



RAPPORT SUR LA GESTION DES RÉSERVES OFFICIELLES DE LIQUIDITÉS INTERNATIONALES DU CANADA

Du 1^{er} avril 2007 au 31 mars 2008



© Sa Majesté la Reine du chef du Canada (2008)
Tous droits réservés

Toute demande de permission pour reproduire ce document doit
être adressée à Travaux publics et Services gouvernementaux Canada.

On peut obtenir ce document sur Internet
à l'adresse : www.fin.gc.ca

This publication is also available in English.

N° de cat. : F1-31/2008F-PDF
ISBN 978-0-662-04981-4



Table des matières

But du rapport	5
Faits saillants	7
Vue d'ensemble du cadre de gestion du Compte du fonds des changes	9
Objectifs et principes	9
Gouvernance du CFC	10
Politiques de gestion du CFC	11
Revue des opérations en 2007-2008	13
Évolution du marché pendant la période visée et incidence sur le portefeuille	13
Principales initiatives en 2007-2008	17
Rendement en regard des objectifs stratégiques	19
Composition des réserves officielles de liquidités internationales au 31 mars 2008	22
Variation du niveau des réserves officielles de liquidités internationales	24
Financement du CFC	25
Rendement du portefeuille	27
Annexe 1 : <i>Énoncé de politique de placement</i>	38
Annexe 2 : Interventions officielles	44
Annexe 3 : Réserves officielles de liquidités internationales du Canada	45
Annexe 4 : Liste des mandataires visés par la <i>Loi sur la monnaie</i>	46
Annexe 5 : Glossaire	47
États financiers du Compte du fonds des changes	49



But du rapport

Le présent rapport donne un compte rendu détaillé des opérations de gestion des réserves officielles de liquidités internationales du gouvernement du Canada et, principalement, des opérations du Compte du fonds des changes (CFC) pour la période du 1^{er} avril 2007 au 31 mars 2008.

Selon la comptabilisation à la valeur marchande, les réserves officielles de liquidités internationales du Canada totalisaient 43 057 millions de dollars américains au 31 mars 2008 (tableau 1). Le CFC, qui représente la composante la plus importante des réserves officielles de liquidités internationales, est un portefeuille de titres et de dépôts liquides en devises géré activement. Il comprend en outre des actifs qui ne sont pas gérés activement, dont les droits de tirage spéciaux (DTS) et une petite réserve en or. Les DTS représentent un élément des réserves de liquidités internationales créé par le Fonds monétaire international (FMI) dont la valeur est établie selon un panier de devises internationales.

Les réserves internationales officielles comprennent également la position de réserve au FMI, qui n'est pas gérée activement. Cette position, qui représente l'investissement du Canada dans les activités du FMI, fluctue selon les demandes et les remboursements du FMI.

Le CFC est financé par des passifs du gouvernement du Canada libellés ou convertis en devises. Les rentrées et les paiements d'intérêt et de principal au titre des actifs et des passifs en devises sont appariés le plus étroitement possible tant sur le plan des devises que sur celui de la durée, de manière à minimiser l'exposition du gouvernement aux risques de change et de taux d'intérêt étrangers. Le CFC est donc géré comme un portefeuille et se concentre sur l'obtention d'un rendement sur les actifs qui soit légèrement supérieur au coût de son financement.

Le présent rapport dresse un tableau détaillé du cadre de gestion du CFC, de sa composition et des variations survenues au cours de l'année, ainsi que des initiatives stratégiques le concernant. Les états financiers qui l'accompagnent ont été vérifiés par la vérificatrice générale du Canada et fournissent des renseignements sur la position du portefeuille d'actifs du CFC à la fin de l'exercice 2007-2008.

Tableau 1

Le CFC et les réserves officielles de liquidités internationales

	31 mars 2008	31 mars 2007	Variation
	(Valeur marchande en M\$US)		
Titres	39 359	33 657	5 702
Dépôts	1 866	3 882	-2 016
Total des titres et des dépôts (réserves de liquidités)	41 225	37 539	3 686
Or	102	72	30
Droits de tirage spéciaux	1 062	976	86
Total des actifs du CFC	42 389	38 587	3 802
Position de réserve au FMI	668	722	-54
Total des réserves officielles de liquidités internationales	43 057	39 309	3 748



Faits saillants

- ✓ **Incidence de la turbulence sur les marchés :** En 2007-2008, les conditions du marché financier ont été marquées par d'importantes perturbations sur les marchés du crédit. Le CFC était en bonne posture pour composer avec cette turbulence grâce à ses politiques et pratiques de gestion prudente des risques.
- ✓ **Variation du niveau des réserves officielles de liquidités internationales :** La valeur marchande des réserves officielles de liquidités internationales est passée à 43,1 milliards de dollars américains au 31 mars 2008, en hausse par rapport à 39,3 milliards de dollars américains au 31 mars 2007. Cette hausse découle d'une augmentation de 3,8 milliards de dollars américains des actifs du CFC et d'une diminution de 54 millions de dollars américains de la position de réserve au FMI.
- ✓ **Sources de financement du CFC :** Les swaps de devises fondés sur des titres intérieurs ont été la principale source de financement en devises du CFC en 2007-2008. Ils ont permis d'obtenir une somme de 4,3 milliards de dollars américains à un coût moyen équivalant au taux interbancaire offert à Londres (taux LIBOR) à trois mois pour le dollar américain, diminué de 56 points de base. Le coût de financement des swaps était nettement meilleur qu'au cours des dernières années en raison principalement de l'élargissement des différentiels de taux d'intérêt.
- ✓ **Rendement du portefeuille :** En 2007-2008, le CFC a continué d'obtenir un différentiel positif entre les coupons des actifs à revenu fixe et les passifs à revenu fixe libellés en devises servant à financer les actifs. Le différentiel mesure le rendement sous-jacent du portefeuille si les actifs sont détenus jusqu'à échéance. Au cours de l'exercice, le portefeuille a affiché un différentiel positif, soit un rendement de 21 points de base, en hausse par rapport à celui de 10 points de base enregistré à l'exercice précédent. Le prêt à court terme de titres du Trésor américain détenus dans le CFC a contribué 2 points de base additionnels au rendement de l'exercice.

Alors que le portefeuille des actifs et des passifs a réalisé un bénéfice sous-jacent, on a accusé une perte selon la valeur marchande ou le rendement total de 105 points de base, soit 394 millions de dollars américains, par rapport à un gain de 31 points de base, ou 105 millions, lors de l'exercice précédent. La mesure du rendement total englobe les flux de coupons ainsi que les gains ou les pertes réalisés ou non réalisés découlant des variations des taux d'intérêt et des variations des différentiels des taux d'intérêt. La turbulence sur les marchés de crédit ont entraîné des variations plus importantes qu'à l'habitude des différentiels des taux d'intérêt, alors que les passifs du gouvernement du Canada ont profité davantage de la ruée vers les titres de qualité que les actifs détenus dans le CFC. Du point de vue de la trésorerie, si on prend en compte seulement les gains et les pertes réalisés, le revenu de portage du portefeuille s'est élevé à 12 points de base, en hausse par rapport à un coût de portage de 32 points de base à l'exercice précédent.



- ✓ **Examen de la politique sur le risque de crédit :** Un examen interne de la politique sur le risque de crédit a eu lieu en 2007-2008. Cet examen a porté sur l'utilisation des cotes de crédit pour évaluer la qualité du crédit des contreparties avec lesquelles le gouvernement transige et pour attribuer des limites aux niveaux de risque de crédit pour les programmes de placement étranger et de financement. On s'est également penché sur les récents changements apportés aux méthodologies de notation par Moody's Investors Service et Dominion Bond Rating Service, qui comprennent maintenant une évaluation de la probabilité qu'un État vienne en aide à une institution financière en difficulté. Les cotes de crédit intrinsèques des banques commerciales servent dorénavant à déterminer la qualité relative du crédit des investissements du CFC.
- ✓ **Programme d'évaluation de la trésorerie :** L'examen externe du cadre de gestion des risques financiers mené en 2007-2008 s'inscrit dans le Programme d'évaluation de la trésorerie du gouvernement. Ses auteurs ont conclu que les politiques courantes de gestion des risques étaient conformes aux pratiques exemplaires et que le cadre réussissait à recenser, à surveiller et à atténuer les risques.



Vue d'ensemble du cadre de gestion du Compte du fonds des changes

La présente section décrit le cadre de gestion du CFC, y compris ses objectifs et ses principes ainsi que sa structure de gouvernance. On y résume aussi ses politiques de placement et de financement, de gestion des risques et d'évaluation du rendement.

Objectifs et principes

Objectif

- Le CFC a pour objectif législatif, selon la partie II de la *Loi sur la monnaie*, de contribuer à contrôler et à protéger la valeur du dollar canadien sur les marchés internationaux. Les actifs du CFC sont gérés de manière à fournir au gouvernement des liquidités en devises et, au besoin, à fournir des fonds afin d'aider à favoriser un comportement ordonné du dollar canadien sur le marché des changes.

Objectifs stratégiques

- **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.
- **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.
- **Optimiser le rendement** : Obtenir le meilleur rendement possible tout en respectant les objectifs de liquidité et de préservation de la valeur du capital.

Principes généraux de gestion des fonds

- **Efficience et efficacité** : Les politiques et les normes opérationnelles doivent, dans la mesure possible, tenir compte des pratiques exemplaires d'emprunteurs souverains comparables. Des évaluations doivent être exécutées périodiquement pour assurer l'efficience et l'efficacité du cadre de gouvernance ainsi que des programmes de placement et d'emprunt.
- **Transparence et reddition de comptes** : L'information sur les plans, les activités et les résultats concernant la gestion des actifs et passifs financiers doit être rendue publique en temps opportun. Les coûts d'emprunt, le rendement des placements et l'exposition aux importants risques financiers doivent être mesurés, surveillés, contrôlés et déclarés périodiquement, selon le cas.
- **Gestion des risques** : La fonction de supervision et de surveillance des risques doit être indépendante des activités de gestion des actifs et passifs financiers.

Principes de gestion des réserves

- **Prudence** : Les réserves en devises doivent être gérées de manière à limiter l'exposition au risque financier grâce à l'appariement des actifs et des passifs libellés en devises, à l'application de limites prudentes aux placements et à la diversification des instruments, des devises et des échéances détenus.
- **Rapport coût-efficacité** : Le portefeuille de placement des réserves doit être géré activement afin de minimiser son coût net éventuel pour les contribuables.



Gouvernance du CFC

Loi sur la monnaie

Le CFC est régi par les dispositions de la *Loi sur la monnaie*, suivant laquelle le ministre des Finances peut, afin de mettre en œuvre l'*Énoncé de politique de placement*, acquérir, emprunter, vendre ou prêter des actifs détenus dans le CFC.

Énoncé de politique de placement

Le ministre des Finances a approuvé, en janvier 2008, une mise à jour de l'*Énoncé de politique de placement* qui régit l'acquisition, la gestion et le dessaisissement des actifs du CFC et qui décrit en détail les objectifs de placement, les catégories d'actifs et les devises admissibles, de même que les limites d'exposition aux risques. Les politiques visent à garantir l'application de pratiques de gestion prudentes et efficaces en accord avec les objectifs et les principes de gestion des réserves. On trouvera à l'annexe I la version mise à jour de l'Énoncé.

Structure de gouvernance

Le ministère des Finances et la Banque du Canada se partagent la responsabilité de gérer les actifs du CFC. C'est la Banque du Canada qui, en sa qualité d'agent financier du ministre des Finances, assure l'exécution des opérations du Compte. La planification stratégique et la gestion opérationnelle du CFC sont exercées conjointement par les deux organisations.

Le Comité de gestion financière (CGF), formé de cadres supérieurs du ministère des Finances et de la Banque du Canada, supervise la gestion du CFC et constitue un organe décisionnel dans les limites des pouvoirs qui lui sont délégués par le ministre. Le Comité conseille le ministre en matière de politique et de stratégies, supervise la mise en application des politiques et des plans qui ont été approuvés, examine les rapports faisant état des résultats obtenus en matière de rendement, et prend des décisions liées à la gestion des réserves.

Le CGF est appuyé par un comité de gestion du risque (CGR), qui a pour mandat d'examiner les risques liés aux recommandations et aux propositions stratégiques et d'émettre son opinion à ce sujet. Le Bureau de surveillance des risques financiers de la Banque du Canada offre un soutien analytique au CGF; il est chargé de surveiller le rendement financier du CFC ainsi que l'exposition au risque de crédit, au risque de liquidité, au risque de marché et au risque opérationnel, et de présenter des rapports périodiques à cet égard.

Le CGF est aussi appuyé par le Comité de gestion de l'actif et du passif (CGAP), qui présente des recommandations au CGF, dans son rôle consultatif, au sujet des questions de stratégie et de politique qui touchent la gestion des réserves en devises, y compris la modification des plafonds et des lignes directrices concernant les réserves en devises établies par le ministre des Finances et le CGF. Dans les limites des pouvoirs qui lui sont délégués par le CGF, le CGAP représente aussi un organe décisionnel dont les décisions sont exécutées par des fonctionnaires de la Banque du Canada et du ministère des Finances.

Pour plus de détails au sujet du cadre de gouvernance du CFC, prière de consulter le document intitulé *Gestion de la trésorerie – Cadre de gouvernance* à l'adresse www.fin.gc.ca/treas/Goveev/TMGF_f.html.



Politiques de gestion du CFC

La gestion du CFC respecte un ensemble de politiques portant sur le placement, le financement, la gestion des actifs et des passifs, la gestion des risques et l'évaluation du rendement.

Politique de placement

La politique sur la gestion des actifs du CFC, contenue dans l'*Énoncé de politique de placement*, est conçue pour réaliser les objectifs stratégiques consistant à maintenir un niveau élevé de liquidité, à préserver la valeur du capital et à optimiser le rendement. À cette fin, elle privilégie des titres (obligations et bons) principalement libellés en dollars américains, en euros ou en yens, émis par des États souverains, des organismes gouvernementaux ou des institutions supranationales. Les réserves peuvent aussi être placées sous forme de dépôts auprès d'institutions financières ou dans des opérations tripartites de pension sur titres libellés en dollars américains, des effets commerciaux ou des certificats de dépôt émis par des entités du secteur privé, de l'or et des droits de tirage spéciaux du Fonds monétaire international (FMI). Enfin, l'Énoncé autorise les activités de prêt de titres afin de produire des rendements supplémentaires.

Selon la politique de placement, le portefeuille du CFC doit comporter deux volets : le volet liquidités et le volet placements. Le volet liquidités sert à répondre aux besoins généraux de liquidités en devises. Il se compose d'actifs hautement cotés, libellés en dollars américains, tels que des obligations du Trésor américain, des bons à prime et des dépôts bancaires à un jour. Le volet placements consiste en un ensemble diversifié de titres de qualité hautement cotés, libellés en dollars américains, en euros et en yens.

Politique de gestion des swaps

La politique de gestion des swaps énonce le cadre s'appliquant aux swaps utilisés pour gérer la structure du passif des titres d'emprunt négociables du gouvernement en régissant l'utilisation, l'acquisition et l'exécution des contrats de swaps. Le gouvernement recourt aux swaps pour atténuer le risque ou pour réduire le coût des emprunts en échangeant des versements d'intérêt ou du principal dans une devise contre le versement dans une autre devise et en changeant les caractéristiques de paiement de l'intérêt sur les emprunts, comme des taux fixes plutôt que variables. La politique énonce les critères d'admissibilité des contreparties aux swaps, de même que les limites d'exposition réelle et potentielle pour les contreparties. Un cadre de gestion des garanties sert à atténuer les risques découlant des variations de la valeur marchande des contrats de swaps au-delà des plafonds déterminés à l'avance.

Politique de gestion des risques

La politique de gestion des risques du CFC vise la détermination, la surveillance et l'atténuation des risques inhérents aux opérations de trésorerie, y compris le risque de change, le risque de taux d'intérêt, le risque de crédit, le risque de liquidité, le risque juridique et le risque opérationnel liés au financement et au placement des réserves de devises, de même que la reddition de comptes, de façon régulière et en temps opportun, sur l'exposition aux divers risques. Pour de plus amples renseignements, prière de consulter la section « Principales initiatives en 2007-2008 ».

Le document intitulé *Cadre de gestion du risque de trésorerie du gouvernement du Canada*, que l'on peut trouver à l'adresse www.fin.gc.ca/treas/frame/tmrf08_f.html, contient un complément d'information sur les politiques de gestion des risques régissant l'ensemble des opérations de gestion des fonds du gouvernement.



Politique de gestion par appariement des actifs et des passifs : Les actifs de réserve en devises qui sont détenus dans le CFC et les passifs du gouvernement du Canada qui servent à leur financement théorique sont gérés comme un portefeuille. Ils sont appariés le plus étroitement possible tant sur le plan des devises que sur celui de la durée, ce qui limite l'exposition nette au risque de change et au risque de taux d'intérêt.

Politique de gestion des risques de crédit : L'admissibilité de placements au CFC est déterminée par un cadre prudentiel qui aide à évaluer la qualité du crédit des contreparties avec lesquelles le gouvernement traite. Le gouvernement et la Banque du Canada emploient un éventail d'outils pour évaluer et gérer le risque de crédit, dont des cadres fondés sur les cotes de crédit externes appliquant le jugement, la diversification du risque de crédit et le recours aux cadres de garanties.

Politique relative au risque de liquidité : Le risque de liquidité associé aux actifs du CFC est faible en raison de la grande qualité du crédit des placements admissibles conformément à l'*Énoncé de politique de placement*. De plus, ce risque est minimisé – en limitant la partie du portefeuille des actifs des réserves et des passifs en devise qui est transférée à un moment donné et en détenant une forte proportion de placements à court terme – pour veiller à ce que le CFC puisse respecter ses engagements à mesure qu'ils arrivent à échéance, quelles que soient les conditions du marché.

Risques juridique et opérationnel : Le risque juridique associé aux ententes et aux contrats conclus avec des parties extérieures, notamment les agents financiers, les mandataires et les emprunteurs et prêteurs du secteur privé, est géré par le ministère des Finances, tandis que le risque opérationnel est géré par la Banque du Canada et fait l'objet de rapports périodiques.

Politique d'évaluation du rendement

La politique d'évaluation du rendement du CFC offre un cadre de mesure et d'évaluation du rendement financier des placements du CFC et des passifs qui s'y rattachent. Elle exige que l'on rende compte à la haute direction du ministère des Finances et de la Banque du Canada, au ministre des Finances et au Parlement, de façon régulière et en temps opportun, du rendement des actifs du CFC et du coût des passifs s'y rattachant.

Mesures du rendement : Les principales mesures du rendement reposent sur l'information comptable (revenus, rendement des coupons et revenu ou coût de portage), alors que l'évaluation du rendement de l'appariement des actifs et des passifs repose sur des mesures du rendement économique, notamment le rendement total. Outre ces mesures, des données de référence sur les passifs, des indices externes et une analyse d'attribution servent à mesurer le rendement du portefeuille. Ces mesures du rendement font l'objet de rapports mensuels à la direction du ministère des Finances et de la Banque du Canada. Pour plus de détails au sujet des mesures du rendement, prière de consulter la section « Rendement du portefeuille » du présent rapport.

Rapports prévus par la loi : Conformément à la *Loi sur la monnaie*, le Bureau du vérificateur général du Canada vérifie les états financiers du CFC et présente un rapport au ministre sur la situation financière du Compte ainsi que ses revenus et flux de trésorerie pour chaque exercice. La *Loi sur la monnaie* prévoit également le dépôt d'un rapport annuel au Parlement qui indique si le rendement financier du portefeuille a permis d'atteindre les objectifs du CFC. La section « Revue des opérations en 2007-2008 » du présent document respecte cet engagement.



Revue des opérations en 2007-2008

La présente section passe en revue les opérations liées aux réserves officielles de liquidités internationales, y compris la réalisation des objectifs, les variations du niveau des réserves et le rendement du portefeuille, y compris l'évaluation des risques.

Évolution du marché pendant la période visée et incidence sur le portefeuille

Les réserves officielles de liquidités internationales sont déclarées à leur valeur marchande en dollars américains. Les variations des taux d'intérêt influent sur la valeur marchande des placements en faisant augmenter (lorsque les taux baissent) ou diminuer (lorsque les taux montent) la valeur des placements détenus dans les réserves. Du 31 mars 2007 au 31 mars 2008, les variations des taux d'intérêt ont eu un effet moindre sur les réserves que les variations des taux de change. Les variations des taux d'intérêt ont augmenté la valeur marchande des réserves de 1,1 milliard de dollars américains, tandis que les réévaluations de devises ont accru leur valeur marchande de 3,5 milliards de dollars américains.

Taux d'intérêt

Les taux d'intérêt des titres émis par le gouvernement américain ont chuté au cours de 2007-2008, car la Réserve fédérale américaine a réduit son taux directeur de 300 points de base par suite des perturbations du marché du crédit. En outre, le rendement des bons du Trésor américain à 3 mois a chuté de 371 points de base, tandis que celui des obligations du Trésor américain à 5 ans diminuait de 210 points de base (graphique 1), d'où l'augmentation de la valeur marchande des titres à revenu fixe libellés en dollars américains que détient le CFC.

La partie du CFC libellée en euros se compose surtout d'obligations. Le rendement des titres d'États souverains européens à 5 ans a reculé de 42 points de base alors que celui des titres à 10 ans est redescendu de 16 points de base (graphique 2). La variation des taux d'intérêt européens a également contribué à hausser la valeur marchande des titres à revenu fixe libellés en euros du CFC.

Le CFC étant géré selon un cadre d'appariement des actifs et des passifs, les hausses de la valeur marchande des réserves ont été en général compensées par une augmentation du même montant de la valeur marchande des passifs servant à financer les actifs des réserves.

Taux de change

Comme environ 52 % des réserves officielles de liquidités internationales étaient placées dans des titres libellés en euros (au 31 mars 2008), la valeur marchande des réserves s'est donc fortement ressentie des fluctuations de cette devise. La crise du crédit et de la liquidité, qui a coïncidé avec les signes précurseurs du ralentissement économique aux États-Unis, a entraîné une dépréciation relativement rapide du dollar américain, surtout par rapport à l'euro. L'appréciation de cette dernière devise a fait augmenter les réserves lorsqu'elles sont exprimées en dollars américains. Entre le 31 mars 2007 et le 31 mars 2008, l'euro a gagné 18,2 % par rapport au dollar américain. Le taux de change dollar américain/euro pendant la période a plafonné à 1,5846 le 26 mars 2008, tandis que le plancher de 1,3303 a été atteint le 12 juin 2007 (graphique 3).



Incidence de la perturbation des marchés de crédit sur le CFC

La deuxième moitié de l'exercice 2007-2008 a été marquée par la crise mondiale du crédit et le resserrement des liquidités, qui ont d'abord été attribuables aux problèmes liés aux prêts à risque et à la dégringolade des prix de l'immobilier aux États-Unis, puis au ralentissement subséquent de l'économie mondiale. Le défaut de remboursement des prêts hypothécaires à risque a miné la confiance dans les produits financiers structurés, de sorte que bien des institutions financières mondiales ont eu de la difficulté à financer les prêts au moyen d'activités hors bilan. L'incertitude quant à la taille et à la répartition des pertes potentielles liées à des produits titrisés complexes a mené au resserrement des conditions du crédit et au recul de la prise de risques. Le processus de désendettement a entraîné d'autres pertes pour les institutions financières sur bon nombre de produits structurés qu'elles ont constaté en temps opportun dans leurs bilans. La perte de confiance dans le crédit des contreparties bancaires a fait augmenter les taux des prêts interbancaires. Les gouvernements de nombreux pays ont adopté des mesures pour rehausser la confiance du marché en contribuant au règlement des problèmes de liquidité confrontant les institutions bancaires et ont déclenché un processus d'examen des responsabilités en matière de surveillance et de réglementation.

Financement du CFC : La turbulence sur les marchés financiers mondiaux a eu, en général, une incidence positive sur la valeur et le financement du CFC. En raison de la grande qualité du crédit et de la forte liquidité des actifs libellés en dollars américains détenus par le CFC, la valeur des actifs du Compte a profité de la ruée vers les titres de qualité alors que les investisseurs tentaient de trouver refuge dans les émissions de titres souverains. De plus, la valeur des actifs à taux fixe libellés en euros du Compte a augmenté, compte tenu de la baisse des taux d'intérêt et de l'appréciation de l'euro par rapport au dollar américain. En raison de la hausse de la valeur marchande des réserves au cours de la période de rapport, les besoins financiers annuels permettant de maintenir les réserves aux niveaux prévus ont été quelque peu inférieurs aux prévisions.

Tout au long de la tourmente, le principe d'appariement des actifs et des passifs appliqué par le CFC s'est montré efficace. Une certaine volatilité a été constatée au plan de l'écart entre les actifs et les passifs puisque l'augmentation de la valeur marchande des passifs du gouvernement du Canada a souvent dépassé celle de la valeur marchande des actifs en devises détenus dans le CFC, en raison du profil de crédit solide du Canada sur les marchés. À l'automne de 2007, les perturbations du marché ont débouché temporairement sur une moins grande liquidité sur le marché des swaps servant à financer le CFC.

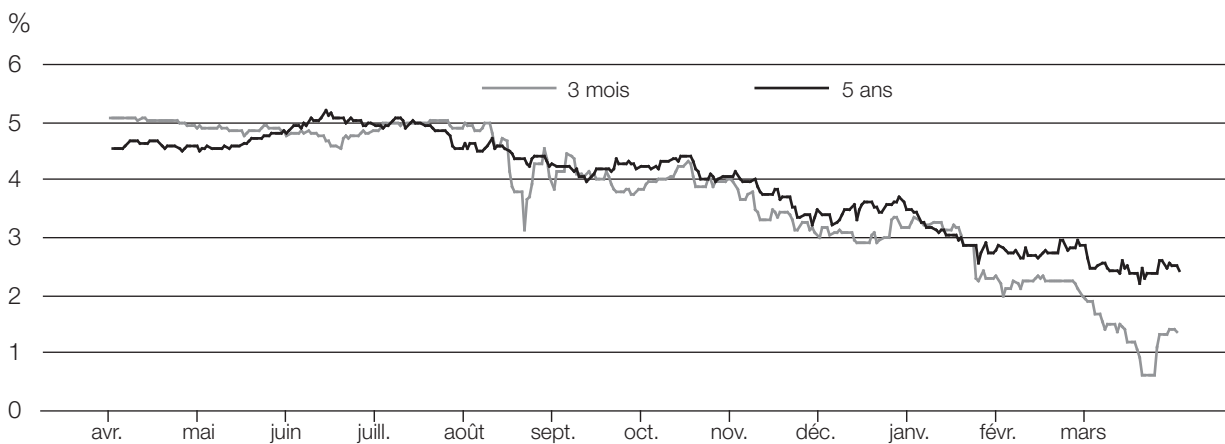
Rendement du portefeuille : Malgré la turbulence, le CFC a continué de respecter son objectif de produire de petits rendements sous-jacents nets positifs pour le gouvernement. La valeur à risque (VaR) de crédit du portefeuille, qui mesure les risques d'éventuels incidents de crédit comme les manquements ou les décotes, est demeurée dans les limites acceptables. Le portefeuille est demeuré suffisamment diversifié et protégé contre les risques de crédit du secteur privé par suite du déclassement de quelques contreparties de ce secteur. Le rendement total des actifs du CFC, qui englobe les gains et les pertes non réalisés découlant des variations des différentiels de taux, était légèrement inférieur aux valeurs de référence externes fondées sur les titres émis par les gouvernements américain et allemand. Cette situation s'est produite alors que les portefeuilles du CFC diversifiés en dollars US et en euros ont moins profité de la ruée vers les titres de qualité au cours de la tourmente du marché du crédit que ne l'aurait fait un portefeuille composé seulement de titres du Trésor américain et du gouvernement allemand.



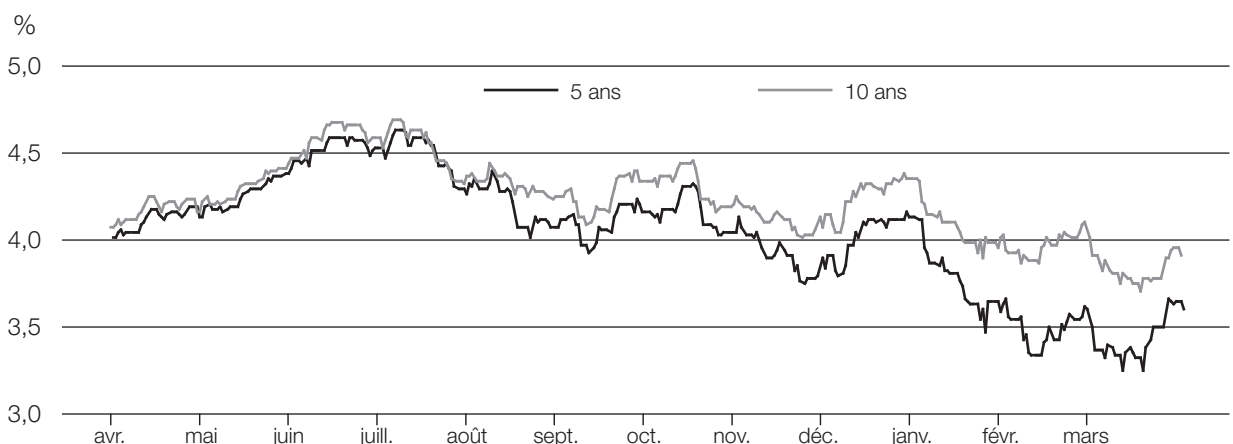
Les réserves officielles de liquidités internationales ont été moins touchées par les variations du taux de change yen/dollar américain (graphique 4) puisque seulement 1,4 % des réserves étaient constituées d'avoires libellés en yens au 31 mars 2008. En bout de ligne, au cours de la période visée, le yen s'est apprécié de 18,2 % vis-à-vis du dollar américain. Au cours de cette période, le plancher du taux de change dollar américain/yen (soit le sommet atteint par le yen) s'est établi à 97,3 le 17 mars 2008, et le taux a plafonné à 123,9 le 22 juin 2007.

Compte tenu du cadre d'appariement des actifs et des passifs, quelques rajustements opérationnels ont été faits au cours de l'année en raison de la diminution des besoins financiers prévus attribuable à l'appréciation des actifs du portefeuille libellés en euros. L'impact de l'appréciation de l'euro sur la situation financière du gouvernement a été relativement modeste.

Graphique 1
Évolution du rendement des titres du Trésor des États-Unis à 3 mois et à 5 ans du 31 mars 2007 au 31 mars 2008



Graphique 2
Évolution du rendement des titres souverains en euros à 5 ans et à 10 ans du 31 mars 2007 au 31 mars 2008

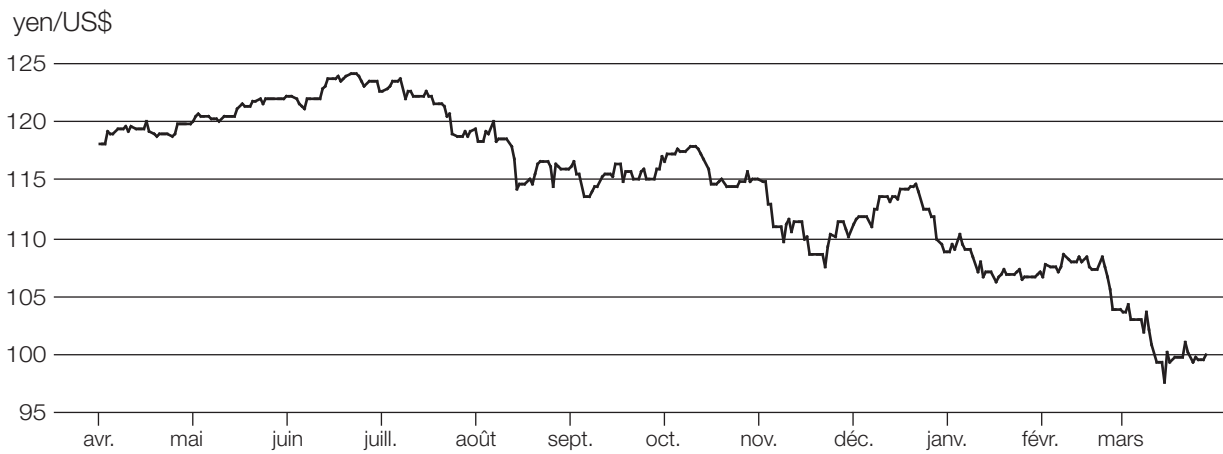




Graphique 3
Évolution de l'euro du 31 mars 2007 au 31 mars 2008



Graphique 4
Évolution du yen du 31 mars 2007 au 31 mars 2008





Principales initiatives en 2007-2008

En 2007-2008, les politiques relatives au risque de crédit du gouvernement ont fait l'objet d'un examen interne. De plus, une évaluation externe a été menée sur son cadre de gestion du risque de trésorerie.

Renforcer le cadre de la politique du risque de crédit

Un cadre de la politique du risque de crédit efficace veille à ce que le risque de contrepartie soit dûment évalué, à ce que des processus soient instaurés pour continuellement surveiller les variations de la qualité du crédit et leur incidence sur le portefeuille et à ce que les risques soient gérés dans les limites appropriées. Un examen interne des politiques du gouvernement relatives au risque de crédit a permis d'évaluer le recours aux cotes de crédit en tant que mécanisme à la fois d'évaluation de la qualité du crédit de contreparties avec lesquelles le gouvernement traite et d'attribution de limites de risque de crédit visant les programmes d'emprunt et de placement en devises. L'examen a également porté sur les risques de contrepartie d'autres opérations de trésorerie du gouvernement, principalement dans le cas de l'adjudication des soldes de trésorerie du receveur général (RG).

Recours aux cotes de crédit : Le gouvernement du Canada prend en compte l'évaluation de la qualité du crédit fournie par les agences d'évaluation du crédit. Il applique une méthode de classement, conforme à la méthode proposée dans l'Accord de Bâle II, pour attribuer une « cote interne » à une entité qui reçoit des cotes d'une série de quatre agences d'évaluation du crédit admissibles (Moody's Investors Service, Standard & Poor's, Fitch Ratings et Dominion Bond Rating Service [DBRS]). Pour être admissible en tant que contrepartie de placement ou contrepartie de swaps du CFC ou pour avoir droit de participer aux adjudications du RG, une entité doit détenir une cote de crédit pour les dettes de premier rang non garanties parmi les sept cotes les plus élevées décernées par au moins deux des quatre agences de cotation. La cote interne attribuée par le gouvernement représente la deuxième cote plus élevée ou la cote appariée la plus élevée dans le cas des swaps. La cote interne sert à établir le niveau de risque de crédit aux contreparties que le gouvernement est disposé à accepter. Même si les cotes servent à établir au préalable et de manière mécanique les limites de risques de contrepartie, les gestionnaires de portefeuille surveillent les risques de contrepartie et ont la marge de manœuvre voulue pour maintenir le risque de crédit réel ou éventuel à même les limites établies.

En mars 2007, DBRS et Moody's ont changé leur méthode d'attribution des cotes de crédit aux institutions financières. Leur évaluation tient compte maintenant de la probabilité que l'État vienne en aide aux institutions en difficulté. Cette modification de la méthode a donné lieu à l'attribution de « cotes internes » plus élevées à nombre de banques nationales et étrangères sans que la qualité du crédit sous-jacent ait changé.

En réaction à la modification de la méthode de cotation du crédit et pour veiller à ce que la gestion du risque de crédit de contrepartie du CFC demeure centrée sur des indicateurs financiers objectifs, le gouvernement a modifié l'utilisation qu'il fait des cotes de crédit pour déterminer les cotes internes de tous les investissements du CFC. De plus, il prévoit revoir son recours aux cotes de crédit en ce qui a trait aux modalités des adjudications de dépôts du RG et aux annexes sur le soutien des garanties des swaps. Les cotes « intrinsèques » (Bank Financial Strength Rating [BFSR] de Moody's et évaluations intrinsèques de DBRS sur les banques), qui n'appliquent pas l'hypothèse du soutien de l'État, servent maintenant à déterminer les cotes de crédit des contreparties, de concert avec les cotes de crédit officielles publiées par Standard & Poor's et Fitch Ratings.



Mise à jour des limites de risque de crédit : Les limites de risque de crédit établies pour chaque contrepartie servent à minimiser les éventuelles pertes financières et à assurer la diversification des sources de financement des placements et des swaps du CFC. Dans le cadre de l'examen de la politique du risque de crédit, les limites de risque de crédit aux contreparties admissibles ont été rajustées, passant d'un montant limite fixe à un pourcentage de la taille cible du portefeuille des réserves pour tous les secteurs d'activité du CFC.

Les réserves ayant augmenté avec le temps, les montants limites fixes de risque, qui s'appliquaient aux États souverains et contreparties du secteur privé cotés A, pouvaient nuire à la diversification du portefeuille et en miner le rendement. C'est pour cela que les limites de risque des investissements étrangers ont été révisées pour devenir des pourcentages fixes du niveau des réserves. Ce changement devrait permettre la progression du risque de crédit de tous les investissements afin d'optimiser le rendement du CFC. Les éventuelles limites de risque aux contreparties de swaps ont elles aussi été augmentées et établies sous forme de pourcentages fixes du niveau cible des réserves.

Pour simplifier encore plus les cadres de limites de crédit et continuer d'appliquer de saines pratiques de gestion du risque de crédit, les limites de risque de change en devises nationales et étrangères des contreparties souveraines de chaque État souverain ont été groupées sous une seule limite. Une limite de contrepartie à pourcentage fixe a été instaurée en 2007 pour toutes les contreparties souveraines cotées AAA, à l'exception des États-Unis, de la France, de l'Allemagne et des Pays-Bas. Les placements non notés admissibles sont demeurés les mêmes après l'examen : les titres émis par les banques centrales et la Banque des règlements internationaux, les dépôts confiés à ces dernières et les placements en DTS créés par le FMI.

Évaluation du Cadre de gestion du risque de trésorerie

En 2007-2008, un expert de l'extérieur, M. Glen Donaldson, professeur agrégé et président de la Division des finances de la Sauder School of Business de l'Université de la Colombie-Britannique, a mené une évaluation du Cadre de gestion du risque de trésorerie s'inscrivant dans les évaluations de programmes permanentes effectuées par le Programme d'évaluation de la trésorerie du ministère des Finances.

L'évaluation a porté sur les processus et pratiques de gestion des risques afin de veiller à l'atteinte des objectifs en matière d'investissement. Elle s'est surtout penchée sur l'efficacité de l'actuel cadre de gestion des risques aux fins du contrôle des risques qui ont été cernés et du caractère exhaustif et complet du cadre pour déterminer, mesurer et contrôler l'éventail complet des risques pertinents et en faire rapport. L'évaluation a permis de comparer le cadre de risque du gouvernement aux pratiques exemplaires en la matière appliquées par de grands investisseurs du secteur public et de grands gestionnaires de réserves souverains semblables.

Selon les conclusions de l'évaluation, la plupart des secteurs du cadre de risque du gouvernement fonctionnent bien et n'ont pas besoin d'être rajustés et la plupart des processus en vigueur au Ministère et à la Banque du Canada sont appropriés et tiennent compte des pratiques exemplaires de l'industrie et de celles d'institutions internationales comparables. L'évaluation recommande également d'apporter des améliorations à certains processus relatifs au risque de trésorerie dans les plus brefs délais tandis que d'autres devront faire l'objet d'une surveillance en vue d'éventuels changements. Rendre les rapports sur les risques plus faciles à lire et fournir de la documentation à l'appui du transfert du savoir institutionnel lors des changements de personnel sont autant d'exemples de secteurs à améliorer. On recommande également dans l'évaluation la surveillance des nouveautés en matière de modèles de risque, de mesures et d'opinions, en vue d'adapter et d'améliorer en continu le cadre de risque.



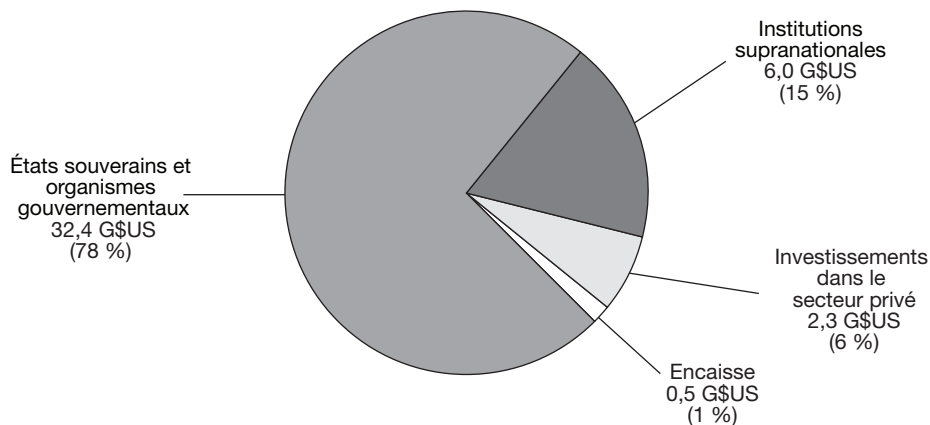
Le rapport d'évaluation a été déposé au Parlement et peut être consulté à la rubrique « Programme d'évaluation de la trésorerie » du site Web du ministère des Finances (www.fin.gc.ca/access/fininstf.html#Évaluations).

Rendement en regard des objectifs stratégiques

En vertu de la *Loi sur la monnaie*, le présent rapport doit indiquer si les objectifs stratégiques pour la période visée ont été atteints. Les trois objectifs, soit maintenir un niveau élevé de liquidité, préserver la valeur du capital et optimiser le rendement, ont été atteints. Le niveau cible de liquidité du portefeuille des réserves a été maintenu tout au long de la période visée, l'exposition du portefeuille aux risques de marché et de crédit est demeurée stable et la mesure sous-jacente du rendement des coupons a été positive (voir la section « Rendement du portefeuille »).

Les réserves de liquidités du CFC (qui excluent l'or et les DTS) se composent principalement de titres émis par des États souverains et des organismes gouvernementaux (78 %), qui répondent à la fois aux exigences de liquidité et de préservation du capital (graphique 5)¹. Quant aux dépôts et aux opérations de pension auprès d'entités du secteur privé, ils ne représentent qu'une faible partie du portefeuille, puisqu'ils sont moins liquides que d'autres options de placement. Le volet liquidités a surtout été constitué d'obligations du Trésor américain, étant donné leur forte liquidité sur le marché.

Graphique 5
Composition des réserves liquides du CFC au 31 mars 2008
(Valeur marchande)



¹ Exclut l'or et les DTS.

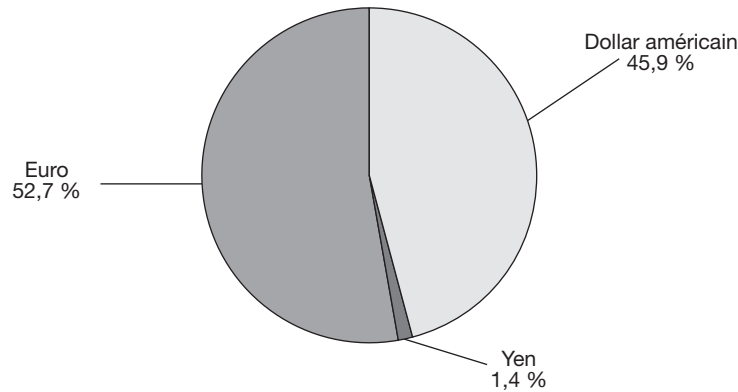


La pratique suivie consiste à détenir une part importante de réserves en dollars américains, parce que la plupart des besoins en devises sont en dollars américains et que, historiquement, les interventions sur le marché des changes ont surtout pris la forme d'opérations visant cette devise. Ces deux dernières années, l'euro s'est apprécié vis-à-vis le dollar américain et, comme le portefeuille est comptabilisé en dollars américains, cette appréciation en a fait changer la composition en devises. Au 31 mars 2008, la part des placements liquides du portefeuille du CFC libellée en dollars américains s'élevait à 18,9 milliards de dollars américains (soit 45,9 %), la part libellée en euros, à 21,7 milliards d'euros (soit 52,7 %) et la part libellée en yens, à 0,592 milliard de yens (soit 1,4 %) (graphique 6)². À titre comparatif, la part du portefeuille libellée en dollars américains s'élevait à 52 % et la part libellée en euros, à 46,6 % le 31 mars 2007.

Graphique 6

Composition en devises des placements liquides du CFC au 31 mars 2008

(Valeur marchande en \$US)



² Exclut l'or et les DTS.



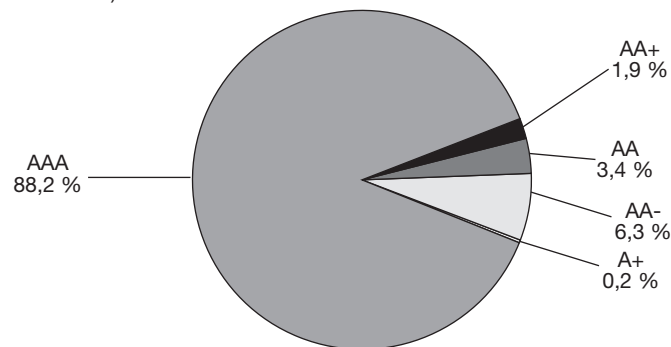
Aux fins de l'objectif qui consiste à préserver la valeur du capital, une entité doit avoir une cote de crédit d'au moins A-/A3 pour être admissible à un placement dans le CFC, conformément à l'*Énoncé de politique de placement*. La majeure partie des placements du CFC se situe dans la catégorie AAA, comme l'indique le graphique 7³. Il convient de signaler que les ententes de rachat sont incluses et garanties par des titres AAA/Aaa.

Les limites d'exposition à une contrepartie sont établies selon la cote de crédit conférée par des agences de notation tierces, et le respect de ces limites fait l'objet d'un suivi en temps réel.

Graphique 7

Composition par cote de crédit des réserves liquides du CFC au 31 mars 2008

(Valeur contractuelle en \$US)



³ Exclut l'or et les DTS.



Composition des réserves officielles de liquidités internationales au 31 mars 2008

Le tableau 2 indique la structure des placements des réserves officielles de liquidités internationales selon la devise et l'échéance résiduelle au 31 mars 2008. Les actifs libellés en dollars américains représentaient un peu moins de la moitié des réserves; ils étaient composés en grande partie de titres à relativement courte échéance (moins de 6 mois) puisqu'ils sont détenus à des fins de liquidité. Les actifs libellés en euros, détenus à des fins de placement, étaient davantage constitués d'effets à moyenne et à longue échéance. L'échéance de plus de 75 % des investissements en euros était supérieure à un an, tandis que celle de tous les investissements en yens ne dépassait pas 12 mois.

Pour les besoins du rapport, l'or, les DTS et la position de réserve au FMI, qui n'ont pas de date d'échéance, sont exprimés en dollars américains. La position de réserve au FMI est assimilée à un placement à échéance indéterminée.

Position de réserve au FMI

Le Fonds monétaire international (FMI) est une organisation internationale qui est structurée comme une coopérative financière appartenant aux pays qui en sont membres. Il a pour objectif de promouvoir la coopération monétaire internationale et la stabilité des taux de change, et de favoriser la croissance économique. L'une des fonctions du FMI consiste à fournir de l'aide financière aux pays qui éprouvent des difficultés temporaires au chapitre de la balance des paiements. Le FMI favorise aussi la croissance économique et la réduction de la pauvreté en accordant des prêts à taux favorables à des pays dans le besoin.

Une quote-part représentant le maximum de ressources qu'un pays est obligé de fournir au FMI, sur demande, est attribuée à chaque pays (incluant le Canada) qui adhère au FMI. De même, le FMI détient habituellement en dépôt auprès de chaque gouvernement des avoirs sous forme de billets et de comptes ne portant pas intérêt. La position de réserve du Canada au FMI correspond à l'écart entre la quote-part du Canada et les avoirs du FMI en dollars canadiens, qui représentent le montant cumulatif de toutes les sommes avancées par le Canada au FMI au fil des ans.

La position de réserve du Canada au FMI est un actif qui est inclus dans les réserves officielles de liquidités internationales. À ce titre, les variations de la position de réserve du Canada qui peuvent résulter d'avances, de remboursements ou de réévaluations ont des répercussions directes sur les Comptes publics du Canada. Cependant, comme la position de réserve au FMI n'est pas gérée activement par le ministère des Finances ni par la Banque du Canada, elle n'est pas incluse dans le CFC; elle est plutôt représentée dans la catégorie plus vaste des réserves officielles de liquidités internationales. En outre, aux fins du rapprochement de la position de réserve au FMI dans le cadre d'appariement des actifs et des passifs des réserves officielles de liquidités internationales, seuls les passifs en dollars américains sont réputés servir au financement de la position de réserve au FMI.



Tableau 2

Structure des placements des réserves officielles de liquidités internationales au 31 mars 2008

Échéance	Encaisse et dépôts à terme	Titres d'État en monnaie nationale	Autres titres	Or	DTS	Total des actifs du CFC	Position de réserve au FMI	Total des réserves officielles de liquidités internationales
Actifs en dollars américains								
Moins de 6 mois	1 545	3 784	5 375	-	-	10 704	-	10 704
6 à 12 mois	-	-	336	-	-	336	-	336
1 à 5 ans	-	-	2 328	-	-	2 328	-	2 328
Plus de 5 ans	-	740	4 788	-	-	5 528	-	5 528
Échéance indéterminée	-	-	-	102	1 062	1 164	668	1 832
Total des actifs en dollars américains	1 545	4 524	12 827	102	1 062	20 060	668	20 728
Actifs en euros¹								
Moins de 6 mois	238	3 475	241	-	-	3 954	-	3 954
6 à 12 mois	-	271	830	-	-	1 101	-	1 101
1 à 5 ans	-	6 794	2 099	-	-	8 893	-	8 893
Plus de 5 ans	-	5 438	2 352	-	-	7 790	-	7 790
Total des actifs en euros	238	15 978	5 522	0	0	21 738	0	21 738
Actifs en yens¹								
Moins de 6 mois	84	-	-	-	-	84	-	84
6 à 12 mois	-	508	-	-	-	508	-	508
1 à 5 ans	-	-	-	-	-	-	-	-
Plus de 5 ans	-	-	-	-	-	-	-	-
Total des actifs en yens	84	508	0	0	0	592	0	592
Total	1 866	21 010	18 349	102	1 062	42 389	668	43 057

¹ La valeur des actifs en euros et en yens est basée sur le taux de change au 31 mars 2008.



Variation du niveau des réserves officielles de liquidités internationales

Le niveau des réserves officielles de liquidités internationales peut varier au fil du temps en raison de divers facteurs. Comme le montre le tableau 3, pendant la période de 12 mois visée, le niveau des réserves a augmenté de 3,7 milliards de dollars américains sous l'effet des réévaluations (3,5 milliards) et du rendement (2,5 milliards). Cette hausse a été tempérée par le coût du service de la dette en devises (1,7 milliard) et les opérations de gestion des réserves (0,6 milliard).

Tableau 3

Sources de la variation des réserves officielles de liquidités internationales du Canada (du 31 mars 2007 au 31 mars 2008)

	Variation (Valeur marchande en M\$US)
Interventions officielles	–
Opérations nettes du gouvernement	–
Opérations de gestion des réserves	-604
Gains ou pertes sur l'or	–
Revenus de placements	2 502
Frais de la dette en devises	-1 660
Effet des réévaluations	3 510
Autres	–
Total de la variation	3 748

Interventions officielles

Une intervention officielle consiste en la vente ou l'achat de devises contre des dollars canadiens, ce qui influe sur le niveau des réserves officielles de liquidités internationales. Il n'y a eu aucune intervention pour soutenir le dollar canadien sur le marché des changes depuis 1998 (annexe 2).

Opérations nettes du gouvernement

Les achats nets de devises effectués pour satisfaire les besoins en devises du gouvernement agissent sur le niveau des réserves officielles de liquidités internationales. Il n'y a eu aucune opération nette du gouvernement au cours de la période à l'étude.

Opérations de gestion des réserves

L'appariement des émissions et des échéances de titres ainsi que de l'achat et de la vente d'actifs libellés en devises influent sur le niveau des réserves du CFC. Au cours de la période visée, le produit de l'émission de swaps de devises et de bons du Canada, qui a totalisé 14,7 milliards de dollars américains, a été inférieur à la valeur des passifs arrivant à échéance (15,3 milliards en tout, dont des billets du Canada totalisant 10,6 milliards et des swaps de devises de 4,3 milliards). Les nouvelles émissions combinées à la hausse de la valeur attribuable à l'appréciation de l'euro ont entraîné une augmentation nette du niveau des réserves officielles de liquidités internationales.



Gains ou pertes sur l'or

Cette variable indique la différence entre la valeur marchande de l'or détenu au début et à la fin de la période visée attribuable aux ventes d'or et aux variations de la valeur marchande de ce métal. Il n'y a eu aucune opération sur or au cours de la période visée, étant donné que le gouvernement a vendu le reste de ses lingots en décembre 2003.

Revenus de placements

Les revenus de placements comprennent les intérêts produits par les placements (1,4 milliard de dollars américains) ainsi que l'augmentation de la valeur marchande des titres résultant des fluctuations des taux d'intérêt (1,1 milliard). Globalement, ces facteurs ont contribué à une augmentation nette de 2,5 milliards du niveau des réserves officielles de liquidités internationales.

Coût du service de la dette en devises

Les frais de service de la dette en devises ont fait baisser le niveau des réserves officielles de liquidités internationales de 1,7 milliard de dollars américains. Les charges ont été imputées sur le Trésor, mais payées au moyen d'actifs en devises du CFC.

Effet des réévaluations

L'effet des réévaluations tient compte des variations de la valeur marchande des réserves officielles de liquidités internationales qui découlent des fluctuations des taux de change. Les réévaluations ont donné lieu à une augmentation nette de 3,5 milliards de dollars américains du niveau des réserves officielles de liquidités internationales, surtout en raison de l'appréciation de l'euro par rapport au dollar américain.

L'annexe 3 présente des données plus détaillées sur les variations et les niveaux mensuels des réserves officielles de liquidités internationales du Canada.

Financement du CFC

Comme on l'a vu, les actifs du CFC sont financés au moyen d'un portefeuille d'emprunts en devises effectués par le gouvernement du Canada auprès de diverses sources, qui servent exclusivement à alimenter ses réserves de change (tableau 4).

Pour satisfaire ses besoins de financement en devises, le gouvernement a recours principalement à un programme permanent de swaps de devises fondés sur des titres intérieurs. Au cours de la période visée, les swaps de devises et les swaps arrivés à échéance ont totalisé 4,3 milliards et 2,3 milliards de dollars américains respectivement. Dans les dernières années, les swaps ont été très rentables comparativement aux autres sources de devises. En 2007-2008, les devises acquises dans le cadre des swaps ont été obtenues à un taux moyen équivalant au taux LIBOR à trois mois pour le dollar américain, diminué de 56 points de base. Ces coûts de financement se comparent avantageusement aux taux obtenus dans la période précédente, qui correspondaient à un taux moyen équivalant au taux LIBOR à trois mois pour le dollar américain, diminué de 41 points de base.

Outre les swaps de devises fondés sur des titres intérieurs, le financement du CFC englobe un programme d'émission d'effets à court terme libellés en dollars américains (bons du Canada), des billets à moyen terme émis sur divers marchés (billets du Canada et eurobillets à moyen terme) et des obligations internationales (obligations multimarchés) dont l'utilisation dépend des besoins de financement et des conditions du marché. Du 31 mars 2007 au 31 mars 2008, le niveau des bons du Canada en



circulation a reculé de 155 millions de dollars américains. En moyenne, les bons du Canada ont été émis à un coût global équivalant au taux LIBOR pour le dollar américain, diminué de 80 points de base, ce qui est généralement inférieur au niveau de financement des années précédentes. Il n'y a eu aucune émission de billets du Canada, d'eurobillets à moyen terme ou d'obligations multimarchés au cours de la période visée.

Les variations indiquées au tableau 4 s'expliquent non seulement par l'émission ou l'arrivée à échéance de certains titres, mais aussi par les fluctuations des taux de change de l'euro et du yen vis-à-vis du dollar américain (étant donné que la valeur des émissions en devises est indiquée en dollars américains). L'encours des émissions en devises est représenté au graphique 8.

Tableau 4

Encours des émissions en devises

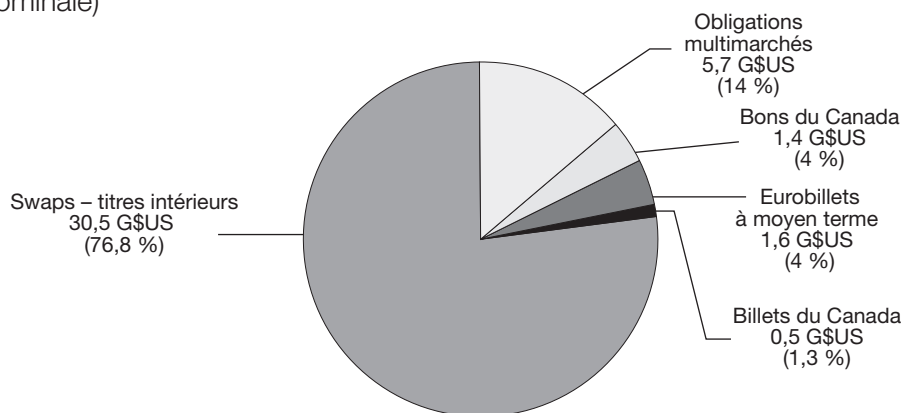
	31 mars 2008	31 mars 2007	Variation
	(Valeur nominale en M\$US)		
Swaps de devises fondés sur des titres intérieurs	30 503	27 962	2 541
Obligations multimarchés	5 729	5 589	-140
Bons du Canada	1 445	1 600	-155
Eurobillets à moyen terme	1 579	1 408	171
Billets du Canada	502	424	78
Total	39 758	36 983	2 495

Nota – Les passifs sont déclarés aux taux de change en vigueur le 31 mars 2008.

Graphique 8

Encours des émissions en devises au 31 mars 2008

(Valeur nominale)



Vous trouverez des précisions sur la gestion des passifs en devises et les risques de crédit qui s'y rattachent dans le *Rapport sur la gestion de la dette* (www.fin.gc.ca/purl/dmr-f.html).



Rendement du portefeuille

Le CFC est un portefeuille d'actifs financiers dans la structure des comptes publics. Pour gérer les risques et assurer la transparence du rendement économique ou du coût pour le gouvernement de la tenue du Compte, plusieurs indicateurs de rendement sont mesurés périodiquement, puis font l'objet de rapports à la haute direction du ministère des Finances et de la Banque du Canada.

La présente section du rapport fournit des renseignements techniques détaillés sur les indicateurs ayant servi à mesurer le rendement dans quatre secteurs : 1) les revenus; 2) l'appariement des actifs et des passifs; 3) le coût des avances au CFC; et 4) les mesures des risques de marché et de crédit. Un survol de ces éléments est présenté ci-après pour mettre en évidence les principaux indicateurs de rendement.

Survol

En 2007-2008, les actifs détenus dans le CFC ont produit des revenus supérieurs à ceux enregistrés en 2006-2007, comme l'indique le tableau 5, compte tenu du portefeuille légèrement plus grand. Les revenus étaient également supérieurs en raison des coupons plus élevés reçus sur des titres à revenu fixe libellés en euros, qui ont compensé les coupons moins élevés reçus sur les titres à revenu fixe libellés en dollars américains. Le coût économique estimatif pour le gouvernement de la tenue du CFC, soit le coût des avances au CFC, a été inférieur aux revenus en 2007-2008.

L'écart entre les coupons sur les actifs des réserves à revenu fixe et sur les passifs en devises à revenu fixe ayant servi à financer les actifs est demeuré positif en 2007-2008. L'écart mesure le rendement sous-jacent du portefeuille si les actifs sont détenus jusqu'à échéance. Au cours de l'exercice, le portefeuille a produit un écart positif, ou rendement de coupon, de 21 points de base, en hausse par rapport aux 10 points de base de l'exercice précédent.

Tableau 5

Sommaire des principaux indicateurs de rendement des réserves officielles de liquidités internationales

	Du 1 ^{er} avril 2007 au 31 mars 2008	Du 1 ^{er} avril 2006 au 31 mars 2007
1) Revenu net (M\$CAN)	1 828	1 765
2) Rendement des actifs par rapport aux passifs (points de base)		
Rendement du coupon	21	10
Indicateurs de l'appariement des actifs et des passifs		
Coût de portage	-3,7	-9,2
Coût ou revenu de portage, y compris les gains ou pertes nets réalisés	11,7	-31,7
Rendement total	-105	31
3) Coût des avances au CFC (M\$CAN)	1 792	n.d.
	31 mars 2008	31 mars 2007
4) Mesures du risque		
Risque de marché :		
valeur à risque sur 10 jours à 99 % (M\$US)	3	15
Risque de crédit :		
valeur à risque sur 365 jours à 99 % (M\$US)	810	493



Le portage du portefeuille, c'est-à-dire l'écart entre les flux de trésorerie réels au titre des revenus d'intérêt et des paiements, a été légèrement en baisse, s'établissant à -3,7 points de base, ce qui représentait une amélioration par rapport à 2006-2007. Les gains ou pertes nets réalisés à l'achat ou à la vente d'actifs ont engendré un revenu (valeur positive) de portage de +11,7 points de base. L'écart entre les deux mesures de portage est attribuable aux gains réalisés à la vente et au rachat d'actifs à mesure que les taux d'intérêt américains fléchissaient. Si on tient compte de l'évolution de la valeur marchande des actifs et des passifs, on constate une baisse du rendement total du portefeuille étant donné l'appréciation plus rapide des passifs en devises du Canada, par suite des ruées vers les titres de qualité, que celle de la valeur des actifs détenus dans le CFC.

La mesure de la valeur à risque (VaR) des pertes éventuelles du portefeuille du CFC attribuables aux fluctuations des taux d'intérêt et de change sur le marché est demeurée très faible en raison de l'appariement des actifs et des passifs des réserves de change. En revanche, celle des pertes éventuelles attribuables au risque de crédit de contrepartie a augmenté quelque peu par suite des différentiels de taux d'intérêt plus grands associés aux bouleversements du marché.

1) Revenus

Les revenus englobent les revenus tirés des placements et les gains de change. En 2007-2008, les revenus ont totalisé 1,83 milliard de dollars canadiens, comparativement à 1,77 milliard pendant la période précédente. Les principaux types de revenus sont résumés au tableau 6. Les données sont exprimées en dollars canadiens, puisque les revenus du CFC sont présentés dans cette devise dans les états financiers ci-joints.

Tableau 6

Revenus du Compte du fonds des changes

	Du 1 ^{er} avril 2007 au 31 mars 2008	Du 1 ^{er} avril 2006 au 31 mars 2007
	(M\$CAN)	
Revenus de placements		
Titres négociables	1 622	1 368
Encaisse et dépôts à court terme	72	109
Dépôts détenus aux termes d'accords de pension	89	105
Droits de tirage spéciaux	38	42
Total des revenus de placements	1 821	1 624
Autres revenus		
Gains (pertes) de change	7	141
Total des revenus	1 828	1 765

Le programme de prêts de titres, en vertu duquel le CFC prête des titres du Trésor américain très prisés sur le marché, accroît le rendement du portefeuille. Le revenu provenant de ces opérations, qui est compris dans le revenu produit par les titres négociables au tableau 6, s'est chiffré à 8,6 millions de dollars canadiens au cours de la période à l'étude, comparativement à 3 millions en 2006-2007.



2) Appariement des actifs et des passifs

L'appariement des actifs et des passifs du CFC est déclaré suivant deux mesures distinctes. La première est le revenu (ou coût) de portage, qui représente le revenu net produit par le financement et la détention des actifs des réserves du point de vue de la comptabilité de caisse seulement. La deuxième mesure est celle du rendement total. Elle représente le rendement net produit par le CFC en incluant les flux de trésorerie comme le décrit la mesure du coût ou du revenu de portage (c.-à-d. les flux d'intérêts et les pertes ou les gains réalisés), de même que les variations de la valeur marchande des actifs et des passifs au cours de la période à l'étude. En incluant les valeurs marchandes des actifs du CFC et des passifs correspondants, la mesure du rendement total englobe les gains ou les pertes non réalisés, soit l'écart entre ce que vaut un actif (ou un passif) en comparaison de ce qu'il a coûté. De cette façon, la mesure du rendement total décrit la valeur marchande ou la juste valeur du CFC.

Revenu ou coût de portage

Le revenu (ou coût) de portage représente l'intérêt gagné sur les actifs du CFC moins l'intérêt payé sur les passifs qui permettent de financer ces actifs. Il englobe aussi les gains ou les pertes réalisés qui découlent des ventes d'actifs, à savoir l'écart entre le prix auquel un actif est vendu et son coût initial. L'une des principales raisons pour laquelle cette mesure est utilisée, c'est qu'elle décrit l'effet du revenu net du CFC sur les Comptes publics du Canada.

Le tableau 7 fournit une estimation du coût ou du revenu de portage du CFC et de chacun des portefeuilles de devises qui le composent. Le coût de portage pour l'exercice 2007-2008 (qu'on exprime par une valeur négative) a été estimé à -3,7 points de base, ce qui constitue une amélioration de 5,5 points de base par rapport à la période précédente. L'amélioration de cette année a été causée par un rétrécissement de l'écart entre les revenus d'intérêt et les flux de paiement à mesure que des passifs de plus longue date à coupons élevés arrivent à échéance.

En tenant compte des gains ou des pertes sur les ventes d'actifs affichés pendant la même période, le CFC a enregistré des gains nets de 61 millions de dollars américains, soit 11,7 points de base, en raison de gains nets réalisés de 60 millions de dollars américains au titre de la vente d'actifs libellés en dollars américains et en euros et de revenus d'intérêts nets de 1 million de dollars américains. Le CFC a aussi réalisé des gains de 91 millions de dollars américains au titre de la vente d'actifs libellés en dollars américains et des pertes de 31 millions de dollars américains au titre de la vente d'actifs libellés en euros. Les pertes réalisées dans le portefeuille libellé en euros sur l'exercice entier ont été compensées par les gains réalisés dans le portefeuille libellé en dollars américains au cours du second semestre par suite de la baisse générale des taux d'intérêt.

La méthode de calcul du revenu ou du coût de portage en 2007-2008 est quelque peu différente de celle utilisée en 2006-2007. Ainsi, en 2006-2007, les frais d'intérêt nets (soit l'intérêt couru sur les actifs moins l'intérêt payé sur les passifs) ont été divisés par la valeur marchande des actifs alors qu'en 2007-2008, la différence obtenue en soustrayant le ratio des bénéfiques (soit l'intérêt couru sur les actifs divisé par la valeur marchande des actifs) du ratio des charges (soit l'intérêt payé sur les passifs divisé par la valeur marchande des passifs) a servi à calculer le revenu ou le coût de portage (formule 1) puisqu'elle tient compte de petits écarts entre les valeurs des actifs et des passifs. Le changement de la méthodologie a eu une incidence minime sur le revenu de portage.



Tableau 7

Revenu ou coût de portage des réserves officielles de liquidités internationales¹

	Du 1 ^{er} avril 2006 au 31 mars 2007			Du 1 ^{er} avril 2007 au 31 mars 2008			Revenu (coût) de portage (gains nets réalisés compris)
	Revenu (coût) de portage	Revenu (coût) de portage (gains nets réalisés compris)	Intérêts perçus sur les actifs	Intérêts versés sur les passifs	Intérêts nets perçus sur les actifs	Revenu (coût) de portage	
	(Points de base)			(M\$US)			(Points de base)
Portefeuille en euros	-17,1	-17,3	731,2	779,6	-48,4	-14,3	-22,4
Portefeuille en yens	0,1	0,1	8,4	8,5	-0,1	-0,1	-0,1
Portefeuille en \$US	7,8	-14,4	933,7	883,8	49,9	10,6	34,1
Total²	-9,2	-31,7	1 673,3	1 671,9	1,4	-3,7	11,7

¹ Les chiffres montrent la contribution de chaque portefeuille de devises au total.

² À l'exclusion de l'encaisse-or ainsi que de la position de réserve au FMI et des passifs connexes.

Formule 1

Méthode de calcul du revenu ou du coût de portage

$$\begin{aligned}
 \text{Revenu (coût) de portage} &= \left(\frac{\text{Intérêt gagné}}{\text{Moyenne des actifs}} \right) - \left(\frac{\text{Intérêt payé}}{\text{Moyenne des passifs}} \right) \\
 &= \left(\frac{1\,673,3 \text{ M\$US}}{38\,989,4 \text{ M\$US}} \right) - \left(\frac{1\,671,9 \text{ M\$US}}{38\,620,2 \text{ M\$US}} \right) \\
 &= 4,292 \% - 4,329 \% \\
 &= -3,7 \text{ points de base}
 \end{aligned}$$

Rendement total selon la valeur marchande

La mesure du rendement total est utilisée de plusieurs façons différentes. Par exemple, elle sert à comparer le rendement des actifs du CFC par rapport à ses passifs, de manière à décrire le rendement net du portefeuille au chapitre de la valeur marchande. Le rendement total des actifs est aussi comparé à un indice externe des passifs pour produire une mesure indépendante du rendement du CFC et mieux expliquer le rendement sous l'angle de l'évolution générale du marché. Enfin, le rendement total du CFC est décomposé en fonction des principales sources de rendement. Pour ce faire, il faut séparer les mesures du rendement total au titre des actifs et des passifs en principales sources de rendement au moyen d'une technique dite de « l'attribution du rendement ». La haute direction peut ainsi déterminer quels aspects du rendement total ont découlé d'influences contrôlables, en comparaison des sources de rendement qui sont dictées par le marché. De même, l'analyse d'attribution permet de déterminer la mesure dans laquelle les objectifs du cadre de gestion des actifs et des passifs du CFC sont réalisés.



Le tableau 8 offre une estimation du rendement total, selon la valeur marchande, de l'ensemble du CFC et de ses principaux portefeuilles par rapport aux passifs correspondants. Le rendement total net se chiffrait à -105 points de base, soit une perte de 394 millions de dollars américains, pour l'exercice ayant pris fin le 31 mars 2008, comparativement à +31 points de base, soit un gain de 105 millions, pour la période ayant pris fin le 31 mars 2007. Cela reflète un rendement net en dollars américains de -115 points de base pour le portefeuille d'actifs libellés dans cette devise, de -93 points de base pour le portefeuille en euros et de -7 points de base pour le portefeuille en yens. Ces chiffres tiennent compte des flux d'intérêts ainsi que de l'ensemble des gains ou pertes réalisés et non réalisés au cours de la période.

Tableau 8

Rendement total du CFC par rapport aux données de référence sur les passifs

	Du 1 ^{er} avril 2006 au 31 mars 2007	Du 1 ^{er} avril 2007 au 31 mars 2008			Total du CFC
	Total du CFC	Portefeuille en \$US	Portefeuille en euros	Portefeuille en yens	
Portefeuille d'actifs du CFC					
Rendement dans la devise originale	s.o.	8,28 %	4,58 %	0,88 %	s.o.
Rendement en dollars américains (A)	8,62 %	8,28 %	23,59 %	19,25 %	15,71 %
Données de référence sur les passifs					
Rendement dans la devise originale	s.o.	9,43 %	5,37 %	0,93 %	s.o.
Rendement en dollars américains (B)	8,31 %	9,43 %	24,52 %	19,32 %	16,76 %
Rendement en dollars américains par rapport aux données de référence sur les passifs (A – B) (points de base)	31	-115	-93	-7	-105

Le tableau 9 compare le rendement total du CFC à un ensemble d'indices de titres d'État établis par la firme Merrill Lynch⁴. On peut ainsi comparer le rendement du CFC à celui d'un portefeuille investi uniquement dans des titres émis par les gouvernements américain et allemand. Même si les indices ont été combinés et pondérés pour refléter la composition en devises et la durée du CFC, ils ne donnent qu'une idée générale de son rendement puisque les fonds du CFC sont investis dans une gamme plus large d'actifs de haute qualité. Au cours de l'exercice ayant pris fin le 31 mars 2008, le rendement total du CFC a été de 30 points de base inférieur à celui des indices externes, en comparaison d'un excédent de 31 points de base au cours de l'exercice ayant pris fin le 31 mars 2007. La sous-performance du CFC au cours de cet exercice tient au fait que la ruée vers des titres de qualité a été plus forte vers les titres émis par l'Allemagne et les États-Unis inclus dans les indices que vers les titres diversifiés détenus dans le CFC.

⁴ Merrill Lynch, utilisation autorisée. MERRILL LYNCH AUTORISE L'UTILISATION « TELLE QUELLE » DES INDICES MERRILL LYNCH, NE FOURNIT AUCUNE GARANTIE CONCERNANT CES INDICES, NE GARANTIT PAS LA QUALITÉ, L'EXACTITUDE OU LE CARACTÈRE COMPLET DE CES INDICES NI DES DONNÉES QU'ILS CONTIENNENT OU QUI EN SONT DÉRIVÉES ET N'ASSUME AUCUNE RESPONSABILITÉ QUANT À LEUR UTILISATION.



Tableau 9

Rendement total du CFC par rapport à des indices externes^{1, 2}
Du 1^{er} avril 2007 au 31 mars 2008

	Portefeuille en \$US	Portefeuille en euros	Portefeuille en yens
Portefeuille d'actifs du CFC			
Rendement dans la devise originale (A)	8,28 %	4,58 %	0,88 %
Rendement en dollars américains	8,28 %	23,59 %	19,25 %
Indices externes			
Rendement dans la devise originale (B)	8,38 %	5,10 %	n.d.
Rendement en dollars américains ³	8,38 %	24,21 %	n.d.
Rendement dans la devise originale par rapport aux indices externes (A – B) (points de base)			
	-11	-52	n.d.

¹ L'indice composé pour le portefeuille en dollars américains correspond à la moyenne pondérée des indices Merrill Lynch suivants : bons du Trésor américain (GOBA) et obligations du Trésor américain à échéances de 1 à 3 ans (G1O2), de 3 à 5 ans (G2O2), de 5 à 7 ans (G3O2) et de 7 à 10 ans (G4O2). La pondération est mise à jour chaque mois en fonction de la répartition des divers types de titres dans le portefeuille en dollars américains détenus dans le CFC.

² L'indice composé pour le portefeuille en euros correspond à la moyenne pondérée des indices Merrill Lynch suivants : bons de l'État allemand (G0DB) et obligations de l'État fédéral allemand à échéances de 1 à 3 ans (G1D0), de 3 à 5 ans (G2D0), de 5 à 7 ans (G3D0) et de 7 à 10 ans (G4D0). La pondération est mise à jour chaque mois en fonction de la répartition des divers types de titres dans le portefeuille en euros détenus dans le CFC.

³ Le rendement par rapport aux indices externes est exprimé dans la devise originale, sauf dans le cas de l'ensemble du CFC, dont le rendement des actifs et celui des indices sont convertis en dollars américains.

Attribution du rendement total

Parmi les principales sources de rendement, l'effet coupon (le rendement qui aurait été obtenu si les taux d'intérêt étaient demeurés inchangés pendant la période considérée) constitue le principal facteur du rendement total positif du CFC. Cet effet représente en général le rendement sous-jacent du portefeuille si les actifs et passifs appariés étaient détenus jusqu'à échéance. L'effet coupon permet d'obtenir un rendement positif, car les actifs du CFC produisent davantage de revenus d'intérêt que nécessaire pour payer les passifs du Compte. De plus, cet effet montre le rendement positif que les gestionnaires de portefeuille obtiennent grâce à leurs décisions en matière de placement et d'émission.

L'effet de courbe de rendement montre la mesure dans laquelle les actifs et les passifs du CFC sont appariés sous l'angle de leur sensibilité aux variations des taux d'intérêt. Il montre comment les actifs et les passifs du CFC réagissent aux variations des différentiels de taux d'intérêt. Habituellement, les variations des différentiels de taux d'intérêt diffèrent d'un actif à l'autre en fonction de la qualité du crédit et sont saisies au moyen de l'effet des différentiels de taux d'intérêt. Le cadre d'appariement des actifs et des passifs ne couvre pas l'effet des différentiels de taux d'intérêt étant donné que les actifs d'investissement et les passifs du gouvernement du Canada diffèrent au niveau de la qualité de crédit. De même, une composante du rendement total est produite par les activités de prêt de titres. L'écart entre le rendement réel et la somme des effets précédents constitue le « rendement résiduel », c'est-à-dire la partie inexpliquée du rendement total. En utilisant ces principales sources de rendement, il est plus facile de faire ressortir les facteurs du rendement total annuel du CFC.



Le tableau 10 résume les résultats de l'analyse d'attribution du rendement des portefeuilles libellés en dollars américains et en euros du CFC pour l'exercice ayant pris fin le 31 mars 2008. On constate que l'effet coupon a été la principale source de rendement dans la devise originale pour les deux portefeuilles. Même si le rendement total du portefeuille libellé en dollars américains a été passablement touché par les fluctuations des taux d'intérêt au cours de la période, des effets similaires ont été observés dans le cas des passifs correspondants, ce qui confirme l'avantage d'avoir utilisé le cadre de gestion de l'appariement des actifs et des passifs du CFC pendant la période. Les perturbations des marchés du crédit ont fait en sorte que les fluctuations des différentiels de taux d'intérêt ont eu une incidence plus forte que la normale, étant donné que les passifs du gouvernement du Canada ont bénéficié davantage des ruées vers les titres de qualité que les actifs détenus dans les portefeuilles libellés en dollars américains et en euros. Le portefeuille libellé en dollars américains a aussi généré de petits rendements positifs grâce au prêt de titres au cours de la période.

Tableau 10

Attribution du rendement des portefeuilles libellés en dollars américains et en euros par rapport aux données de référence sur les passifs
Du 1^{er} avril 2007 au 31 mars 2008

	Portefeuille en \$US		Portefeuille en euros	
	Actifs	Passifs	Actifs	Passifs
				(%)
Effet coupon	4,66	4,42	4,30	4,12
Effet de courbe de rendement	3,66	3,84	-0,02	0,11
Effet des différentiels de taux	0,03	1,19	0,42	1,27
Activités de prêt de titres	0,04			
Rendement résiduel	-0,11	-0,03	-0,12	-0,12
Rendement dans la devise originale	8,28	9,43	4,58	5,37

3) Coût théorique des avances au CFC en provenance du Trésor

En 2008, l'information présentée dans les états financiers du Compte sur le coût théorique des avances sur le Trésor du gouvernement a été enrichie. Cette information, présentée à la note 7 des états financiers, jumelée aux mesures du rendement décrites précédemment, fournit de plus amples renseignements sur le coût économique de la tenue du Compte pour le gouvernement du Canada.



Le coût des avances représente une estimation du coût de la tenue du CFC; il s'obtient en ajoutant le coût du remboursement de la dette en devises (y compris l'intérêt sur les swaps de devises) au montant théorique de l'intérêt en devises qui serait payé sur des éléments ne portant pas intérêt ou des éléments libellés en dollars canadiens. Le niveau des avances en devises, mesuré en dollars canadiens, fluctue en fonction du flux des devises entre le CFC et le Trésor.

Frais d'intérêt en devises réels : Le produit des emprunts en devises est versé au Trésor et avancé en même temps au CFC. L'intérêt et le remboursement du principal des emprunts en devises sont imputés au Trésor, mais payés au moyen des actifs en devises du CFC, ce qui réduit le montant des avances à ce dernier. Les frais d'intérêt en devises réels payés sont convertis en dollars canadiens aux fins de la détermination de cette partie du coût théorique des avances. En 2007-2008, cette valeur s'établissait à 1 723 millions de dollars canadiens.

Intérêt théorique imputé en dollars canadiens : Puisque les actifs du CFC financés intérieurement, les avances de DTS et la part des revenus nets qui est réinvestie dans le fonds (autrement dit, les revenus nets cumulatifs du Compte moins les paiements cumulatifs d'intérêt sur les emprunts en devises) ne sont pas liés aux passifs en devises, un coût d'intérêt théorique est utilisé pour arriver à une approximation des charges d'intérêt théorique sur la partie des avances du Trésor qui a trait à ces actifs. En 2007-2008, un coût pondéré du financement intérieur de 4,61 % a été utilisé pour calculer l'intérêt théorique payé en dollars canadiens, ce qui a donné une valeur de 69 millions de dollars canadiens.

Formule 2

Méthode de calcul du coût des avances

$$\begin{aligned}
 \text{Coût des avances} &= \text{Intérêt réel payé à l'étranger, converti en \$CAN} + \text{Intérêt théorique payé, en \$CAN} \\
 &= 1\,723,4 \text{ M\$CAN} + \left[\begin{array}{l} \text{Moyenne annuelle des} \\ \text{actifs intérieurs financés} \\ \text{(non appariés)} \\ + \\ \text{Moyenne annuelle des DTS} \\ \text{avancés au Trésor} \\ + \\ \text{Moyenne annuelle des} \\ \text{bénéfices du CFC} \end{array} \right] \times \left[\begin{array}{l} \text{Moyenne} \\ \text{annuelle} \\ \text{du coût de} \\ \text{financement} \\ \text{intérieur} \end{array} \right] \\
 &= 1\,723,4 \text{ M\$CAN} + [1\,497,8 \text{ M\$CAN} \times 4,61 \text{ \%}] \\
 &= 1\,723,4 \text{ M\$CAN} + 69,0 \text{ M\$CAN} \\
 &= 1\,792,5 \text{ M\$CAN}
 \end{aligned}$$



4) Mesures des risques

Le cadre de gestion des risques couvre le risque de marché, le risque de crédit, le risque de liquidité, le risque juridique et le risque opérationnel liés au financement et au placement des réserves en devises. Les mesures des risques font l'objet de rapports mensuels à la direction du ministère des Finances et de la Banque du Canada. Le ministre des Finances reçoit un rapport annuel sur la gestion des risques de trésorerie, qui est rédigé en collaboration avec le Bureau de surveillance des risques financiers de la Banque du Canada.

Risque de marché

On a utilisé plusieurs mesures types de l'industrie pour mesurer le risque de marché : l'analyse de scénarios, les essais de tension et la valeur à risque (VaR) (tableau 11). La VaR est une mesure statistique servant à estimer les pertes potentielles pour le portefeuille du CFC attribuables aux fluctuations sévères du marché, comme l'évolution des taux d'intérêt et des taux de change, tandis que les essais de tension et l'analyse des scénarios permettent d'évaluer le rendement du portefeuille lorsque le marché est aux prises avec des circonstances exceptionnelles.

On a effectué des essais de tension périodiques afin de mesurer la sensibilité du portefeuille du CFC aux grandes variations des taux de change et d'intérêt, notamment en estimant l'incidence sur le portefeuille d'une dépréciation de 1 % de l'euro et du yen vis-à-vis du dollar américain, de même que celle d'une hausse de 1 % des taux d'intérêt pour toute la courbe de rendement. Les résultats montrent que, pendant la période visée par le présent rapport, la valeur nette des actifs et des passifs du CFC a été très peu exposée à la dépréciation des devises et aux hausses des taux d'intérêt pour toute la courbe de rendement, par rapport à la situation observée le 31 mars 2007.

Tableau 11

Mesures du risque de marché

Mesures du risque	31 mars 2008		31 mars 2007	
	CFC	Actifs du CFC moins les passifs	CFC	Actifs du CFC moins les passifs
	(M\$US)			
Essais de tension à facteur unique				
Dépréciation de 1 % de l'euro et du yen	-223	1	-180	-3
Hausse de 1 % des taux d'intérêt pour toute la courbe de rendement	-1 212	9	-963	-27
Analyse de scénarios				
Resserrement de la politique monétaire américaine en 1994	-3 420	139	-2 670	75
Crise financière de 1997 en Asie	-1 168	73	-982	30
Cessation de paiements de la Russie et effondrement de LTCM en 1998	-1 649	82	-1 381	6
Attentats terroristes de 2001	1 368	-10	1 100	10
Valeur à risque sur 10 jours à 99 %	678	3	643	15



En outre, on a appliqué périodiquement des scénarios hypothétiques qui imitent les conditions du marché lors de quatre événements extraordinaires du passé : le resserrement de la politique monétaire par la Réserve fédérale américaine en 1994; la crise financière de 1997 en Asie; la cessation des paiements sur la dette par la Russie ainsi que l'effondrement de Long-Term Capital Management (LTCM) en 1998, et les attentats terroristes de 2001 aux États-Unis. Les quatre essais de tension ont révélé que le CFC se comporterait généralement bien en de telles périodes de turbulence des marchés. Les résultats ont été semblables à ceux en date du 31 mars 2007 et montrent que, au net, le CFC est toujours demeuré en bonne position pour profiter des ruées vers les titres de qualité. Le processus de création de scénarios étant dynamique, de nouveaux scénarios ne cessent d'être envisagés; ils seront ajoutés lorsqu'il sera pratique et pertinent de le faire.

La VaR de marché est une mesure statistique permettant d'estimer la perte prévue de la valeur du portefeuille qu'occasionneraient, durant une période déterminée et dans des conditions de marché normales, des variations des taux d'intérêt et des taux de change. On applique régulièrement cette mesure à l'ensemble du portefeuille du CFC ainsi qu'à la position nette des actifs et des passifs. Au 31 mars 2008, la VaR du CFC sur 10 jours, à 99 %, était de 3 millions de dollars américains. Cela signifie que, 99 % du temps, la valeur nette du portefeuille ne devrait pas diminuer de plus de 3 millions de dollars américains au cours d'une période de 10 jours d'ouverture des bourses.

Risque de crédit

Le risque le plus important auquel fait face le CFC est le risque de crédit, que l'on contrôle en établissant des limites au degré d'exposition réelle et potentielle aux contreparties. Un cadre de gestion des garanties est utilisé aux fins de la gestion du risque de crédit des institutions financières contreparties qui découle des swaps de devises servant à financer le CFC. En vertu de ce cadre, des garanties de haute qualité sont confiées à des gestionnaires au nom du CFC lorsque la valeur marchande des contrats de swaps dépasse une limite prédéterminée. Tout comme les risques juridiques et les risques de liquidité, le risque de crédit est contrôlé au moyen de lignes directrices rigoureuses. Pour mesurer l'exposition du CFC au risque de crédit pendant la période visée, on a utilisé le modèle de VaR de crédit et certains essais de tension (tableau 12).

Tableau 12

Mesures du risque de crédit

	31 mars 2008	31 mars 2007
	(M\$US)	
Valeur à risque de crédit et déficit prévu		
Valeur à risque de crédit du CFC sur 365 jours à 99,9 %	810	493
Déficit prévu	1 719	1 402
Essai de tension		
Perte potentielle si toutes les contreparties dont les perspectives sont négatives subissent une décote d'un cran	0,5	0,1



Le modèle de VaR de crédit permet d'estimer la dépréciation maximale escomptée du portefeuille dans un délai d'un an après un incident de crédit, comme la décote ou le défaut d'une contrepartie, dans les conditions normales du marché. Au 31 mars 2008, la VaR de crédit du CFC sur un an, à 99,9 %, était de 810 millions de dollars américains; cela signifie que, 99,9 % du temps, la valeur nette du portefeuille ne devrait pas diminuer de plus de 810 millions de dollars américains au cours d'un an par suite d'incidents de crédit. Une mesure connexe, le déficit prévu, mesure la dépréciation moyenne prévue du portefeuille résultant d'incidents de crédit extrêmes et imprévus survenant au cours de la même période et dont la probabilité de survenance (inférieure à 0,1 %) n'a pas été saisie par la VaR de crédit. Le déficit prévu du CFC a été estimé à 1,7 milliard de dollars américains au 31 mars 2008. L'augmentation de la VaR de crédit par rapport à la période précédente tient compte de la croissance du niveau des réserves et des plus grands différentiels de taux d'intérêt, qui augmentent la possibilité de pertes associées à la décote et au défaut.

Des essais de tension du risque de crédit ont aussi été effectués pour évaluer la dépréciation potentielle des actifs du CFC et des passifs connexes par suite d'incidents de crédit exceptionnels sur le marché. Ces essais ont soumis le CFC à des scénarios théoriques, par exemple que toutes les contreparties dont les perspectives sont négatives subissent un déclassement d'un cran. Ces essais montrent que le CFC continuerait de bien performer dans ces circonstances.



Annexe 1 : Énoncé de politique de placement

1. Objet de la politique

L'*Énoncé de politique de placement* du gouvernement du Canada énonce la politique, approuvée par le ministre des Finances aux termes de la *Loi sur la monnaie*, régissant l'acquisition, la gestion et le dessaisissement des actifs du Compte du fonds des changes (CFC).

2. Objet du CFC

Le CFC a pour objet d'aider à contrôler et à protéger la valeur externe du dollar canadien. Les actifs détenus dans le CFC sont gérés de façon à procurer des liquidités en devises au gouvernement et, s'il y a lieu, à fournir des fonds afin de favoriser un comportement ordonné du dollar canadien sur le marché des changes.

3. Gouvernance

La partie II de la *Loi sur la monnaie* régit la gestion du CFC. Dans sa version modifiée en 2005, cette loi prévoit que le ministre des Finances doit établir une politique de placement des actifs du CFC. L'exécution de la politique et de la stratégie connexe est déléguée aux fonctionnaires du ministère des Finances et de la Banque du Canada.

La *Loi sur la Banque du Canada* autorise cette dernière à remplir les fonctions d'agent financier du gouvernement en ce qui concerne la gestion du CFC.

Le Comité de gestion des fonds (CGF), qui est constitué des membres de la haute direction du ministère des Finances et de la Banque du Canada, est responsable de la surveillance des actifs du CFC. Aux fins de l'élaboration des politiques, le CGF est appuyé par le Comité de gestion du risque (CGR) et le Comité de gestion de l'actif et du passif (CGAP). Le CGR est un organe consultatif du CGF qui évalue le risque encouru par les recommandations et formule des opinions sur celui-ci, tandis que le CGAP est responsable de la planification stratégique et de l'évaluation du rendement. Le Bureau de surveillance des risques financiers de la Banque du Canada fournit au CGR et au CGAP un soutien en matière de risque. Les responsables du ministère des Finances et de la Banque du Canada sont chargés de la mise en œuvre du plan stratégique et de l'administration courante des investissements. On trouvera des précisions au sujet de la supervision et de la gouvernance du programme dans le document intitulé *Gestion de la trésorerie – Cadre de gouvernance*, à l'adresse www.fin.gc.ca/treas/Goveev/TMGF_f.html.

4. Restriction quant aux activités

Il est interdit d'exercer une activité incompatible avec les objectifs de placement énoncés ci-après ou en contravention de la *Loi sur la monnaie*.

5. Objectifs de placement

Les placements visent trois objectifs :

- **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.



- **Préserver la valeur du capital** : Réduire au minimum le risque de perte de la 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 liquides¹ (sur le plan des devises et de la durée) et en appliquant des pratiques appropriées d'atténuation des risques.
- **Optimiser le rendement** : Obtenir le meilleur rendement possible tout en respectant les objectifs de liquidité et de préservation de la valeur du capital.

6. Politique de placement

6.1 Catégories d'actifs admissibles

Les actifs du CFC peuvent inclure : 1) des titres à revenu fixe (y compris des obligations, des bons, des billets et des billets à escompte ou des effets commerciaux à court terme) d'émetteurs souverains (y compris des organismes directement cautionnés), de banques centrales, d'entités à financement public et d'institutions supranationales; 2) des dépôts auprès de banques commerciales, de banques centrales et de la Banque des règlements internationaux (BRI); 3) des opérations de pension; 4) des effets commerciaux ou des certificats de dépôt émis par des entités du secteur privé; 5) de l'or; et 6) des droits de tirage spéciaux (DTS) du Fonds monétaire international (FMI). Sous réserve du paragraphe 6.9, les obligations à option intégrée (comme les obligations remboursables) ne sont pas admissibles, de même que les titres émis par des entités qui sont établies au Canada (ou qui tirent la majeure partie de leurs revenus d'activités menées au Canada) et les dépôts auprès de ces entités. Les catégories d'actifs qui ne figurent pas dans la présente politique sont aussi inadmissibles.

6.2 Cotes de crédit

L'admissibilité des placements du CFC dépend de la cote attribuée par les organismes de notation externes. Pour qu'une entité² soit admissible, sa cote de crédit pour les dettes de premier rang non garanties doit être parmi les sept cotes les plus élevées décernées par au moins deux des quatre principales agences de notation³ : Moody's Investors Service, Standard & Poor's (S&P), Fitch Ratings et Dominion Bond Rating Service (DBRS). Si deux cotes ou plus s'appliquent à une même entité, la deuxième plus élevée servira à déterminer l'admissibilité⁴, conformément à la méthode proposée dans l'Accord de Bâle II.

Les seuls placements non notés admissibles sont : a) les titres émis par les banques centrales et la BRI ainsi que les dépôts confiés à ces dernières; b) les placements en DTS créés par le FMI.

¹ Les passifs qui financent les actifs du CFC sont gérés en dehors de ce dernier.

² Dans des cas exceptionnels, le CGAP peut autoriser l'utilisation de la cote de crédit d'une émission de l'entité.

³ Les cotes du CFC relatives à des émetteurs souverains sont fondées sur l'évaluation en monnaie locale ou en devises, la plus faible valeur étant retenue.

⁴ Les cotes de crédit intrinsèques des banques commerciales, évaluées par Moody's (*Bank Financial Strength Rating* ou BFSR) et par DBRS (évaluations intrinsèques), sont utilisées conjointement avec les cotes de crédit officielles de S&P et de Fitch afin de déterminer la qualité relative du crédit des contreparties. Le recours à des cotes intrinsèques vise à éliminer l'hypothèse de garantie gouvernementale implicite qui sous-tend les cotes officielles. Par contre, si deux organismes ou plus donnent la même cote à une entité, c'est la cote supérieure qui l'emporte (par exemple, si la cote de Moody's est AA, celle de S&P est AA, celle de DBRS est AA- et celle de Fitch Ratings est AA-, la cote applicable au CFC sera AA et non AA-).



Agence de notation	Cote minimale
Moody's Investors Service	A3 ou supérieure
Standard & Poor's	A- ou supérieure
Fitch Ratings	A- ou supérieure
Dominion Bond Rating Service	A (faible) ou supérieure

Nota – À titre indicatif, l'échelle de notation utilisée dans le présent document est celle de S&P.

6.3 Limites de risque de crédit

Les limites de risque dépendent de la qualité du crédit pour des catégories d'actifs, pour l'ensemble des actifs et pour chaque contrepartie.

6.3.1 Titres à revenu fixe

Les expositions sur titres à revenu fixe d'émetteurs souverains (y compris les banques centrales et les organismes directement cautionnés), d'entités à financement public et d'institutions supranationales sont indiquées dans le tableau ci-après.

Type d'émission	Plafond global (% du niveau cible des réserves)	Plafond par contrepartie (% du niveau cible des réserves)
Titres en monnaie nationale ou étrangère d'États souverains ayant une cote AAA (y compris les banques centrales et les organismes directement cautionnés)	Aucun	20 (ne comprend pas les obligations directes en monnaie nationale des É.-U., de la France, de l'Allemagne et des Pays-Bas)
Titres en monnaie nationale ou étrangère d'États souverains ayant une cote AA- à AA+ (y compris les banques centrales et les organismes directement cautionnés)	25	10
Titres d'États souverains ayant une cote A+ (y compris les banques centrales et les organismes directement cautionnés)		1,67
Titres d'États souverains ayant une cote A (y compris les banques centrales et les organismes directement cautionnés)	2 (à inclure dans la limite de 25 % indiquée ci-dessus)	0,83
Titres d'États souverains ayant une cote A- (y compris les banques centrales et les organismes directement cautionnés)		0,33
Entités à financement public (obligations non garanties de premier rang)	15	3
Institutions supranationales (à l'exclusion de la Banque des règlements internationaux)	25	10
Banque des règlements internationaux	10	–



6.3.2 Dépôts et autres titres à court terme

Les limites individuelles réelles de risque applicables aux entités du secteur privé pour les contrats à terme, les dépôts, les effets de commerce, les certificats de dépôt et les swaps effectués à des fins de financement sont déterminées selon la cote de crédit, comme l'indique le tableau ci-après. Ces limites sont cumulatives pour tous les secteurs d'activité du CFC et s'appliquent au prix du marché pour les swaps et les contrats à terme, et à la valeur nominale pour les dépôts, les effets commerciaux et les certificats de dépôt. Les entités du secteur privé ne peuvent compter pour plus de 25 % du niveau cible des réserves, et un plafond de 2 % du niveau cible des réserves s'applique aux entités dont la cote va de A+ à A-.

Les limites quant à l'exposition au risque selon la cote de crédit des contreparties et des émetteurs du secteur privé (% du niveau cible des réserves)

Type d'exposition	Cote de crédit du CFC						
	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-
Exposition individuelle réelle	1,00 %	0,67 %	0,50 %	0,33 %	0,17 %	0,08 %	0,03 %
Total de l'exposition réelle		s.o.				2 %	
Dépôts			À la discrétion du CGAP				
Effets commerciaux/certificats de dépôt			À la discrétion du CGAP				

6.4 Structure des portefeuilles du CFC

Les placements sont conservés soit dans le volet liquidité, soit dans le volet placement. Seuls les titres très liquides libellés en dollars américains peuvent être investis dans le volet liquidité : 1) les titres d'États souverains (et d'organismes directement cautionnés par ces derniers) et les titres d'institutions supranationales; 2) les titres d'entités à financement public des États-Unis; 3) les billets à escompte et les effets commerciaux d'entités à financement public des États-Unis ou d'Europe; 4) les dépôts remboursables et les placements à moyen terme auprès de la BRI; 5) les dépôts à un jour dans des banques commerciales; 6) les effets commerciaux et les certificats de dépôt d'émetteurs du secteur privé; et 7) les opérations de pension à un jour.

6.5 Devises admissibles

Le CFC peut être composé de dollars américains, d'euros, de yens et de DTS du FMI. La valeur marchande des titres libellés en dollars américains doit être d'au moins 12 milliards de dollars.

6.6 Terme des placements

L'échéance maximale des actifs du CFC dépend du type d'instrument, de la cote de crédit et de la monnaie d'émission, comme l'indique le tableau ci-après.



Instrument	Échéance maximale
Titres négociables d'émetteurs dont la cote est d'au moins AA-	10,5 ans
Placements d'émetteurs dont la cote est A- à A+	5 ans
Effets commerciaux et certificats de dépôt	1 an
Dépôts auprès de banques commerciales, opérations de pension et tous les instruments non négociables, tels que les dépôts.	3 mois

6.7 Activités autorisées

Les responsables du CFC peuvent acquérir ou emprunter des actifs qui seront détenus dans le CFC, et vendre ou prêter ces actifs. Les ventes à découvert sont interdites.

6.8 Instruments dérivés

Les responsables du CFC peuvent recourir à des instruments dérivés pour atténuer les risques et réduire les coûts. Les instruments dérivés ne peuvent servir à établir des positions spéculatives ou financées par emprunt.

6.9 Prêt de titres et opérations de pension

Les responsables du CFC peuvent prêter ou emprunter des titres détenus dans le CFC par le biais d'un programme de prêt de titres ou d'opérations de pension afin de bonifier le rendement des portefeuilles, pourvu que cela ne compromette pas la liquidité et ne n'engendre pas de risque de pertes importantes. Les responsables doivent nommer et superviser des mandataires, déterminer les biens admissibles en garantie et fixer les marges de garantie. Les effets admissibles en garantie peuvent notamment comprendre des obligations à option intégrée. Les responsables peuvent soit exercer eux-mêmes les activités de gestion, soit déléguer à un agent le pouvoir de choisir les emprunteurs, de négocier les échéances et les taux ainsi qu'investir les liquidités ou les titres remis en garantie.

Les limites individuelles de risque applicables aux entités du secteur privé dans le cas des opérations de pension sont déterminées selon la cote de crédit, comme l'indique le tableau ci-après.

Les limites quant à l'exposition au risque selon la cote de crédit des entités du secteur privé en ce qui concerne les opérations de pension (% du niveau cible des réserves)

Plafond par contrepartie	Cote du crédit du CFC		
	AAA	AA- à AA+	A- à A+
Contre sûreté constituée sur des billets du Trésor américain et d'agences américaines	2,50 %	1,67 %	1,00 %



6.10 Exceptions

Dans des circonstances exceptionnelles comme la décote ou le défaut, le CFC pourrait contenir des actifs (acquis grâce à des placements directs ou, s'il s'agit d'un défaut, à la prise de possession d'effets remis en garantie) qui ne satisfont pas par ailleurs aux critères des catégories d'actifs admissibles ou qui entraînent un dépassement des limites de risque de crédit. Il faut toutefois que des efforts soient faits en temps opportun pour que le CFC se départe de ces actifs ou pour rendre conforme la détention de ces derniers.

7. Évaluation du rendement et gestion des risques

Les responsables doivent mesurer et surveiller le rendement du CFC et les risques auxquels il est exposé, rendre compte des résultats et évaluer ceux-ci par rapport à des indices appropriés. L'information sur le rendement et les risques sera communiquée régulièrement et en temps opportun au CGAP, au CGR, au CGF, au ministre des Finances et au Parlement. Les activités de mesure doivent être conformes aux pratiques exemplaires du secteur privé et fournir des renseignements sur le rendement des actifs du CFC, le coût des passifs connexes et les risques financiers. On trouvera de plus amples renseignements sur les politiques de gestion du risque du gouvernement dans le document intitulé *Cadre de gestion du risque de trésorerie du gouvernement du Canada*.

8. Examen

L'*Énoncé de politique de placement* sera revu chaque année et mis à jour au besoin. Les programmes et les pratiques de placement devraient faire l'objet d'examen externes périodiques, permettant ainsi de garantir qu'ils contribuent bien à la réalisation des objectifs du CFC.



Annexe 2 : Interventions officielles

Le gouvernement pourrait envisager d'intervenir sur le marché des changes pour soutenir le dollar canadien s'il y avait des signes d'un effondrement imminent du marché témoignant d'un grave manque de liquidité (p. ex., une période où les prix sont extrêmement volatils et où tant les acheteurs que les vendeurs désertent graduellement le marché). Une intervention pourrait aussi être envisagée si des fluctuations extrêmes des taux de change mettaient sérieusement en péril les conditions nécessaires à une croissance durable à long terme de l'économie canadienne. L'objet de l'intervention serait alors de contribuer à stabiliser le cours du dollar canadien et de signaler que le gouvernement est prêt à recourir à d'autres mesures stratégiques au besoin.

Depuis septembre 1998, la Banque du Canada, à titre de mandataire du gouvernement, n'a effectué aucune intervention sur le marché des changes sous forme d'achat ou de vente de dollars américains contre des dollars canadiens⁵.

Interventions officielles

	2003	2004	2005	Du 1 ^{er} janvier 2006 au 31 mars 2007	2007- 2008
				(M\$US)	
Achats	-	-	-	-	-
Ventes	-	-	-	-	-
Montant net	-	-	-	-	-

⁵ Les interventions officielles sont comptabilisées séparément des achats nets de devises effectués pour répondre aux besoins du gouvernement en devises ou pour alimenter les réserves.



Annexe 3 : Réserves officielles de liquidités internationales du Canada

Variations d'un mois à l'autre

En fin de mois	Titres	Dépôts	Or ¹	Droits de tirage spéciaux ²	Position de réserve au FMI ³	Total	Variation mensuelle totale	Opérations de gestion des réserves ⁴	Gains ou pertes sur l'or	Revenus sur les placements ⁵	Frais de service de la dette en devises	Effet des réévaluations	Opérations nettes du gouvernement ⁶	Interventions officielles	Autres opérations ⁷
(Valeur marchande, M\$US)															
2007															
Mars	33 657	3 882	72	976	722	39 309	3 275	1 631	0	1 392	-1 373	1 625	0	0	-1
2007-2008															
Avril	34 106	4 311	74	978	714	40 183	874	490	0	85	-91	390	0	0	0
Mai	32 751	5 608	72	972	693	40 096	-87	383	0	-115	-81	-274	0	0	0
Juin	33 451	4 222	71	974	695	39 413	-683	-212	0	15	-585	98	0	0	1
Juillet	34 068	4 493	73	984	685	40 303	890	464	0	348	-146	225	0	0	-1
Août	35 059	3 524	73	985	660	40 301	-2	-286	0	371	-24	-63	0	0	0
Septembre	36 620	2 609	81	1 001	671	40 982	681	-245	0	131	-90	885	0	0	0
Octobre	36 636	2 388	86	1 010	677	40 797	-185	-582	0	240	-157	314	0	0	0
Novembre	36 621	2 439	85	1 022	685	40 852	55	-484	0	406	-92	225	0	0	0
Décembre	37 156	2 158	91	1 015	661	41 081	229	500	0	54	-253	-71	0	0	-1
Janvier	37 721	2 745	101	1 026	668	42 261	1 180	92	0	670	-11	428	0	0	1
Février	38 722	3 096	106	1 035	654	43 613	1 352	622	0	281	-22	471	0	0	0
Mars	39 359	1 866	102	1 062	668	43 057	-556	-1 346	0	16	-108	882	0	0	0
Total⁸	s.o.	s.o.	s.o.	s.o.	s.o.	s.o.	3 748	-604	0	2 502	-1 660	3 510	0	0	0

¹ L'évaluation de l'or est fondée sur le fixing de Londres, en après-midi, le dernier jour ouvrable du mois du relevé.

² Les actifs libellés en droits de tirage spéciaux (DTS) sont évalués en fonction de la valeur en dollars américains du DTS établie par le FMI. Une hausse de cette valeur entraîne une augmentation de la valeur en dollars américains des actifs du Canada libellés en DTS.

³ La position de réserve au FMI correspond aux devises étrangères que le Canada a le droit de tirer, sur demande, aux fins de sa balance des paiements. Elle est égale à la quote-part du Canada, moins les actifs du FMI en dollars canadiens, plus les prêts consentis au FMI.

⁴ Il s'agit de la variation nette des titres et dépôts occasionnée par les activités de financement en devises du gouvernement. (L'émission d'obligations en devises pour acquérir des actifs augmente les réserves, tandis que l'arrivée à échéance des titres les réduit.)

⁵ Les revenus de placements comprennent les intérêts touchés sur les placements et les variations de la valeur marchande des titres dues aux fluctuations des taux d'intérêt.

⁶ Les opérations nettes du gouvernement sur le marché des changes sont les achats nets de devises effectués pour satisfaire les besoins en devises du gouvernement et pour alimenter les réserves.

⁷ Les autres opérations ont trait à des titres pris en charge par le gouvernement du Canada à la suite de la privatisation de Petro-Canada en juillet 1991 et de la dissolution de Petro-Canada Limitée en 2001.

⁸ Les chiffres sont tirés des communiqués sur les réserves officielles de liquidités internationales.



Annexe 4 : Liste des mandataires visés par la *Loi sur la monnaie*

La *Loi sur la monnaie* prévoit que le présent rapport doit contenir le nom des mandataires nommés en vertu du paragraphe 17.2(3) de la Loi pour fournir des services relativement au CFC.

Banque du Canada

En vertu de la *Loi sur la Banque du Canada*, cette dernière est l'agent financier du gouvernement du Canada. À ce titre, elle gère notamment les réserves de devises du gouvernement.

RBC Dexia Investor Services et State Street Corporation

RBC Dexia Investors Services et State Street Corporation gèrent le programme de prêt de titres du CFC. À titre de mandataires du gouvernement, ces deux sociétés prêtent des titres pour le compte du gouvernement. Il s'agit de prêter des titres du gouvernement à une contrepartie qui doit les remettre ultérieurement, ce qui permet d'accroître le rendement du portefeuille.



Annexe 5 : Glossaire

billet du Canada : Billet à ordre généralement libellé en dollars américains et offert sous forme compatible avec le système d'inscription en compte. Les billets du Canada sont émis en coupures de 1 000 dollars américains et en multiples intégraux de cette somme. À l'heure actuelle, l'encours total des effets émis en vertu du programme est limité à 10 milliards de dollars américains. Les billets ont une échéance de neuf mois ou plus et peuvent être assortis d'un taux fixe ou variable. Le taux d'intérêt (ou la formule utilisée pour calculer l'intérêt), le prix à l'émission, l'échéance, les modalités de rachat ou de remboursement ainsi que les autres modalités applicables sont établis par le gouvernement du Canada au moment de l'émission des billets et sont précisés dans le Pricing Supplement. La livraison et le paiement se font par l'intermédiaire de la Bank of New York. Pour vendre les billets, le gouvernement fait appel à cinq maisons de courtage : Credit Suisse First Boston LLC, Goldman, Sachs & Co., Harris Nesbitt Corporation, Lehman Brothers Inc. et Scotia Capital (USA) Inc. Le gouvernement peut aussi vendre des billets à d'autres courtiers ou directement aux investisseurs. Les billets du Canada sont émis dans le seul but d'alimenter les réserves de change.

bon du Canada : Billet à ordre libellé en dollars américains et offert uniquement sous forme compatible avec le système d'inscription en compte. Il s'agit d'un instrument à escompte qui arrive à échéance au plus tard 270 jours après la date d'émission. La plus petite coupure est de 1 000 \$US, et la commande minimale de 1 000 000 \$US. La livraison et le règlement s'effectuent en fonds même jour par l'intermédiaire de la JP Morgan Chase Bank à New York. La distribution initiale est assurée par cinq maisons de courtage : Marchés mondiaux CIBC, Credit Suisse First Boston LLC, Goldman, Sachs & Co., Lehman Brothers Inc. et RBC Dominion valeurs mobilières Inc. Les taux des bons du Canada sont affichés chaque jour pour des échéances allant de un à six mois. Les bons du Canada sont émis dans le seul but d'alimenter les réserves de change.

certificat de dépôt : Billet à ordre émis par une banque. Il s'agit d'un dépôt à terme que le déposant ne peut retirer sur demande. Un retrait est toujours possible mais est souvent assorti d'une pénalité.

droit de tirage spécial (DTS) : Instrument de réserve international créé par le Fonds monétaire international (FMI) en 1969 pour compléter les réserves officielles existantes des pays membres. Les DTS sont attribués à ces derniers au prorata de leur quote-part au FMI. Le DTS est également l'unité de compte du FMI et de certaines autres institutions internationales. Sa valeur est établie selon un panier de grandes monnaies.

effets commerciaux : Titre de créance à court terme non garanti et de premier rang. Il s'agit d'une source de financement à court terme économique que peuvent utiliser les émetteurs les plus importants et les plus dignes de confiance au lieu de contracter des prêts bancaires.

eurobillet à moyen terme : Billet à moyen terme émis à l'extérieur des États-Unis et du Canada. Les eurobillets du gouvernement du Canada sont vendus soit par des membres du groupe de maisons de courtage désignées, soit par d'autres courtiers qui font office de mandataires du gouvernement pour une opération donnée. Les eurobillets font l'objet d'achats fermes (le courtier qui les achète est responsable de leur vente) et sont vendus de façon intermittente. L'arrangeur du programme est Morgan Stanley. L'échéance des eurobillets n'est pas fixe et peut aller du court au long terme. Le programme des eurobillets à moyen terme permet de diversifier davantage les sources de financement économique des réserves de change. Les billets peuvent être libellés dans différentes devises et être structurés en fonction des demandes des investisseurs. Les eurobillets à moyen terme sont émis dans le seul but d'alimenter les réserves de change.

obligation multimarchés : Instrument négociable libellé dans une monnaie étrangère, placé par l'intermédiaire de consortiums et assorti d'un taux d'intérêt fixe. La majorité des obligations multimarchés émises par le Canada sont libellées en dollars américains. Les obligations multimarchés sont émises dans le seul but d'alimenter les réserves de change.

opération de pension : Transaction aux termes de laquelle une partie vend des titres à une autre partie tout en s'engageant à les racheter à un prix et une date prédéterminés. L'opération est semblable à un prêt garanti, où le prêteur reçoit des titres en garantie pour se protéger contre le risque de défaut de paiement. La garantie est offerte au cours du marché, diminué des marges de sécurité voulues pour protéger le gouvernement du risque de marché lié à la valeur des garanties.

point de base : Un centième de un pour cent (0,01 %).

prêt de titres : Prêt de titres d'une contrepartie à une autre, laquelle devra remettre les mêmes titres en guise de remboursement. Le prêt est garanti par d'autres titres de haute qualité. Il permet à une contrepartie qui est en possession d'un titre donné d'en tirer davantage de revenus.

swap de devises : Accord prévoyant l'échange d'engagements libellés dans des monnaies différentes et portant à la fois sur le capital et les intérêts.

COMPTE DU FONDS DES CHANGES

ÉTATS FINANCIERS

31 MARS 2008





Compte du fonds des changes

Responsabilité de la direction relativement aux états financiers

La responsabilité des états financiers du Compte du fonds des changes (CFC) ainsi que de l'information contenue dans le présent Rapport annuel incombe au ministère des Finances. Les activités du CFC sont régies par les dispositions de la partie II de la *Loi sur la monnaie*. La Banque du Canada administre le CFC en sa qualité d'agent financier du gouvernement du Canada.

Les états financiers ont été préparés conformément aux conventions comptables énoncées à la note complémentaire 2, qui concordent avec celles adoptées par le gouvernement canadien et dont l'application ne donne lieu à aucun écart important par rapport aux principes comptables généralement reconnus du Canada dans le secteur public. Par ailleurs, ces conventions ont été appliquées de la même manière qu'au cours de l'exercice précédent.

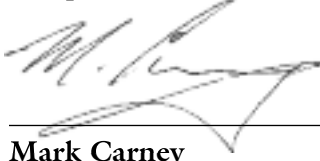
Le ministère des Finances établit les politiques relatives aux opérations et aux placements du CFC ainsi qu'aux activités comptables correspondantes. Il s'assure également que les activités du CFC sont conformes aux dispositions de la *Loi sur la monnaie*.

La Banque du Canada effectue des opérations pour le CFC et tient des registres de façon à fournir une assurance raisonnable quant à la fiabilité des états financiers. La Banque soumet au ministère des Finances un rapport sur la situation financière du CFC et sur les résultats d'exploitation.

La vérificatrice générale du Canada effectue une vérification indépendante des états financiers du CFC et présente au ministre des Finances un rapport sur les résultats de sa vérification.

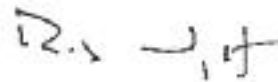
Le Rapport annuel du Compte du fonds des changes est déposé au Parlement avec les états financiers, qui font partie des Comptes publics du Canada et sont soumis au Comité permanent des comptes publics aux fins d'examen.

Le gouverneur,
Banque du Canada,



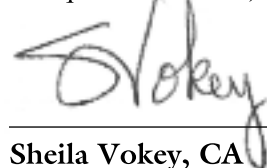
Mark Carney

Le sous-ministre,
ministère des Finances,



Rob Wright

La comptable en chef,
Banque du Canada,



Sheila Vokey, CA

Ottawa (Canada)
Le 27 juin 2008



Vérificatrice générale du Canada
Auditor General of Canada

Rapport du vérificateur

Au ministre des Finances

J'ai vérifié le bilan du Compte du fonds des changes au 31 mars 2008 et les états des revenus et des flux de trésorerie de l'exercice terminé à cette date. La responsabilité de ces états financiers incombe à la direction du Compte. Ma responsabilité consiste à exprimer une opinion sur ces états financiers en me fondant sur ma vérification.

Ma vérification a été effectuée conformément aux normes de vérification généralement reconnues du Canada. Ces normes exigent que la vérification soit planifiée et exécutée de manière à fournir l'assurance raisonnable que les états financiers sont exempts d'inexactitudes importantes. La vérification comprend le contrôle par sondages des éléments probants à l'appui des montants et des autres éléments d'information fournis dans les états financiers. Elle comprend également l'évaluation des principes comptables suivis et des estimations importantes faites par la direction, ainsi qu'une appréciation de la présentation d'ensemble des états financiers.

À mon avis, ces états financiers donnent, à tous les égards importants, une image fidèle de la situation financière du Compte au 31 mars 2008 ainsi que de ses revenus et de ses flux de trésorerie pour l'exercice terminé à cette date selon les principes comptables généralement reconnus du Canada.

De plus, à mon avis, les opérations du Compte dont j'ai eu connaissance au cours de ma vérification des états financiers ont été effectuées, à tous les égards importants, conformément à la partie II de la *Loi sur la monnaie*.

Pour la vérificatrice générale du Canada,

Douglas G. Timmins, CA
vérificateur général adjoint

Ottawa, Canada
Le 27 juin 2008



Compte du fonds des changes

Bilan au 31 mars

	2008	2007
	(en millions de dollars canadiens)	
Actif		
Encaisse et dépôts à court terme (note 3)	1 570	1 925
Dépôts détenus dans le cadre d'accords de pension sur titres (note 4)	339	2 540
Titres négociables (note 5)	39 262	38 463
	41 171	42 928
Autres éléments de l'actif		
Droits de tirage spéciaux	1 085	1 119
Or	7	7
Intérêts courus (note 6)	641	619
	1 733	1 745
	42 904	44 673
Passif		
Dû au Trésor (note 7)	42 904	44 673

(Les notes complémentaires font partie intégrante des états financiers.)

Approuvé par :

Le gouverneur,
Banque du Canada,

Mark Carney

Le sous-ministre,
ministère des Finances,

Rob Wright

La comptable en chef,
Banque du Canada,

Sheila Vokey, CA



Compte du fonds des changes

État des revenus

Exercice terminé le 31 mars

	2008	2007
	(en millions de dollars canadiens)	
Revenus de placements		
Titres négociables	1 622	1 368
Encaisse et dépôts à court terme	72	109
Dépôts détenus dans le cadre d'accords de pension sur titres	89	105
Droits de tirage spéciaux	38	42
	1 821	1 624
Autres revenus		
Gains nets de change	7	141
Revenus nets de l'exercice	1 828	1 765

(Les notes complémentaires font partie intégrante des états financiers.)



Compte du fonds des changes

État des flux de trésorerie

Exercice terminé le 31 mars

	2008	2007
	(en millions de dollars canadiens)	
Flux de trésorerie liés aux activités d'exploitation		
Revenus de placements reçus		
Titres négociables	1 177	998
Dépôts à court terme	59	100
Dépôts détenus dans le cadre d'accords de pension sur titres	97	102
Autres	14	15
Achat de titres négociables	(57 949)	(60 028)
Produit de la vente ou de l'arrivée à échéance de titres négociables	56 614	55 937
Augmentation de la position en devises	275	459
Diminution de la position en devises	(1 843)	(1 563)
Sorties de fonds liées aux activités d'exploitation	(1 556)	(3 980)
Flux de trésorerie liés aux activités de financement		
Augmentation des avances	15 415	19 418
Remboursement des avances	(15 888)	(17 400)
Rentrées (sorties) de fonds liées aux activités de financement	(473)	2 018
Effet des fluctuations des taux de change sur la trésorerie et les équivalents de trésorerie	(527)	(90)
Diminution de la trésorerie et des équivalents de trésorerie	(2 556)	(2 052)
Trésorerie et équivalents de trésorerie		
Solde au début de l'exercice	4 465	6 517
Solde à la fin de l'exercice	1 909	4 465
Constitués comme suit :		
Encaisse et dépôts à court terme	1 570	1 925
Dépôts détenus dans le cadre d'accords de pension sur titres	339	2 540
	1 909	4 465

(Les notes complémentaires font partie intégrante des états financiers.)



Compte du fonds des changes

Notes complémentaires

Exercice terminé le 31 mars 2008

(Sauf indication contraire, les montants inscrits dans les notes complémentaires sont exprimés en millions de dollars canadiens.)

1. Pouvoir et objectif

Le Compte du fonds des changes (CFC) est régi par la partie II de la *Loi sur la monnaie*. Le CFC est ouvert au nom du ministre des Finances et administré par la Banque du Canada en sa qualité d'agent financier. La *Loi sur la gestion des finances publiques* ne s'applique pas au CFC. La majorité des réserves officielles de liquidités internationales du Canada sont versées dans le CFC. Celui-ci renferme environ 98 % (98 % au 31 mars 2007) des réserves officielles canadiennes. Le reste de ces dernières se trouvent dans les comptes de devises du ministre des Finances.

La loi confère au CFC le mandat d'aider à contrôler et à protéger la valeur externe du dollar canadien. Le ministre des Finances habilite le CFC à acquérir ou à vendre les actifs jugés appropriés à cette fin, aux termes de l'Énoncé de politique de placement du CFC.

Les actifs détenus dans le CFC sont gérés en vue de fournir des liquidités en devises au gouvernement et de contribuer, s'il y a lieu, au maintien de conditions favorables au dollar canadien sur le marché des changes. À l'heure actuelle, le Canada a pour politique d'intervenir sur les marchés des changes lorsqu'il le juge à propos, plutôt que de manière systématique, et seulement dans des circonstances tout à fait exceptionnelles. Depuis septembre 1998, il n'y a eu aucune opération visant à modérer les variations du cours du dollar canadien.

Conformément à la *Loi sur la monnaie*, les revenus nets de l'exercice doivent être versés ou imputés au Trésor du gouvernement du Canada au cours des trois mois suivant la fin de l'exercice, et le ministre des Finances rend compte des activités du CFC au Parlement dans les 60 premiers jours de séance du Parlement suivant la fin de l'exercice.

2. Principales conventions comptables

Comme le prévoit la *Loi sur la monnaie*, les états financiers du CFC sont préparés en concordance avec les conventions comptables qu'utilise le gouvernement du Canada pour établir ses états financiers. Les états financiers du CFC sont préparés pour le ministre des Finances en conformité avec les articles 20 et 21 de la *Loi sur la monnaie*. L'application de ces conventions comptables à la présentation et aux résultats du CFC ne donne lieu à aucun écart important par rapport aux principes comptables généralement reconnus du Canada dans le secteur public.

a) Périmètre comptable

Le périmètre comptable du CFC est limité aux opérations permises par une politique établie par le ministre des Finances. À cette fin, les opérations suivantes sont inscrites au CFC :

- i) Le produit, les gains et les intérêts de toute opération relative aux actifs sont portés au crédit du CFC, ainsi que les sommes reçues à l'échéance des dépôts, titres ou billets détenus pour ce compte.



ii) Les revenus nets de l'exercice du CFC sont versés au Trésor (ou, s'ils sont négatifs, imputés à ce dernier).

Le versement d'avances sans intérêt du Trésor au CFC est autorisé par le ministre des Finances, aux conditions fixées par celui-ci.

Les services d'administration, de garde et d'agent financier se rapportant aux opérations du CFC sont fournis et payés par la Banque du Canada. Ces coûts ne sont pas comptabilisés dans les états financiers.

b) Utilisation d'estimations

Pour préparer les états financiers du CFC, la direction doit effectuer des estimations et formuler des hypothèses, en se fondant sur l'information disponible à la date des états financiers. Des estimations ont été utilisées principalement en ce qui concerne la présentation des actifs selon leur juste valeur et l'indication du coût théorique des avances.

c) Conversion des devises et des droits de tirage spéciaux

Les actifs et les avances libellés en devises et en droits de tirage spéciaux (DTS) sont convertis à leurs équivalents en dollars canadiens en fonction des taux de change suivants, lesquels étaient en vigueur aux dates du bilan :

	2008	2007
Dollars américains	1,0265	1,1546
Euros	1,6205	1,5424
Yens	0,0103	0,0098
DTS	1,6881	1,7437

Les gains ou pertes découlant de la conversion des actifs et des avances libellés en devises et en DTS, ainsi que des opérations effectuées au cours de l'exercice, sont enregistrés comme gains ou pertes nets de change et inclus avec les « Autres revenus » dans l'*état des revenus*.

Les revenus de placements en devises et en DTS sont convertis en dollars canadiens aux taux de change en vigueur à la date où ils sont gagnés.

d) Revenus

Les revenus de placements sont enregistrés selon la méthode de la comptabilité d'exercice et comprennent les intérêts gagnés, l'amortissement des primes et des escomptes, les gains et pertes résultant de la vente de titres et les revenus découlant des opérations de prêt de titres. Les intérêts s'accumulent sur les dépôts à court terme, les dépôts détenus dans le cadre d'accords de pension sur titres, les titres négociables et les droits de tirage spéciaux.



e) Actif

Dépôts à court terme

Les dépôts à court terme sont des instruments du marché monétaire au moyen desquels le CFC investit des fonds auprès de contreparties désignées. Ces dépôts sont inscrits au coût et sont généralement détenus jusqu'à l'échéance.

Dépôts détenus dans le cadre d'accords de pension sur titres

Les dépôts détenus dans le cadre d'accords de pension sur titres sont des instruments du marché monétaire au moyen desquels le CFC investit des fonds sur nantissement auprès de contreparties désignées aux taux du marché en vigueur en fonction d'accords de prise en pension de titres tripartites. Les effets remis en nantissement de ces instruments sont confiés à un dépositaire. Le montant comptabilisé des dépôts détenus dans le cadre d'accords de pension sur titres est celui auquel les fonds ont été investis à l'origine.

Titres négociables

Les titres négociables sont inscrits au coût et ajustés afin de tenir compte de l'amortissement de l'escompte ou de la prime d'émission selon la méthode de l'amortissement linéaire sur la durée à courir jusqu'à l'échéance. Les achats et les ventes de titres sont enregistrés à la date du règlement des opérations.

Les réductions de valeur liées à la baisse permanente de la juste valeur des titres sont incluses dans la catégorie « Revenus de placements » de l'*état des revenus*.

Droits de tirage spéciaux

Le droit de tirage spécial (DTS) est l'unité de compte du Fonds monétaire international (FMI), et sa valeur est déterminée en fonction d'un panier composé de grandes monnaies internationales. Les DTS sont inscrits à leur valeur marchande en fin d'exercice.

Or

L'or détenu par le CFC est évalué à 35 DTS l'once troy d'or fin, ce qui s'approche du coût et correspond à la valeur utilisée dans les *Comptes publics du Canada*.

f) Programme de prêt de titres

Le CFC a conclu des ententes de représentation avec deux grandes institutions financières. Les prêts de titres sont effectués au nom du CFC par ces agents, qui les garantissent et se chargent d'obtenir les garanties nécessaires de valeur égale ou supérieure auprès de leurs contreparties admises à ces opérations. Les titres prêtés continuent d'être comptabilisés dans les placements. Les revenus issus du programme de prêt de titres sont inclus dans la catégorie « Titres négociables » de l'*état des revenus*.



3. Encaisse et dépôts à court terme

	2008	2007
	Valeur comptable	Valeur comptable
Encaisse		
Dollars américains	214	238
Euros	244	295
Yens	86	82
Dépôts à court terme		
Dollars américains	1 026	1 310
	1 570	1 925

Au 31 mars 2008, le rendement moyen pondéré à l'échéance sur les dépôts à court terme était de 3,30 % (contre 5,21 % au 31 mars 2007), et l'échéance était de moins de 3 mois (moins de 3 mois au 31 mars 2007).

4. Dépôts détenus dans le cadre d'accords de pension sur titres

Les dépôts détenus dans le cadre d'accords de pension sur titres sont libellés en dollars américains. Au 31 mars 2008, le rendement moyen pondéré à l'échéance sur les dépôts détenus dans le cadre d'accords de pension sur titres était de 3,16 % (contre 5,21 % au 31 mars 2007), et l'échéance était de moins de 3 mois (moins de 3 mois au 31 mars 2007). La juste valeur des garanties détenues pour ces opérations était de 346 millions de dollars (contre 2 591 millions au 31 mars 2007).



5. Titres négociables

Échéance

	2008						2007			
	Moins de 6 mois		6 à 12 mois		1 à 5 ans		Plus de 5 ans		Total	
	Valeur comptable	Rendement	Valeur comptable	Rendement	Valeur comptable	Rendement	Valeur comptable	Rendement	Valeur comptable	Rendement
Dollars américains										
Sociétés	77	3,08 %	-	-	-	-	-	-	77	-
Banques commerciales	948	3,23 %	-	-	-	-	-	-	948	922
États souverains	4 135	2,68 %	-	-	-	-	927	4,34 %	5 062	5 504
Institutions supranationales	430	3,37 %	66	4,92 %	611	4,89 %	2 098	4,84 %	3 205	4 577
Organismes gouvernementaux et autres	3 777	2,97 %	267	4,87 %	1 594	4,68 %	2 191	4,87 %	7 829	7 364
	9 367		333		2 205		5 216		17 121	18 367
Euros										
États souverains	3 096	3,56 %	387	3,83 %	3 955	3,68 %	3 888	4,00 %	11 326	10 844
Institutions supranationales	81	4,05 %	-	-	986	4,31 %	1 483	4,13 %	2 550	1 532
Organismes gouvernementaux et autres	560	3,92 %	745	3,33 %	3 996	3,90 %	2 449	4,04 %	7 750	7 230
	3 737		1 132		8 937		7 820		21 626	19 606
Yens										
États souverains	-	-	515	1,91 %	-	-	-	-	515	490
	-		515		-		-		515	490
Total des titres	13 104		1 980		11 142		13 036		39 262	38 463

Dans le tableau ci-dessus, le rendement correspond au rendement moyen pondéré à l'échéance calculé en fonction de la valeur comptable à la fin de l'exercice pour les titres respectifs.



Au 31 mars 2008, l'encours des primes ou des escomptes non amortis sur les titres négociables s'élevait à 6 millions de dollars (contre 4 millions au 31 mars 2007).

Au 31 mars 2008, une partie des avoirs du CFC en titres du gouvernement des États-Unis consistant en 2 182 millions de dollars américains (valeur nominale) de bons du Trésor (comparativement à 2 355 millions de dollars américains [valeur nominale] au 31 mars 2007) et en 713 millions de dollars américains (valeur nominale) d'obligations du Trésor (contre 359 millions de dollars américains [valeur nominale] au 31 mars 2007) servait aux opérations de prêt de titres aux institutions financières.

6. Intérêts courus

	2008	2007
Intérêts courus		
Encaisse et dépôts à court terme	5	7
Dépôts détenus dans le cadre d'accords de pension sur titres	2	11
Titres négociables		
Dollars américains	160	114
Euros	469	479
DTS	5	8
	641	619

La juste valeur des intérêts courus est réputée correspondre à leur valeur comptable étant donné leur échéance à court terme.

7. Dû au Trésor – Avances

Le CFC est financé par le gouvernement du Canada au moyen d'avances consenties par le Trésor. L'encours de ces dernières est limité à un plafond de 60 milliards de dollars aux termes d'un arrêté du ministre des Finances daté du 30 décembre 2005.

Le Trésor avance au CFC le produit des emprunts en devises contractés par le Canada et des DTS attribués par le FMI. Les remboursements ultérieurs de la dette en devises sont effectués à l'aide des avoirs du CFC et donnent lieu à une baisse des avances en devises consenties par le Trésor. Les intérêts à payer par le Canada au titre des emprunts en devises et les frais relatifs aux DTS attribués au Canada sont imputés directement au Trésor.

Le CFC a besoin d'avances en dollars canadiens pour régler ses achats de devises. Le produit en dollars canadiens des ventes de devises est versé au Trésor. Ces rentrées de fonds, combinées aux paiements en devises effectués au nom du gouvernement du Canada, ont pour effet de faire baisser l'encours des avances en dollars canadiens et peuvent se traduire par des dépôts nets en dollars canadiens du CFC auprès du Trésor.



Au 31 mars, les avances provenant du Trésor étaient constituées de sommes libellées dans les monnaies suivantes :

	2008	2007
Dollars américains	18 904	23 078
Euros	21 489	19 366
Yens	598	568
DTS	(1 030)	(1 064)
Total partiel – devises	39 961	41 948
Dollars canadiens	1 115	960
Revenus nets	1 828	1 765
Total des avances	42 904	44 673

Pour l'exercice terminé le 31 mars 2008, le coût théorique des avances consenties par le Trésor au CFC s'établissait à 1 792 millions de dollars (contre 1 813 millions pour l'exercice terminé le 31 mars 2007). Le coût théorique des avances est constitué des frais d'intérêt effectifs sur les titres de dette libellés en devises et les swaps de devises pour les avances en devises, et de frais d'intérêt théoriques calculés en fonction du taux de financement moyen de l'encours de la dette que le gouvernement du Canada a contractée sur les marchés, s'appliquant au montant net des avances en dollars canadiens et en DTS.

8. Instruments financiers

Le rôle du CFC à titre de principal dépositaire des réserves officielles de liquidités internationales du Canada détermine la nature des actifs détenus et des opérations menées, ainsi que l'utilisation qui est faite des instruments financiers.

a) Risque de crédit

Le risque de crédit est le risque qu'une partie à un contrat financier ne s'acquitte pas de ses obligations suivant les modalités convenues.

Pour assurer une diversification prudente du portefeuille du CFC en matière de risque de crédit, l'*Énoncé de politique de placement* prescrit par le ministre des Finances établit des plafonds pour les avoirs selon la catégorie d'émetteurs (États souverains, organismes gouvernementaux, institutions supranationales, sociétés ou institutions financières commerciales) et le type d'instrument; d'autres limites s'appliquent au montant qui peut être engagé auprès d'un même émetteur ou d'une même contrepartie.

Aux termes de l'*Énoncé de politique de placement*, le CFC peut détenir des titres à revenu fixe émis par des États souverains, des banques centrales, des entités à financement public ainsi que par des organisations supranationales jouissant d'une cote de crédit élevée. Pour être admissible à des fins de placement, une entité doit avoir une cote de crédit qui se situe parmi les sept cotes les plus élevées décernées par deux des quatre agences de notation désignées (Standard & Poor's, Moody's, Fitch et Dominion Bond Rating Service). Le CFC peut également effectuer des dépôts ou d'autres opérations, dans les limites des plafonds prescrits, auprès d'institutions financières commerciales jouissant d'une cote de crédit semblable.



Dans le cadre du programme de prêt de titres, les agents ne peuvent prêter des titres, à hauteur d'un montant maximal prescrit, qu'à des contreparties figurant sur une liste approuvée par le gouvernement. Chaque emprunteur doit conclure un accord de prêt de titres avec l'un des agents. Les emprunteurs sont également tenus de donner des garanties pour les titres empruntés, selon une liste sélective approuvée par le gouvernement. Les garanties admissibles se limitent à certains types de titres et à certaines échéances et cotes de crédit. Les agents fournissent aussi une indemnité en cas de défaillance de l'emprunteur. Le CFC conclut des prêts de titres afin d'obtenir un rendement accru sur les placements.

b) Risques de taux d'intérêt et de change

Le risque de taux d'intérêt est le risque que la juste valeur ou les flux de trésorerie futurs d'un instrument financier fluctuent en raison des variations des taux d'intérêt du marché. Le risque de change est le risque que la juste valeur ou les flux de trésorerie futurs d'un instrument financier fluctuent en raison des variations des cours des monnaies étrangères.

En prenant dûment en considération les risques pour le gouvernement du Canada, on gère les risques de taux d'intérêt et de change selon la politique de gestion actif-passif. Cette politique consiste à appairer la structure de durée des actifs du CFC et les devises dans lesquelles ils sont libellés avec les emprunts en devises du gouvernement du Canada qui financent théoriquement les actifs du CFC.

c) Juste valeur des instruments financiers

	2008		2007	
	Valeur comptable et intérêts courus	Juste valeur	Valeur comptable et intérêts courus	Juste valeur
Placements				
Encaisse et dépôts à court terme	1 575	1 575	1 932	1 932
Dépôts détenus dans le cadre d'accords de pension sur titres	341	341	2 551	2 551
Titres négociables				
Dollars américains	17 281	17 811	18 481	18 466
Euros	22 095	22 070	20 085	19 893
Yens	515	522	490	501
	41 807	42 319	43 539	43 343
DTS	1 090	1 090	1 127	1 127
Or	7	104	7	83
	42 904	43 513	44 673	44 553

La juste valeur estimative de l'encaisse, des dépôts à court terme, des dépôts détenus dans le cadre d'accords de pension sur titres et des DTS est réputée correspondre à leur valeur comptable étant donné leur échéance à court terme.

La juste valeur estimative des titres négociables est établie en fonction des cours du marché. Les conditions du marché observées au 31 mars 2008 ont réduit la juste valeur des titres négociables en euros en deçà de la valeur comptable. Comme on ignore si ces conditions sont liées à une baisse permanente de la juste valeur, la valeur de ces titres n'a pas été ramenée à la juste valeur.

La juste valeur estimative de l'or est fonction du prix établi sur le marché de Londres, qui était de 958,24 \$ l'once troy d'or fin au 31 mars 2008 (comparativement à 764,06 \$ au 31 mars 2007).

9. Engagements

a) Swaps de devises

Les swaps de devises sont des swaps de taux d'intérêt dans des monnaies différentes qui donnent lieu à l'échange du principal à l'origine de même qu'à l'échéance. Le CFC peut conclure des swaps à court terme de devises avec la Banque du Canada afin d'aider cette dernière dans ses opérations de gestion de trésorerie. Aucun tirage n'a été effectué sur de tels mécanismes durant l'exercice terminé le 31 mars 2008 ou celui terminé le 31 mars 2007, et il n'y avait aucun engagement découlant de swaps de devises en cours au 31 mars 2008.

b) Contrats de change à terme

Les contrats de change à terme sont des contrats qui portent sur l'achat ou la vente d'une monnaie étrangère à une date ultérieure prédéterminée et à un cours stipulé d'avance. Dans le cours normal de ses activités, le CFC conclut des contrats de change. Au 31 mars 2008, le CFC était tenu par contrat de vendre 15 millions de dollars en devises (contre 18 millions au 31 mars 2007). Les gains et pertes non réalisés sur les contrats de change sont calculés en fonction des taux de change en vigueur au 31 mars 2008. À cette date, aucun gain ni aucune perte nets non réalisés n'étaient compris dans les revenus nets (néant au 31 mars 2007). Les contrats de change en cours ont été réglés au 1^{er} avril 2008.

c) Contrats de placement

Dans le cours normal de ses activités, le CFC conclut des contrats de placement. Le tableau suivant présente la juste valeur des contrats de placement et leur encours au 31 mars 2008. Les contrats de placement en cours ont été réglés au 3 avril 2008.

	2008		2007	
	Valeur contractuelle	Juste valeur	Valeur contractuelle	Juste valeur
Titres négociables				
Dollars américains				
Achats	(22)	(22)	(115)	(115)
Ventes	22	22	116	116
Euros				
Achats	(495)	(494)	(35)	(35)
Ventes	499	498	36	36

10. Chiffres correspondants

Certains chiffres correspondants de 2007 ont été réagencés afin qu'ils soient conformes à la présentation adoptée pour l'exercice considéré.