investisseurs.

## Mesure du risque

Le cadre d'appariement actifs-passifs dans lequel s'insère la gestion du CFC s'est révélé être un mécanisme hautement efficace d'atténuation des risques de taux d'intérêt et de change auxquels est exposée la situation financière de l'État. Il subsiste cependant un risque de marché résiduel dû aux risques d'écarts de crédit inhérents aux actifs et aux passifs — et à l'imparfaite corrélation entre eux. Le financement des actifs du CFC reposant majoritairement sur des contrats de swaps de devises, il existe par le fait même des niveaux non nuls de risque d'écart de crédit net. C'est en grande partie grâce à ce risque résiduel si le CFC dégage un rendement (portage) net positif.

Une mesure plus exhaustive du risque de marché a été intégrée à la gestion du CFC. Cette mesure — la valeur à risque totale liée au risque de marché — prend en compte tous les facteurs de risque qui peuvent avoir une incidence sur le CFC : taux d'intérêt, taux de change et écarts de crédit. Le risque supporté par le CFC se trouve ainsi mieux appréhendé, ce qui rend possible une analyse plus approfondie des arbitrages entre le risque et le rendement dans la composition du portefeuille.

Dans le sillage de la crise financière mondiale, le Conseil de stabilité financière a souligné le fait que les participants aux marchés s'étaient reposés machinalement sur les cotes des agences de notation du crédit. Les pratiques exemplaires ont évolué en ce qui a trait à la place des opinions internes quant à la qualité du crédit dans le processus de sélection des placements. À cet égard, la Banque a beaucoup progressé dans le développement et la mise en œuvre de compétences internes en évaluation du crédit, avec le concours du ministère des Finances (Wolfe, 2014). De même que les préférences en matière de placement sont définies dans une perspective d'indépendance du cycle économique, le cadre d'évaluation interne de la qualité du crédit s'appuie sur une analyse fondamentale du crédit pour établir une évaluation prospective (indépendante du cycle économique) de la capacité et de la volonté des entités de s'acquitter de leurs obligations financières, ce qui se traduit par une opinion sur la solvabilité relative ou la probabilité de défaillance de ces entités.

◀ *La Banque a beaucoup progressé dans le développement et la mise en œuvre de compétences internes en évaluation du crédit, avec le concours du ministère des Finances.*

## Gestion des risques

La gestion du risque de crédit associé au financement du CFC s'est améliorée avec l'introduction de modalités de nantissement bilatéral dans les annexes de soutien au crédit des conventions sur dérivés de l'International Swaps and Derivatives Association conclues par l'État et ses contreparties du secteur privé. À l'instar de nombreux pays, le Canada avait établi des conventions obligeant les contreparties aux opérations qu'il effectue à donner des garanties en cas de variations défavorables de la valeur des instruments financiers. Ces conventions étaient qualifiées d'« unilatérales », car les contreparties devaient remettre des actifs en nantissement si elles étaient débitrices envers l'État canadien dans le cadre de contrats dérivés, tandis que celui-ci n'était pas tenu à cette obligation.

L'évolution récente du cadre réglementaire applicable aux banques s'est faite dans le sens d'une importance accrue accordée à la valorisation exacte du risque de contrepartie et à la gestion du risque résiduel au moyen du nantissement. En réponse aux variations des valorisations, l'État se tourne vers des conventions bilatérales instaurant une symétrie dans le traitement des garanties : les actifs donnés en nantissement passent alternativement des mains de l'État à celles de la contrepartie selon l'évaluation à la valeur de marché du dérivé (Rivadeneira et Dissou, 2011).

Ces conventions permettront de réduire les coûts du financement des réserves au moyen de swaps de devises. Elles présentent aussi des avantages plus généraux : les banques peuvent maintenant réutiliser pour leurs propres besoins les actifs reçus en nantissement aux termes de ces conventions révisées. Ce renantissement est favorable à la stabilité financière et au bon fonctionnement des marchés, car il contribue au maintien de la liquidité du marché des actifs de haute qualité. Même s'ils ne relèvent pas à strictement parler de la gestion des réserves de change, ces objectifs n'en sont pas moins valables et dignes d'être poursuivis.

◀ *Le Canada a établi avec ses contreparties des conventions de nature à favoriser la stabilité financière et le bon fonctionnement des marchés, lesquelles contribuent au maintien de la liquidité du marché des actifs de haute qualité.*

## Conclusion

Des résultats éclairants se sont dégagés du récent examen exhaustif du cadre de gestion de portefeuille du CFC réalisé à l'initiative de la Banque et du ministère des Finances. Une chose que l'on savait déjà de la gestion des risques, mais qui est ressortie de manière éclatante de l'examen, c'est qu'elle est une responsabilité commune, depuis les activités de la salle des marchés jusqu'aux services administratifs, en passant par les services de suivi. Il est tout aussi important d'apprécier que les risques ne peuvent être entièrement supprimés : on ne peut que les transformer ou les atténuer.

En ce qui a trait à la gouvernance, la transparence et la responsabilité des décisions en sont des dimensions fondamentales. Le fait d'avoir défini précisément les préférences en matière de placement a beaucoup contribué à clarifier la question du pouvoir décisionnel et à donner un niveau de granularité accru aux méthodes de gestion des risques et de décomposition du rendement.

Cela dit, il est essentiel qu'une certaine forme de souplesse des structures de gouvernance soit préservée. Dans un contexte où les conditions des marchés présentent des évolutions et des liens d'interdépendance parfois inattendus, il est bon que les gestionnaires de portefeuille et de risques disposent d'une marge de manœuvre.

## Ouvrages et articles cités

Borio, C., J. Ebbesen, G. Galati et A. Heath (2008). *FX Reserve Management: Elements of a Framework*, coll. « BIS Papers », n° 38.

Canada. Ministère des Finances (2012a). *Évaluation du cadre d'affectation des actifs du Compte du fonds des changes*.

— (2012b). *Rapport sur la gestion des réserves officielles de liquidités internationales du Canada du 1<sup>er</sup> avril 2011 au 31 mars 2012*.

— (2013). *Emplois, croissance et prospérité à long terme : le plan d'action économique de 2013*. Internet : <http://www.budget.gc.ca/2013/doc/plan/budget2013-fra.pdf>.

— (2014). *Rapport sur la gestion des réserves officielles de liquidités internationales du Canada du 1<sup>er</sup> avril 2013 au 31 mars 2014*.

Fonds monétaire international (2013). *Assessing Reserve Adequacy—Further Considerations*, document d'orientation.

Rivadeneira, F., et O. Dissou (2011). *A Model of the EFA Liabilities*, document d'analyse n° 2011-11, Banque du Canada.

Wolfe, E. (2014). *Assessing Credit Risk Post-Crisis at a Central Bank*, [Centralbanking.com](http://Centralbanking.com), 19 novembre.