

Sommaire de l'enquête de 2012 sur la couverture du risque de change au Canada¹

AVIS – Le vendredi 23 novembre 2012, 15 h 30 (HE)

Depuis 2004, la Banque du Canada réalise chaque année une enquête qualitative auprès des banques en vue d'évaluer l'activité de couverture du risque de change de leur clientèle. L'institution sonde les banques actives sur le marché canadien des changes², notamment les dix institutions représentées au Comité canadien des marchés des changes.

L'enquête de 2012 a porté sur les opérations de la clientèle (entreprises et investisseurs institutionnels) ayant des besoins de couverture à l'égard de l'évolution du dollar canadien. Le présent sommaire regroupe les réponses recueillies par écrit en juin, ainsi que les informations obtenues dans le cadre d'entretiens tenus en août³. L'enquête donne une vue d'ensemble des activités de couverture, compte tenu de sa nature qualitative plutôt que quantitative⁴. Il s'en dégage des thèmes communs, bien qu'il existe des différences entre banques, du fait notamment de la composition régionale et sectorielle différente de la clientèle de chacune.

- Les clients institutionnels demeurent à l'origine de la plupart des opérations de couverture, et leurs transactions se résument surtout à des activités courantes de couverture et de rééquilibrage. La volatilité réduite du dollar canadien par rapport à l'année précédente⁵ a contribué, dans certains cas, au recul des activités de rééquilibrage.
- L'activité de couverture des exportateurs, qui continue de dominer du côté des entreprises, est motivée d'abord par le niveau du dollar canadien. Elle a cependant régressé par suite du rétrécissement de la fourchette dans laquelle ce dernier a évolué et des perspectives d'évolution incertaines des cours des produits de base.

¹ Les opinions exprimées dans cette synthèse résument les commentaires des représentants des banques qui ont rempli un questionnaire sur les pratiques de leurs clientèles d'entreprises et d'institutions en matière de couverture du risque de change lié au dollar canadien. Ces opinions ne reflètent donc pas nécessairement le point de vue de la Banque du Canada.

² Les institutions suivantes ont participé à l'enquête : Bank of America Merrill Lynch, la Banque HSBC (Canada), Banque UBS, Barclays Capital, BMO Marchés des capitaux, BNP Paribas, Citigroup, Crédit Suisse, la Deutsche Bank, Groupe Financière Banque Nationale, JPMorgan, Marchés mondiaux CIBC, Morgan Stanley, RBC Marchés des Capitaux, Scotia Capitaux, State Street Global Markets (Canada) et Valeurs mobilières TD.

³ Pendant l'enquête (de juin à août 2012), la valeur du dollar canadien a oscillé entre 0,9650 et 1,0142 dollar américain. Le taux de change moyen pour la période s'est établi à 0,9882.

⁴ Les banques ont été priées de décrire globalement les activités des clients et non de dresser un portrait quantitatif des transactions de ces derniers. En outre, il est parfois très difficile pour les banques de connaître précisément la nature ou le motif d'une opération de change.

⁵ Pendant une grande partie de l'année écoulée (de juillet 2011 à juin 2012), le dollar canadien s'est négocié dans une fourchette étroite, entre 0,94 et 1,02 dollar américain, et son taux de change moyen s'est établi légèrement au-dessus de 0,99. Durant la période couverte par la précédente enquête (de juillet 2010 à juin 2011), le dollar canadien s'était régulièrement apprécié : il était passé de 0,94 dollar américain en juillet 2010 à 1,05 en juin 2011, et son cours moyen frôlait la parité. Sa fourchette de variation plus étroite au cours de la dernière année a contribué au déclin des activités de rééquilibrage.

- Le risque de change pour les entreprises et les investisseurs institutionnels canadiens a surtout augmenté relativement au dollar américain. L'exposition des clients institutionnels canadiens s'est également accentuée à l'égard du dollar australien; en revanche, leurs positions en euros ont diminué, à la différence de ce qui s'était passé l'année précédente. Le risque de change lié aux monnaies des marchés émergents latino-américains et asiatiques s'est accru pour l'ensemble de la clientèle canadienne, alors que les positions en monnaies des pays d'Europe de l'Est ont poursuivi leur recul.
- L'exposition des investisseurs institutionnels étrangers aux actifs libellés en dollars canadiens est restée sensiblement la même.
- Conformément aux résultats des enquêtes antérieures, environ la moitié des expositions au risque de change est couverte, la majorité des clients institutionnels possédant en la matière une politique en bonne et due forme. Approximativement 60 % à 70 % des entreprises ont maintenant une politique relative à la couverture du risque de change (contre 40 % à 50 % l'an dernier).
- Dans la majorité des cas, les couvertures des clients institutionnels sont renouvelées périodiquement de manière à protéger un placement sous-jacent à long terme, alors que les couvertures des entreprises se rapportent pour la plupart à des flux de trésorerie précis. Les couvertures des clients institutionnels durent le plus souvent moins de six mois. Selon les banques, le rétrécissement récent de la fourchette de fluctuation du dollar canadien, conjugué à l'incertitude touchant l'évolution de l'économie mondiale, a favorisé les couvertures à plus court terme, dont la durée moyenne a ainsi diminué par rapport à l'an dernier. L'augmentation des coûts du crédit a également été évoquée pour expliquer la contraction des couvertures à long terme⁶.
- L'incidence des mouvements du dollar canadien sur le chiffre d'affaires des entreprises varie selon le type de client. De l'avis des banques, cette incidence a été neutre dans le cas des importateurs canadiens; ceux-ci ont maintenu le volume total de leurs opérations de couverture et ont à peine raccourci la durée de ces dernières afin de continuer à profiter du niveau élevé du dollar canadien. Le cours de la monnaie canadienne ayant un peu baissé par rapport à l'année précédente, son évolution a été perçue comme modérément favorable aux exportateurs canadiens. Ceux-ci ont accru quelque peu leurs opérations de couverture et les ont prolongées à la faveur du repli du dollar canadien. Les placements en devises des investisseurs institutionnels canadiens sont demeurés inchangés dans l'ensemble, comme leur ratio global de couverture pour les actifs étrangers.
- Les considérations relatives au crédit, facteur non négligeable d'après l'enquête de 2011, ont gagné en importance pendant l'année. Toutes les banques ont décidé d'intégrer à leur tarification un ajustement d'évaluation du crédit⁷ (*credit valuation adjustment* ou CVA), malgré les préoccupations exprimées l'an dernier par certains au sujet de son incidence éventuelle sur

⁶ L'intégration généralisée de frais de crédit au prix des produits de change explique en partie la diminution des couvertures à long terme; en effet, plus l'échéance de l'opération est éloignée, plus ces frais augmentent.

⁷ Ajustement apporté au coût de la transaction afin de couvrir le coût associé au risque de contrepartie.

la compétitivité des prix. La plupart des banques avaient commencé en 2011 à appliquer cet ajustement aux opérations d'une durée supérieure à deux ans. Afin de se conformer aux exigences réglementaires à venir du dispositif de Bâle III, elles l'appliquent maintenant aussi aux opérations assorties d'une échéance bien plus rapprochée, parfois même de trois mois seulement.

- Les banques estiment à 0,9926 et 0,9882 respectivement le taux de change moyen du dollar canadien qu'ont retenu l'ensemble des clients pour établir leurs budgets de 2012 et de 2013⁸.

Ces thèmes sont décrits plus précisément ci-dessous.

Exposition au risque de change et activité de couverture de la clientèle des banques

Profil de la clientèle

Chez les clients institutionnels, les caisses de retraite canadiennes ont mené la plus grande partie des activités de couverture, suivies des investisseurs et des opérateurs spéculatifs. Dans le cas des entreprises, les exportateurs canadiens sont à l'origine des deux tiers des flux associés aux opérations de couverture.

Dans l'ensemble, l'exposition de la majorité des entreprises au risque de change s'est le plus accrue relativement au dollar américain, tandis qu'elle s'est amoindrie par rapport à toute une série d'autres monnaies, dont l'euro, le yen japonais, le dollar australien et la livre sterling. Chez les clients institutionnels établis au Canada, le pourcentage cumulatif des positions en devises est généralement resté inchangé, mais leur composition s'est modifiée, tout comme le poids relatif des diverses monnaies : les positions en dollars américains et en dollars australiens ont augmenté, et celles en euros ont diminué, à l'inverse de l'année dernière. L'exposition aux monnaies des marchés émergents latino-américains et asiatiques a poursuivi son avancée tant dans les entreprises que chez les clients institutionnels, alors que l'exposition aux monnaies des pays d'Europe de l'Est a perdu du terrain, comme l'an dernier. L'exposition des caisses de retraite et des investisseurs spéculatifs de l'étranger aux actifs libellés en dollars canadiens est demeurée relativement constante pendant la période étudiée, après avoir connu une augmentation l'année précédente. Les fonds souverains ont toutefois conservé leur exposition aux actifs canadiens ou continué de l'accroître.

Les clients institutionnels et les entreprises couvrent encore environ la moitié de leurs positions en devises. Cette proportion n'a pratiquement pas changé depuis les enquêtes précédentes. Tout comme l'an dernier, une part importante des clients institutionnels possède une politique de couverture du risque de change en bonne et due forme. En cours d'année, la proportion des entreprises dotées d'une telle politique s'est accrue pour atteindre 60 % à 70 %, contre 40 % à 50 % auparavant. En outre, les stratégies de couverture des entreprises sont devenues plus homogènes alors que le dollar canadien se maintenait dans une fourchette étroite. Les exportateurs ont tendance à se couvrir à la moindre faiblesse de cette monnaie, tandis que les importateurs se couvrent dans le cas contraire, d'où la

⁸ Les estimations de la valeur du dollar canadien vont de 0,9443 à 1,0351 dollar américain pour 2012 et de 0,9332 à 1,0389 dollar américain pour 2013.

création de flux compensatoires lorsque le dollar canadien sort de sa fourchette de négociation; combinés aux attentes de stabilité de la monnaie, ces flux ont contribué à leur tour au maintien de celle-ci à l'intérieur de son étroite fourchette durant la période. Tant les importateurs que les exportateurs canadiens ont conservé leur ratio global de couverture, mais les exportateurs ont prolongé la durée moyenne de leurs couvertures. Les importateurs ont raccourci leurs couvertures, comparativement aux longues durées constatées l'année précédente et qui visaient à tirer parti de la vigueur du dollar canadien. Les banques ont émis l'hypothèse que les importateurs bénéficiaient également toujours de certaines couvertures non échues prises l'année d'avant⁹.

Dans la plupart des cas, la durée des instruments de couverture ne dépasse pas six mois, comme l'an dernier. En ce qui a trait aux caisses de retraite et aux fonds de placement canadiens, les opérations de couverture découlent le plus souvent de rééquilibrages, qui expliquent la hausse significative du volume des opérations déclarées pour les clients institutionnels. Du côté des entreprises, seulement le tiers environ des couvertures a fait l'objet d'un renouvellement, car la plupart visent des flux de trésorerie précis. Pendant les entrevues de suivi, les banques ont également souligné que les activités de couverture des entreprises s'étaient repliées de façon marquée au cours des dernières semaines et que les instruments de couverture étaient d'une durée très limitée. La fourchette de fluctuation étroite de la monnaie et l'incertitude quant aux perspectives économiques mondiales ont été citées pour expliquer cette baisse. D'après les banques, bon nombre de leurs clients exportateurs hésitaient davantage à se couvrir, surtout parce qu'ils étaient incertains des effets que l'évolution des prix des produits de base et de l'économie mondiale aurait sur leurs futurs flux de trésorerie.

De manière générale, le niveau auquel s'établit le dollar canadien s'est classé premier parmi les facteurs à l'origine des variations de l'activité de couverture des entreprises et des clients institutionnels. Les entreprises ont également mentionné la volatilité sous-jacente des marchés et le niveau du prix d'un produit de base sous-jacent au nombre des facteurs ayant influencé leurs décisions¹⁰. Les clients institutionnels, plus particulièrement les caisses de retraite, ont plutôt évoqué en second lieu les activités de rééquilibrage menées en fin de mois ou de trimestre. Les fonds de placement et les investisseurs spéculatifs canadiens, de même que les clients étrangers, considèrent pour leur part la volatilité des marchés comme la deuxième cause d'un changement de leur comportement en matière de couverture.

Le recours aux options sur devises poursuit son déclin et demeure relativement faible, tous clients confondus. L'étroite fourchette de négociation de la monnaie canadienne a rendu beaucoup moins attrayante l'utilisation, par les exportateurs et les importateurs, de ces options à des fins de couverture. En outre, la diminution de la volatilité implicite des options pendant l'année écoulée a fait baisser la demande d'options de la part des clients institutionnels canadiens qui avaient recours auparavant à des montages d'options pour générer un revenu en vendant une protection contre la volatilité.

⁹ Certains importateurs ont pris des couvertures excédentaires relativement à leurs besoins immédiats en 2011, pour profiter du niveau élevé du dollar canadien et le figer à leur avantage.

¹⁰ Le niveau du prix du produit de base sous-jacent était ressorti comme le principal facteur de la variation des activités de couverture des entreprises lors de l'enquête de 2011 et comme la seconde cause lors de l'enquête de 2011.

Il reste une divergence relative à l'emploi, par les clients institutionnels et les entreprises, des cours de change publiés¹¹. Tout comme l'avait révélé l'enquête de l'an dernier, les clients institutionnels se servent surtout du cours de clôture à Londres (publié par WM/Reuters à 11 h, heure de l'Est). Les entreprises privilégient quant à elles le taux de change donné par la Banque du Canada à midi (heure de l'Est) : plus de 50 % d'entre elles s'en remettent à ce dernier, et elles appartiennent principalement au secteur du pétrole et du gaz. Un certain nombre de banques ont fait remarquer que les clients institutionnels ont de plus en plus tendance à échelonner leurs activités de couverture sur plusieurs jours en fin de mois, au lieu de se livrer à une seule séance de rééquilibrage sur la base du taux de change publié le dernier jour du mois.

La plupart des participants bancaires ont indiqué que les prix sont devenus plus compétitifs au cours de l'année, bien que le nombre des partenaires bancaires retenus par les clients soit demeuré largement inchangé. Les facteurs considérés comme ayant contribué à la compétitivité accrue comprennent la moindre volatilité du dollar canadien, qui s'est traduite par une réduction des marges. Autre facteur cité : la concurrence plus vive découlant de l'utilisation de plateformes de négociation multibanques. Selon les banques, le recours à la négociation électronique se répand et la pénétration des plateformes de négociation (qu'elles soient exclusives à une banque ou non) est la plus marquée chez les clients institutionnels. Soulignons toutefois que l'usage de ces plateformes s'accroît parmi les entreprises, la passation d'ordres par téléphone ayant baissé l'an dernier au profit de leur transmission à des plateformes multibanques. La préférence des clients institutionnels va aux systèmes de traitement intégré, qui permettent la répartition d'une opération entre de multiples contreparties.

Les considérations relatives à la qualité du crédit ont gagné en importance pendant l'année. Lors de l'enquête de 2011, la majorité des banques envisageaient d'introduire un ajustement d'évaluation du crédit pour les transactions d'une durée supérieure à deux ans, en prévision des exigences à venir sous Bâle III¹². Cette année, c'est chose faite chez toutes les banques, qui appliquent aussi désormais cet ajustement aux opérations assorties d'une échéance bien plus rapprochée, parfois de trois mois seulement. Les banques estiment que le recours généralisé à cet ajustement n'est plus un obstacle à la compétitivité des prix pour la plupart des transactions. Elles ont toutefois souligné que, dans le cas des opérations d'une durée d'au moins trois ans, l'ajustement opéré (dont le calcul varie selon la durée et peut-être aussi selon la banque) est appréciable et peut nuire à la compétitivité. Par ailleurs, les clients se sont souciés davantage de l'aspect solvabilité au moment d'arrêter le choix de leurs partenaires bancaires. L'enquête a révélé que les clients traitaient de manière sélective avec leurs banques suivant les avantages comparatifs de chacune à l'égard de produits en particulier ou de devises. Les clients internationaux, de leur côté, ont inclus davantage de banques canadiennes dans leur groupe de partenaires bancaires en raison des excellentes notes de crédit de ces institutions. L'enquête a aussi permis de constater qu'en période de tension sur les marchés, les banques accordent une plus grande importance aux limites de crédit (interbancaire) envers les contreparties, ce qui peut se répercuter sur l'établissement des prix des opérations à terme de plus longue durée et réduire la liquidité.

¹¹ Ces cours sont calculés à un moment précis de la journée à partir des taux négociés ou affichés, selon la méthode utilisée.

¹² Les normes de fonds propres prévues dans Bâle III incluent une exigence au titre de l'ajustement d'évaluation du crédit afin de couvrir le risque de contrepartie.

Les répercussions éventuelles des changements imminents dans la réglementation financière des marchés des changes, y compris l'entrée en vigueur de la loi Dodd-Frank, demeurent plutôt loin dans la liste de priorités des entreprises canadiennes. Jusqu'ici, les changements à venir ont eu peu d'incidence sur les décisions des clients quant à la couverture de leur risque de change, étant donné leur ampleur indéterminée et le moment incertain de leur mise en œuvre. Dans le cas des caisses de retraite et des investisseurs spéculatifs canadiens, les changements réglementaires annoncés représentent une priorité moyenne à élevée. On ne s'étonnera pas d'apprendre que les clients des banques new-yorkaises interrogées manifestent plus d'inquiétude à cet égard, car la nouvelle réglementation doit être mise en œuvre sous peu aux États-Unis.

Quelles sont les attentes des participants à l'égard du niveau du dollar canadien et de son effet sur leurs clients?

L'incidence des mouvements et du niveau du dollar canadien sur les revenus varie selon le type de clientèle. Pour les exportateurs canadiens, cette incidence a été modérément favorable, alors qu'elle a été neutre pour les importateurs canadiens.

Les participants ont aussi été invités à estimer le niveau du dollar canadien retenu par les clients dans leurs budgets de 2012 et de 2013 (voir les tableaux 1 à 3). L'estimation moyenne se situe au centre de la fourchette dans laquelle le dollar a évolué durant la dernière année. La plage des estimations concernant le dollar canadien, aussi bien chez les entreprises que chez les clients institutionnels, a considérablement rétréci par rapport à l'enquête précédente : elle va de 5 à 9 cents pour 2012 et de 6 à 11 cents pour 2013 et reflète le fait que la monnaie a évolué dans une fourchette de négociation plus étroite¹³.

On prévoit généralement que le dollar canadien restera assez stable pendant l'année qui vient. D'après les banques, la plupart des clients ne s'attendent pas à voir la monnaie canadienne se négocier à des taux éloignés de la fourchette de 0,98 à 1,03. Leurs clients, ont ajouté les banques, ne sentent pas tellement le besoin de se couvrir, car ils sont d'avis que le cours du dollar variera peu; certains préfèrent attendre qu'il s'établisse à un autre niveau, dans la fourchette prévue. C'est pourquoi bon nombre d'entreprises ont choisi de couvrir leurs risques sur le marché au comptant ou de se tourner vers des instruments de couverture d'une durée inférieure à un mois.

¹³ Par contraste, les estimations l'an dernier allaient de 10 à 14 cents pour 2011 et de 13 à 17 cents pour 2012.

Tableau 1 : Estimation par les participants du niveau moyen du dollar canadien retenu par les clients (**entreprises** et **institutions**) dans leurs budgets de 2012 et de 2013*

	2012	2013
Moyenne	0,9926 (1,0075)	0,9882 (1,0119)
Maximum (Minimum)	1,0282 (0,9725)	1,0315 (0,9694)
Minimum (Maximum)	0,9537 (1,0485)	0,9436 (1,0598)

*La valeur du dollar américain exprimée en dollars canadiens est donnée entre parenthèses.

Tableau 2 : Estimation par les participants du niveau moyen du dollar canadien retenu par les **entreprises** dans leurs budgets de 2012 et de 2013*

	2012	2013
Moyenne	0,9928 (1,0073)	0,9886 (1,0116)
Maximum (Minimum)	1,0170 (0,9832)	1,0196 (0,9807)
Minimum (Maximum)	0,9697 (1,0312)	0,9613 (1,0403)

*La valeur du dollar américain exprimée en dollars canadiens est donnée entre parenthèses.

Tableau 3 : Estimation par les participants du niveau moyen du dollar canadien retenu par les **institutions** dans leurs budgets de 2012 et de 2013*

	2012	2013
Moyenne	0,9925(1,0076)	0,9880 (1,0120)
Maximum (Minimum)	1,0351 (0,9661)	1,0389 (0,9626)
Minimum (Maximum)	0,9443 (1,0590)	0,9332 (1,0715)

*La valeur du dollar américain exprimée en dollars canadiens est donnée entre parenthèses.

Pour de plus amples renseignements, veuillez communiquer avec :

Médias :

Jeremy Harrison

Relations avec les médias

613 782-8782

Opérateurs des marchés :

Rhonda Staskow

Analyste principale

Département des Marchés financiers

613 782-8684

Michal Kozak

Analyste principal

Département des Marchés financiers

613 782-8013