

La gestion des réserves de change de la Banque du Canada

Jacobo De León, département des Marchés financiers

- *Les réserves officielles de change du gouvernement du Canada sont principalement détenues dans le Compte du Fonds des changes (CFC). Ces réserves permettent au gouvernement fédéral de disposer de liquidités en diverses devises. La Banque du Canada, en sa qualité d'agent financier du gouvernement, puise habituellement dans ces réserves pour intervenir sur le marché des changes afin de favoriser un comportement ordonné du marché du dollar canadien.*
- *La gestion du CFC s'inscrit dans le cadre d'une stratégie d'ensemble consistant à appairer les avoirs et les engagements du Compte. Ce dernier est financé au moyen des emprunts en devises qu'effectue le Canada sur le marché des capitaux. Le principal objectif poursuivi dans la gestion des engagements est de maintenir à un bas niveau le coût de ces emprunts, tout en appliquant des méthodes de gestion prudentes.*
- *La gestion des avoirs, pour sa part, vise principalement à réduire le plus possible le coût de détention des réserves tout en maintenant un niveau adéquat de liquidité et en préservant la sécurité du capital.*
- *Au fil des années, la Banque du Canada a développé et perfectionné ses méthodes de gestion des réserves de change afin de suivre le rythme des innovations sur les marchés financiers.*

Au 31 décembre 2000, les réserves officielles de change du Canada totalisaient environ 32,2 milliards de dollars É.-U. De ce montant, environ 28,8 milliards (soit 89 % de l'ensemble des réserves) étaient détenus sous forme d'actifs liquides en devises¹. Le présent article décrit l'approche adoptée par la Banque du Canada pour gérer ces liquidités, en particulier le cadre d'appariement des avoirs et des engagements qui préside à la gestion des réserves. De plus, on y passe brièvement en revue l'évolution des objectifs et de la fonction de gestion des réserves proprement dite au cours des 25 dernières années, à la lumière des fluctuations des réserves et des changements qu'ont connus les marchés financiers.

Propriété, régime de gestion et raisons d'être des réserves de change

Au Canada, les réserves officielles de change sont principalement détenues dans un compte d'État appelé Compte du Fonds des changes (CFC)². Elles permettent au gouvernement du Canada de disposer de liquidités en diverses devises. De plus, elles renforcent la confiance des investisseurs, car, grâce à elles, le gouvernement est toujours en mesure de satisfaire ses besoins à l'échelle internationale ou de s'acquitter d'obligations imprévues, par exemple, les paiements au titre du service de la dette étrangère, les

1. Les 3,4 milliards de dollars É.-U. restants comprenaient une position de réserve de 2,5 milliards de dollars É.-U. au Fonds monétaire international, détenue directement par le ministère des Finances, des droits de tirage spéciaux évalués à 574 millions de dollars É.-U. et de l'or d'une valeur de 323 millions de dollars É.-U.

2. Les réserves non détenues dans le CFC le sont directement par le ministère des Finances, la Banque du Canada et le Receveur général du Canada. Les avoirs de la Banque du Canada reflètent des opérations de swap conclues entre la Banque et le CFC dans le cadre d'opérations de gestion de trésorerie liées à la politique monétaire. Pour plus de détails sur ce type d'opération, consulter Faure (1977).

contributions à des institutions internationales et les dépenses en devises engagées par les ministères.

Étant donné que le Canada applique un régime de changes flottants à l'égard de sa monnaie, les interventions visent uniquement à favoriser un comportement ordonné du marché des changes pendant les périodes de fluctuations excessives du dollar canadien et non à fixer la valeur du dollar à un niveau déterminé.

Traditionnellement, on se servait de ces réserves pour intervenir sur le marché du dollar canadien. Au fil des années, le recours à ces interventions ainsi que leur fréquence se sont modifiés. Étant donné que le Canada applique un régime de changes flottants à l'égard de sa monnaie, les interventions visent uniquement à favoriser un comportement ordonné du marché des changes pendant les périodes de fluctuations excessives du dollar canadien et non à fixer la valeur du dollar à un niveau déterminé.

Les avoirs du CFC sont régis par les dispositions de la *Loi sur la monnaie*, qui établit le cadre légal des activités de placement et de gestion de ces avoirs. Les engagements qui financent le Compte sont assujettis aux principes de la *Loi sur la gestion des finances publiques*. Dans le cadre de ses responsabilités d'agent financier, la Banque du Canada administre et exécute toutes les opérations sur le Compte au nom du ministre des Finances³. Dans la pratique, la gestion du CFC est le fruit d'un partenariat étroit entre la Banque du Canada et le ministère des Finances.

Le CFC est établi au nom du ministre des Finances. Le ministre doit approuver les politiques générales de gestion du Compte, principalement au moyen d'un ensemble de directives en matière de placement jugées appropriées en vertu de la *Loi sur la monnaie*,

3. Outre les responsabilités de gestion et de conseil à l'égard des réserves en devises, les fonctions d'agent financier de la Banque du Canada envers le gouvernement consistent, entre autres, à gérer la dette intérieure et la trésorerie, ainsi qu'à fournir des conseils au sujet des marchés financiers.

et remettre chaque année au Parlement un rapport sur les activités du Compte.

La responsabilité de la surveillance générale du CFC incombe au Comité d'orientation du Fonds des changes, composé de cadres supérieurs du ministère des Finances et de la Banque du Canada. Ce comité se réunit plusieurs fois par an pour passer en revue les activités du Compte, adopter les modifications officielles à sa gestion ou recommander d'autres changements majeurs, par exemple l'établissement de nouvelles directives en matière de placement.

La gestion courante du CFC est partagée entre le directeur de la Division des marchés financiers du ministère des Finances et le chef du département des Marchés financiers de la Banque du Canada. La gestion au jour le jour du portefeuille et la mise en œuvre des stratégies sont assurées par le personnel de l'Équipe de gestion des réserves de change de la Banque.

L'évolution des réserves internationales du Canada

Les réserves liquides

Le Canada constitue ses réserves de change liquides en empruntant sur le marché des capitaux internationaux⁴. Les engagements en devises ainsi contractés pour financer les avoirs du Compte constituent des engagements directs du gouvernement du Canada.

Depuis 1986, le niveau des réserves de change liquides a augmenté et, en décembre 2000, il se situait à plus de 28 milliards de dollars É.-U. De 1975 à 1986, le niveau des réserves est resté relativement stable, s'établissant en moyenne à 2,5 milliards de dollars É.-U.

Vers la fin des années 1980, les réserves ont commencé à augmenter de façon constante et, en 1990, elles atteignaient 16 milliards de dollars É.-U. L'accumulation de réserves par laquelle se sont soldées les opérations officielles sur le marché, compte tenu de l'appréciation du dollar canadien, explique cette hausse.

Le niveau des réserves est retombé au début des années 1990, dans la foulée des efforts des autorités pour atténuer la volatilité du dollar canadien, alors en baisse. Le milieu des années 1990 a été marqué par

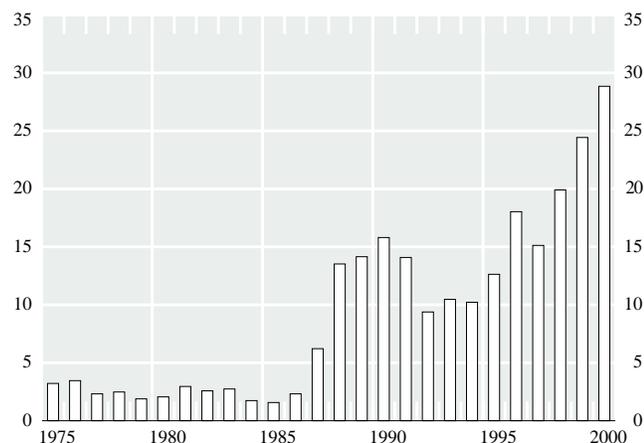
4. Les activités de financement en devises du Canada visent exclusivement à augmenter l'actif du CFC. Autrement dit, le Canada n'effectue aucun emprunt en devises pour faire face à ses dépenses intérieures. Tous les fonds destinés aux activités intérieures du gouvernement fédéral sont levés au Canada, en dollars canadiens.

une relative stabilité. Les réserves ont recommencé à croître vers la fin de la dernière décennie, en particulier après 1998, en raison des mouvements et de la volatilité accrue sur les marchés des changes et de l'engagement du gouvernement de faire en sorte que le niveau des réserves liquides canadiennes satisfasse à des critères de prudence et se rapproche de celui de pays comparables. Des progrès importants ont été accomplis à cet égard (Graphiques 1 et 2).

Graphique 1

Réserves de change liquides, 1975-2000

En milliards de dollars É.-U.^a

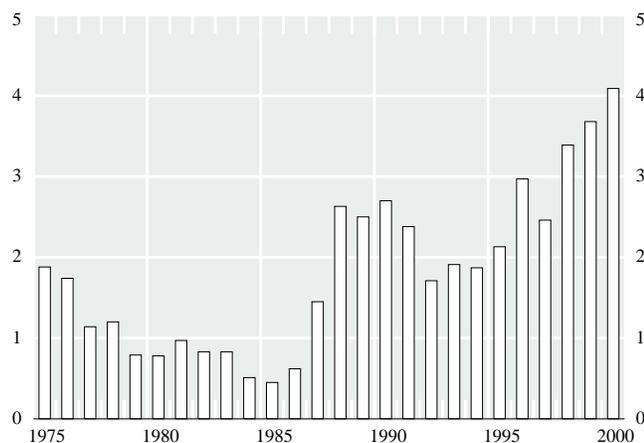


Source : Banque du Canada

a. Les avoirs sont présentés à leur valeur nominale en fin d'année civile.

Graphique 2

Réserves de change liquides en pourcentage du PIB^a, 1975-2000



Source : Banque du Canada

a. Les données du PIB pour l'année 2000 sont estimatives.

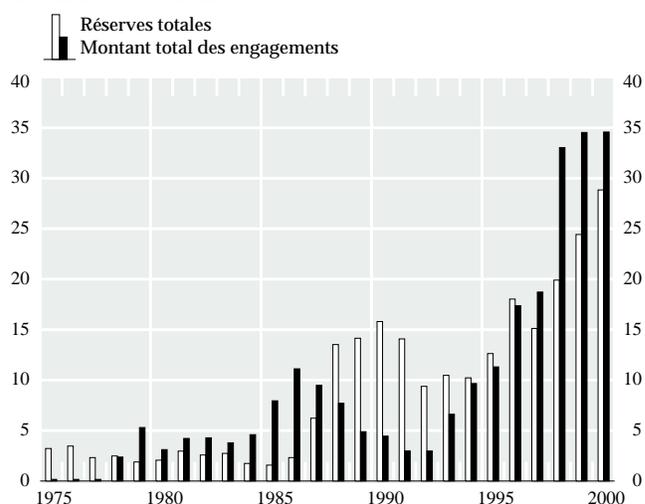
L'équilibre entre l'actif et le passif

À long terme, l'actif et le passif du CFC sont censés rester à peu près équivalents, ce qui assure l'équilibre du Compte. À court terme, cependant, les interventions sur le marché des changes peuvent modifier cet équilibre. Selon leur orientation, ces interventions peuvent entraîner une accumulation ou une diminution des réserves. Bien que d'autres facteurs puissent influencer sur le niveau brut des réserves, par exemple l'augmentation des émissions en devises ou l'acquittement d'obligations en devises au titre de dettes échues, ceux-ci n'ont pas d'incidence sur la position nette du Compte (Graphique 3).

Graphique 3

Actif et passif du CFC, 1975-2000

En milliards de dollars É.-U.^a



Source : Banque du Canada

a. Les données sont présentées à la valeur nominale en fin d'année civile.

L'évolution des méthodes de gestion des réserves

Au fil des années, la gestion des réserves du Canada a évolué au gré des changements survenus sur les marchés financiers, notamment dans l'approche suivie en matière d'interventions et dans les politiques du gouvernement fédéral.

Il fut un temps où les variations des réserves reflétaient essentiellement les opérations officielles sur le marché des changes. La gestion des réserves répondait alors à un objectif principal, qui était d'assurer un degré élevé de liquidité et de préserver le capital.

À mesure que les réserves s'accroissaient, les objectifs fixés à l'égard de leur gestion ont pris en compte de

façon plus explicite le coût de détention de ces réserves (c'est-à-dire la différence entre le coût global du financement des réserves et les bénéfices tirés de leur placement). Afin de réduire le coût de détention, on a consacré davantage d'efforts à l'assouplissement des critères de placement et à la gestion prudente des risques de marché et de crédit, ainsi que des risques opérationnels, tout en maintenant un degré élevé de liquidité et la sécurité du capital.

De 1975 à 1986 : la liquidité et la sécurité des placements

Jusqu'en 1986, le niveau des réserves de liquidités internationales est resté relativement bas et stable, oscillant entre 2,0 et 3,0 milliards de dollars É.-U. Par moments, toutefois, on a pu observer des variations mensuelles importantes attribuables à l'arrivée à échéance d'emprunts en devises et au lancement de nouveaux emprunts. À la suite des interventions menées en vue de tempérer la volatilité du dollar canadien et de contrer sa dépréciation, l'excédent que connaissait le Compte au début de la période a fondu pour céder la place à un déficit croissant.

Par conséquent, la grande majorité du financement obtenu et la quasi-totalité des placements effectués au cours de cette période l'ont été au moyen d'instruments à court terme en dollars É.-U. La gestion des réserves était axée presque exclusivement sur la liquidité et la sécurité du capital, tandis que le portefeuille était géré selon des critères de placement très stricts.

Vers la fin des années 1980 : l'importance du rendement des placements

Vers la fin des années 1980, le niveau des réserves a commencé à augmenter, principalement dans la foulée des interventions visant à atténuer les fortes fluctuations quotidiennes que connaissait le cours du dollar canadien en hausse sur les marchés. Les réserves sont ainsi passées de 2 milliards de dollars É.-U. en 1986 à 13 milliards de dollars É.-U. deux ans plus tard. De 1988 à 1991, le niveau des réserves a oscillé entre 13 et 16 milliards de dollars É.-U.

Compte tenu de l'augmentation des réserves, le solde net du CFC est devenu excédentaire. La hausse a aussi entraîné une modification progressive des méthodes de gestion des placements, qui s'est traduite par l'adoption d'une approche plus structurée et des efforts accrus en vue d'améliorer le rendement des placements.

Durant cette période, un montant fixe de réserves a été investi dans des actifs libellés en marks allemands

et en yens japonais. Cette mesure a permis au Canada de prendre part aux interventions concertées des pays du G7. Dans une très large mesure, les avoirs en devises autres que le dollar É.-U. n'étaient pas gérés de façon active.

Au début des années 1990 : l'élargissement des critères d'admissibilité des placements

Au début des années 1990, le niveau des réserves est retombé en même temps que le dollar canadien se dépréciait par rapport à la devise américaine. Leur montant a fini par se stabiliser à l'intérieur d'une fourchette comprise entre 9 et 12 milliards de dollars É.-U., où il est demeuré jusqu'en 1995.

Cette période a été marquée par un événement important, soit la modification de la *Loi sur la monnaie* de juin 1993. Cette modification a assoupli le processus de gestion des réserves en élargissant la gamme des placements admissibles pour le CFC.

Au milieu des années 1990 : l'adoption de nouveaux mécanismes de financement en vue d'accroître les réserves

Vers le milieu des années 1990, les réserves de change du Canada ont commencé à augmenter progressivement par suite de l'engagement du gouvernement en ce sens. De nouveaux programmes d'emprunt en devises (portant essentiellement sur le moyen et le long terme) se sont alors ajoutés aux outils de financement déjà utilisés.

C'est également à cette époque qu'une approche de placement à plusieurs volets a été mise en œuvre. Le premier volet était consacré à la satisfaction des besoins de liquidité essentiels du portefeuille, tandis que le second servait à appairer les avoirs et les engagements venant à échéance au cours des douze mois à venir. Le reste des avoirs du CFC était géré de façon à maximiser le rendement des placements, quoique selon des directives strictes. Cette approche représentait la première étape vers l'adoption du cadre actuel d'appariement des avoirs et des engagements.

En 1997 : la mise en place du cadre d'appariement des avoirs et des engagements

En 1997, un cadre d'appariement des avoirs et des engagements a été élaboré et mis en place en vue de régir la gestion des réserves de change. Cette mesure était en partie attribuable aux succès obtenus, dans le passé, dans l'immunisation de certains des engagements du portefeuille. Auparavant, les avoirs et les engagements étaient habituellement gérés séparément.

Le cadre d'appariement a été implanté afin que l'on puisse réduire au minimum le risque de marché inhérent à la gestion des réserves. En vertu du nouveau système, les fonds sont investis dans des actifs dont les caractéristiques sont les plus proches qui soient de celles des engagements en devises contractés par le CFC, ce qui permet de mieux immuniser le portefeuille contre les risques de change et de taux d'intérêt.

En 1997, un cadre d'appariement des avoirs et des engagements a été élaboré et mis en place en vue de régir la gestion des réserves de change. [...] En vertu du nouveau système, les fonds sont investis dans des actifs dont les caractéristiques sont les plus proches qui soient de celles des engagements en devises contractés par le CFC, ce qui permet de mieux immuniser le portefeuille contre les risques de change et de taux d'intérêt.

En 1999 : les directives de placement

En octobre 1999, un examen approfondi des activités de gestion des réserves de change et de leurs objectifs a débouché sur la restructuration du portefeuille du CFC, et notamment sur la modification des directives de placement. Les nouvelles directives, qui sont plus compatibles que les anciennes avec un régime d'interventions épisodiques, ont assoupli la gestion du portefeuille en permettant un élargissement de la gamme des placements admissibles. Le CFC peut maintenant détenir des titres d'emprunt émis par un grand nombre d'États souverains jouissant d'une cote de crédit élevée et par leurs organismes publics, ainsi que par des institutions supranationales. Cet assouplissement a contribué à réduire le coût de détention des réserves au sein du système d'appariement des avoirs et des engagements.

La gestion actuelle des réserves

Dans le cadre d'appariement des avoirs et des engagements en place, le produit des emprunts à court terme est investi dans des titres de même

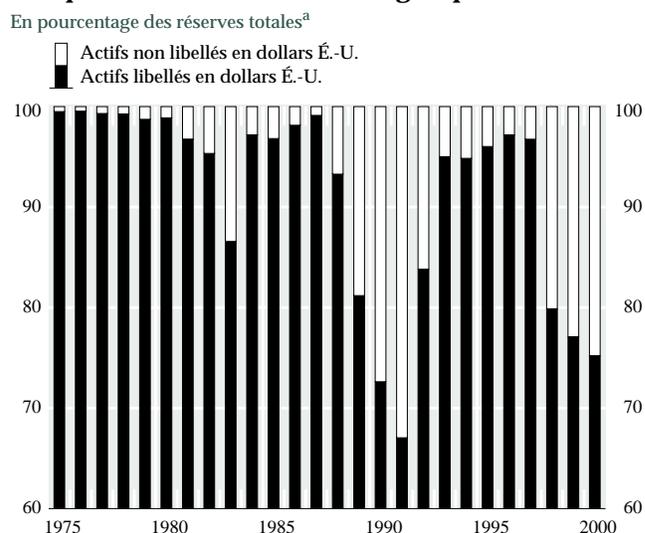
échéance libellés dans la même monnaie. Pour les échéances plus longues, on opte plutôt pour des émissions phares liquides de grande taille.

Le gros des réserves est investi en dollars américains, étant donné que la plupart des engagements sont libellés dans cette monnaie. L'importance de cette devise au sein du CFC tient aussi au fait que, dans le passé, la plupart des interventions ont eu lieu sur le marché du dollar canadien-dollar américain. Le reste des réserves est investi dans des actifs en euros et en yens. Au cours des deux dernières années, la proportion des engagements en cours non libellés en dollars É.-U. et des avoirs correspondants a gagné en importance, ce qui témoigne des occasions de financement économique qui s'offrent au Canada sur les marchés des devises autres que le dollar É.-U.⁵.

Au 31 décembre 2000, les réserves de change liquides du Canada étaient constituées de titres en dollars É.-U. totalisant environ 21,7 milliards de dollars É.-U. (soit 75 % du total) et de titres en euros et en yens équivalant à 7,1 milliards de dollars É.-U. (Graphique 4).

Graphique 4

Composition des réserves de change liquides, 1975-2000



Source : Banque du Canada

a. Les composantes non libellées en dollars É.-U. sont exprimées selon leur équivalent en dollars É.-U. en fin d'année civile.

5. Il est à noter que, si la proportion des réserves libellées en monnaies autres que le dollar É.-U. était plus élevée au début des années 1990, cet état de choses était attribuable à un fléchissement des avoirs en dollars É.-U., et non à un accroissement des autres avoirs, comme c'est le cas actuellement.

La gestion des engagements

Si, pour gérer sa dette intérieure, le Canada suit une approche fondée sur des émissions régulières et mettant l'accent sur la prévisibilité et la transparence, il adopte une approche plus opportuniste pour financer ses réserves de change. L'objectif de cette approche est de réduire le plus possible le coût de financement, sous réserve d'une gestion prudente du passif. Pour ce faire, les méthodes appliquées consistent notamment à faire en sorte que le Canada ait continuellement accès aux marchés de capitaux, à diversifier les sources de fonds en assurant une présence dans les divers segments du marché par l'intermédiaire de différents programmes de financement, ainsi qu'à maintenir un profil équilibré des échéances des engagements afin de réduire au minimum les risques de roulement et de refinancement.

Le Canada [...] adopte une approche plus opportuniste pour financer ses réserves de change. L'objectif de cette approche est de réduire le plus possible le coût de financement, sous réserve d'une gestion prudente du passif.

Accès continu aux marchés des capitaux

Pour faciliter l'accès continu aux marchés des capitaux, on veille à ce que le Canada ait signé les documents et conclu les ententes juridiques dont les gestionnaires du CFC ont besoin pour pouvoir lever des fonds sur divers marchés et dans divers territoires, en particulier sur le marché américain, qui est actif et liquide.

Le Canada peut ensuite s'assurer un accès plus rapide au marché des capitaux en émettant de temps à autre des obligations libellées en devises, dans le but notamment de maintenir sa présence sur les marchés et de rappeler l'existence de ses titres aux investisseurs; cette façon de procéder peut l'aider à réduire ses coûts d'emprunt dans l'avenir. En même temps, une gestion prudente du passif exige que l'on prenne les précautions nécessaires pour éviter la saturation dans une devise ou sur un marché donné. C'est pourquoi les émissions

ne sont qu'occasionnelles, ce qui permet de préserver une certaine rareté des valeurs émises par le Canada.

Enfin, en cas de tension sur le marché, et lorsque l'accès aux marchés des capitaux ne peut être obtenu qu'à des conditions défavorables, il est possible de recourir à des facilités de garantie bancaires.

Diversification des sources de financement

Un principe connexe, essentiel à la bonne gestion des engagements en devises, consiste à faire en sorte que les sources de financement soient diversifiées. Il existe actuellement plusieurs programmes de financement possédant diverses caractéristiques. Ces programmes ont été créés à différentes époques en réponse à des préoccupations liées aux coûts, à la diversification des risques et à la structure des échéances. (Voir l'encadré de la page 21.)

Au fil des années, le recours aux différents programmes de financement et le niveau d'activité de ces programmes ont varié en fonction du rythme souhaité d'accumulation des réserves et des possibilités s'offrant sur le marché, principalement en matière de réduction des coûts.

Avant l'avènement des instruments de financement actuels, la plupart des emprunts étaient effectués sous forme d'obligations en dollars É.-U. Même les émissions libellées dans d'autres monnaies, qui servaient normalement à saisir des occasions temporaires sur un autre marché, étaient souvent converties en dollars É.-U. à l'aide de swaps.

Plus récemment, la proportion du passif constituée de swaps de devises touchant des engagements intérieurs s'est accrue, signe de la rentabilité de ces instruments⁶. Au 31 décembre 2000, l'encours du passif en devises s'élevait à quelque 34 milliards de dollars É.-U. Environ 80 % de ce montant se répartissait également entre des obligations et des swaps de devises (sur la base du montant notionnel). Une proportion de 11 % environ était tenue sous forme de bons du Canada, alors que les billets du Canada et les eurobillets à moyen terme composaient le reste (Graphique 5).

Réduction du risque de refinancement et de roulement

Le dernier grand principe d'une gestion prudente du passif consiste à ramener les risques de roulement et de refinancement à un niveau acceptable. Ces risques

6. Pour une évaluation de la rentabilité du programme de swaps de devises, on consultera l'article intitulé « L'utilisation des swaps de taux d'intérêt et des swaps de devises par le gouvernement fédéral », publié dans la présente livraison de la *Revue*.

Glossaire

Bons du Canada. Billets à ordre libellés en dollars É.-U. et dont l'échéance ne dépasse pas 270 jours. Il s'agit d'instruments à escompte qui ont été émis pour la première fois en 1986. Les investisseurs participent au Programme d'émission de bons du Canada en achetant directement ces bons auprès d'un consortium de courtiers en valeurs mobilières canadiens et américains.

Billets du Canada. Billets à ordre habituellement libellés en dollars É.-U. et offerts sous forme compatible avec le système d'inscription en compte. Ils peuvent avoir une échéance de neuf mois ou plus et être assortis de taux d'intérêt fixes ou variables. Lancé en mars 1996, ce programme est parrainé par un consortium de banques et de courtiers en valeurs mobilières. Les billets peuvent toutefois aussi être vendus par des courtiers ne faisant pas partie de ce consortium mais agissant à titre de mandataires du Canada pour une transaction donnée¹, ce qui maximise les possibilités d'émission.

Eurobillets à moyen terme. Billets à moyen terme émis dans diverses monnaies à l'extérieur du Canada et des États-Unis, et dont l'échéance est habituellement supérieure à un an. Ils peuvent être assortis de taux d'intérêt fixes ou variables et intégrer des options. Le paiement des coupons peut se faire dans une monnaie, et le remboursement du capital, dans une autre. Ce programme a vu le jour en mars 1997 et a été utilisé depuis, tant pour des placements privés que pour des offres publiques.

Swaps de devises. Ce programme a connu une croissance impressionnante depuis son lancement et représente maintenant plus d'un tiers de l'ensemble des engagements. Il consiste à échanger avec une contrepartie des engagements libellés en dollars canadiens contre des dettes en devises. L'augmentation considérable de l'encours des

swaps de devises témoigne des économies notables résultant des avantages relatifs marqués dont jouit le Canada sur son propre marché. Les swaps de devises sont assujettis à des critères et à des directives d'exécution stricts qui visent à atténuer le risque d'incidence sur les marchés obligataires intérieurs².

Obligations multimarchés. Il s'agit d'émissions d'instruments négociables en devises placés par l'intermédiaire de consortiums et assortis de taux d'intérêt fixes ou variables. Depuis le milieu des années 1990, le Canada a émis ce type d'obligation pour des échéances allant jusqu'à 10 ans. Ces émissions ont été utilisées pour la réalisation des objectifs en matière d'accumulation de réserves et le renforcement de l'image du Canada en tant qu'émetteur accompli sur les marchés internationaux des capitaux. Bien que la majorité des obligations multimarchés aient été libellées en dollars É.-U., le programme a également été utilisé avec succès pour emprunter dans d'autres monnaies. Les obligations multimarchés comportent deux inconvénients. Premièrement, elles ne représentent pas une source de financement aussi économique que les autres instruments disponibles. Deuxièmement, étant donné leur taille, elles rendent le réinvestissement du produit moins efficace, car la diversification adéquate des fonds recueillis prend un certain temps.

Ligne de crédit. Offerte pour la première fois vers la fin des années 1970, cette facilité de crédit, qui fait appel à un consortium de grandes banques internationales, représentait par le passé une source de liquidités essentielle pour les opérations du CFC. Elle n'a pas été utilisée depuis 1986 et sert aujourd'hui uniquement de filet de sécurité.

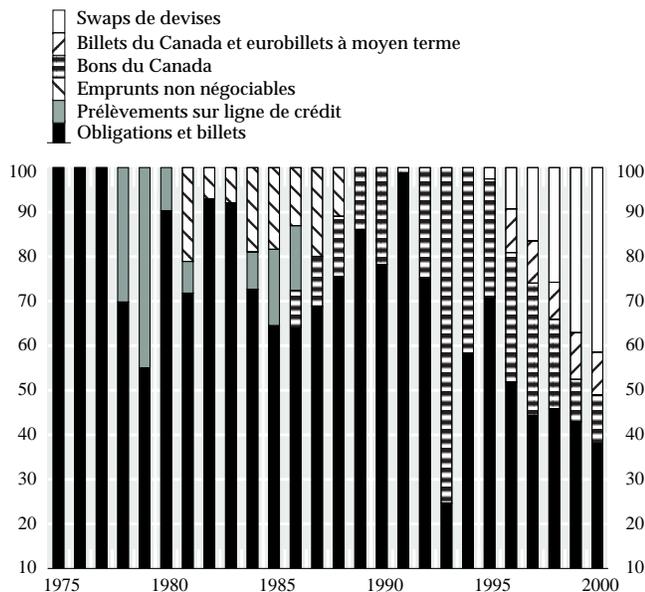
1. Dans ce type de transaction, un investisseur demande à ce que le Canada émette un instrument financier possédant des caractéristiques ou une structure très précises, habituellement dans le cadre d'un placement privé. Cette demande n'est pas automatiquement satisfaite.

2. Pour plus de détails sur le programme de swaps, consulter, dans la présente livraison de la *Revue*, l'article intitulé « L'utilisation des swaps de taux d'intérêt et des swaps de devises par le gouvernement fédéral » et Nowlan (1992).

Graphique 5

Composition des engagements en devises, 1975-2000

En pourcentage de l'encours total^a



Sources : Banque du Canada

a. L'encours des engagements est présenté à la valeur nominale en fin d'année civile.

correspondent aux coûts plus élevés que le Canada pourrait devoir assumer s'il devait émettre des titres à court terme à taux variable ou refinancer des dettes échues dans un contexte de hausse des taux d'intérêt.

Pour réduire le plus possible ces risques, on s'assure que le profil des émissions en circulation est prudent et équilibré. Dans la pratique, on atteint cet objectif en évitant une forte concentration des échéances, en veillant en particulier à ce que le montant total des engagements en devises ayant une échéance inférieure à un an représente moins du tiers du portefeuille des avoirs liquides en devises. De même, dans le cadre des activités de placement, on réduit le risque de roulement en maintenant une correspondance étroite entre les échéances des avoirs et celles des engagements.

La gestion des avoirs

Le portefeuille d'actifs du CFC est constitué de deux volets : un *volet liquidité* et un *volet placement*. Le volet liquidité a pour objet de satisfaire tous les besoins de liquidité essentiels du Compte. Il correspond aux actifs qui seront liquidés à des fins d'intervention ou

pour satisfaire les autres besoins du gouvernement en matière de devises. Le volet liquidité est constitué d'actifs à court terme (à moins d'un an) négociables, libellés en dollars É.-U. et jouissant d'une cote de crédit élevée, par exemple les bons à prime et les dépôts bancaires.

Le volet placement est plus important que le volet liquidité et consiste en une combinaison diversifiée de billets et obligations de référence qui jouissent d'une cote de crédit élevée, appartiennent à des émissions importantes et liquides, et sont libellés en dollars É.-U., en euros et en yens. Dans l'ensemble, la gestion quotidienne du volet placement vise un appariement étroit entre la durée des avoirs et celle des engagements. Le rendement des placements est évalué par rapport à des titres de référence choisis en fonction des engagements que renferme le portefeuille.

À l'heure actuelle, le principal objectif de la gestion des actifs du CFC est de réduire au minimum le coût de détention des réserves tout en maintenant un niveau suffisant de liquidité et en assurant la sécurité du capital.

À l'heure actuelle, le principal objectif de la gestion des actifs du CFC est de réduire au minimum le coût de détention des réserves tout en maintenant un niveau suffisant de liquidité et en assurant la sécurité du capital. Certaines contraintes en matière de liquidité et de sécurité du capital peuvent être incluses dans les directives de placement, dont elles constituent des principes directeurs. De plus, un système officiel de gestion et de limitation des risques a été mis sur pied afin d'assurer l'application adéquate des directives.

Réduction du coût de détention

La principale manière de diminuer le coût de détention consiste à modifier la composition des avoirs du CFC, en réduisant la part placée dans les valeurs du Trésor américain en faveur de celle des autres titres à revenu fixe de haute qualité. Ces derniers se négocient à un taux de rendement plus élevé que les valeurs du Trésor américain et peuvent rapporter des intérêts très semblables, voire

supérieurs, à ceux que le Canada verse sur ses emprunts étrangers.

Un autre moyen, plus récent, employé pour réduire le coût de détention, a été la constitution et l'utilisation plus active d'un portefeuille d'euro-devises découlant du recours accru aux modalités plus avantageuses de financement et de placement dans des monnaies autres que le dollar É.-U. Enfin, on peut aussi réduire le coût de détention des titres grâce aux revenus que procure un programme actif de prêt de titres⁷.

Préservation d'un niveau adéquat de liquidité et de la sécurité du capital

La nécessité de maintenir des niveaux suffisants de liquidité se fonde sur le principe que les sorties de fonds potentielles ne sont pas toujours prévisibles. Des liquidités adéquates permettent au gouvernement de disposer des fonds nécessaires en cas d'interventions ou pour remplir d'autres engagements en devises. Dans la pratique, on maintient un niveau adéquat de liquidité en optant pour des placements tels que les bons à prime et les dépôts bancaires commerciaux à court terme négociables, ainsi que pour les titres à plus long terme émis par des États souverains jouissant d'une cote de crédit élevée, par leurs organismes publics ou par des institutions supranationales.

Une certaine sécurité du capital doit être assurée afin de préserver les actifs de réserve contre des manquements aux obligations de crédit ou pertes en capital irrécupérables. Dans la pratique, on atteint cet objectif en investissant dans des titres assortis d'une cote de crédit élevée et en veillant à ce que le portefeuille soit toujours fortement diversifié. En évitant les placements de nature spéculative, on contribue également à préserver la réputation du Canada en tant que gestionnaire de réserves prudent.

Gestion des risques

Le fait d'investir dans des titres à rendement plus élevé accroît les risques de crédit et de liquidité auxquels on s'expose. C'est pourquoi un cadre exhaustif de gestion des risques a été mis en place. Parallèlement, la principale stratégie de réduction du risque de marché auquel est exposé le CFC consiste à maintenir un appariement étroit entre les avoirs et les engagements,

7. En 1996 a été créé un programme dans le cadre duquel des titres sont prêtés à diverses contreparties par l'entremise de mandataires. Les prêts sont garantis par un nantissement fourni par les contreparties et ils sont cautionnés par les mandataires eux-mêmes.

ce qui, comme nous l'avons indiqué précédemment, permet principalement d'immuniser le portefeuille.

De nombreuses mesures sont prises en vue de limiter l'exposition du CFC au risque de crédit et au risque de liquidité. On limite le risque de crédit en ne choisissant que des placements assortis d'une cote de crédit minimale élevée, équivalente à AA ou supérieure. Plusieurs autres critères permettent également d'assurer la diversification du portefeuille. Ainsi, des limites sont imposées à l'égard des catégories spécifiques d'émetteurs et du montant qui peut être investi auprès d'un émetteur donné dans chacune de ces catégories. Les contraintes de crédit s'appliquent à tout le portefeuille, toutes monnaies et échéances confondues. Enfin, davantage d'importance est accordée depuis quelque temps au rôle des placements garantis.

On gère le risque de liquidité en investissant uniquement dans des émissions de titres qui répondent à des exigences de taille minimale et qui sont publiquement transigées dans les marchés. Il s'agit habituellement des grosses émissions de référence liquides, qui bénéficient d'une promotion solide de la part des courtiers en valeurs mobilières. Autrement dit, un bon nombre de courtiers doivent avoir pris des engagements importants, à titre de teneurs de marché, envers le secteur et les émissions de référence en question. Finalement, le pourcentage de l'encours d'une émission de référence que le CFC peut détenir est également limité.

Enfin, le Module de la gestion du risque produit des rapports quotidiens et procède régulièrement à des examens pour faire en sorte que les avoirs en devises soient gérés conformément aux directives officielles, ce qui permet d'exercer un meilleur contrôle sur les diverses transactions et sur l'exposition au risque de crédit et de liquidité et une meilleure vérification des opérations⁸.

Conclusion

Au Canada, l'augmentation des réserves de change internationales s'est accompagnée d'une amélioration de la transparence en ce qui concerne la divulgation des données sur la situation du CFC. Depuis juillet 1999, le Canada déclare sa position de réserve,

8. Le Module de la gestion du risque a été créé conjointement par la Banque du Canada et le ministère des Finances, en 1997, afin de mettre en œuvre le programme de gestion des risques qui protège le gouvernement contre la majeure partie de ses risques financiers.

en données désagrégées, toutes les semaines. Le Canada est aussi l'un des premiers pays à avoir adopté le nouveau modèle de présentation des données sur les réserves mis au point par le FMI et le G10 (la Norme spéciale de diffusion des données). De plus, les gestionnaires du CFC ont redoublé d'efforts pour évoluer au même rythme que les marchés financiers et miser sur les innovations dont le Canada peut tirer profit, en les adoptant et en les

adaptant aux besoins du Compte. Ces efforts, qui portent sur tous les aspects de la gestion de portefeuille, dont les placements, les systèmes d'information, la gestion des risques et les activités de financement, devraient se poursuivre et ainsi aider la Banque du Canada à s'acquitter de son rôle et de ses engagements en tant qu'agent financier responsable de la gestion des réserves du gouvernement.

Ouvrages et articles cités

Banque du Canada. *Rapport annuel sur les opérations du Compte du Fonds des changes*, diverses années entre 1975 et 2000.

———. *Résumé de l'encours des titres et emprunts du gouvernement du Canada*, diverses années entre 1975 et 2000.

Canada, ministère des Finances (1996). *Le plan budgétaire de 1996*, février.

———. (1998). *Le plan budgétaire de 1998*, février.

———. *Rapport sur les opérations d'emprunt*, novembre, diverses années entre 1993 et 1996.

———. *Rapport sur la gestion de la dette*, novembre, diverses années entre 1997 et 2000.

Canada, ministère des Finances (2000). *Stratégie de gestion de la dette 2000-2001*, mars.

Faure, F. (1977). « Remarques sur les aspects techniques des opérations de swap entre la Banque du Canada et le Fonds des changes », *Revue de la Banque du Canada*, juillet, p. 15-20.

Kiff, J., U. Ron et S. Ebrahim (2000-2001). « L'utilisation des swaps de taux d'intérêt et des swaps de devises par le gouvernement fédéral », *Revue de la Banque du Canada*, hiver, p. 25-38.

Nowlan, G. (1992). « Note technique : Les swaps du Fonds des changes dans la gestion de trésorerie », *Revue de la Banque du Canada*, mai, p. 3-10.