

Sommaire de l'enquête de 2013 sur la couverture du risque de change au Canada¹

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

L'enquête de 2013 a porté sur les opérations de la clientèle (entreprises et investisseurs institutionnels) ayant des besoins de couverture à l'égard de l'évolution du dollar canadien. Le présent sommaire regroupe les réponses recueillies par écrit à la fin de mai, ainsi que les informations obtenues dans le cadre d'entretiens bilatéraux tenus en juin³. Ces rencontres permettent d'avoir une vue d'ensemble bien plus globale des enjeux auxquels est confronté le marché et de compléter les réponses aux questions, qui ont un caractère plus quantitatif⁴.

Des thèmes communs se dégagent de l'enquête, lesquels reflètent en partie la composition régionale et sectorielle de la clientèle des banques. Voici une liste des grands thèmes ressortis cette année :

- Les aspects réglementaires – qui avaient fait l'objet de peu d'attention dans les enquêtes précédentes – sont devenus une considération importante aux yeux des banques sondées, en ce qui concerne aussi bien leur activité de change que celle de leur clientèle.
- Tout comme lors des enquêtes antérieures, un grand nombre de répondants ont indiqué que le niveau et la volatilité du dollar canadien étaient les principaux déterminants de l'activité de couverture de leurs

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

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

³ Pendant l'enquête (qui s'est déroulée du 15 mai au 15 juin 2013), la valeur du dollar canadien a oscillé entre 0,9596 et 0,9864 dollar américain. Le taux de change moyen pour la période s'est établi à 0,9731.

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

- clients. Compte tenu de la stabilité relative du cours du dollar canadien, l'activité de couverture de la clientèle n'a pas subi de changements majeurs depuis l'enquête de l'année dernière.
- Composition des opérations de couverture : les clients institutionnels demeurent à l'origine de la plupart de ces opérations, et leurs transactions continuent de se résumer surtout à des activités courantes de couverture et de rééquilibrage. L'activité de couverture des exportateurs, qui domine encore du côté des entreprises, reste motivée d'abord par le niveau du dollar canadien. Bien qu'on n'ait observé aucun déplacement général de l'activité de couverture, l'exposition à l'égard de chacune des monnaies s'est légèrement modifiée tant chez les entreprises que chez les clients institutionnels, sous l'effet de l'évolution des flux de transactions et de changements dans les paramètres de couverture des différentes devises.
 - Les banques estiment à 0,9901 et 0,9853 respectivement le taux de change moyen du dollar canadien qu'ont retenu l'ensemble des clients pour établir leurs budgets de 2013 et de 2014⁵.
 - Le recours aux produits dérivés à des fins de couverture a légèrement augmenté, tout particulièrement en ce qui a trait aux options sur devises. D'après les répondants, l'usage des plateformes de négociation multibanques va toujours croissant, au détriment de l'emploi des plateformes exclusives à une banque et de la passation d'ordres par téléphone.
 - Les considérations relatives à la qualité du crédit sont demeurées importantes au cours de la dernière année. Toutes les banques ont continué de façon générale à intégrer un ajustement d'évaluation du crédit⁶ (*credit valuation adjustment* ou CVA) à leur tarification, malgré les préoccupations exprimées au sujet de son incidence éventuelle sur la compétitivité des prix.

Chacun de ces thèmes est décrit dans le détail ci-dessous.

Réglementation :

Même si la question relative à l'incidence de la réglementation des marchés financiers sur l'activité de change a donné lieu à un large éventail de réponses, c'est elle qui a suscité la plus forte hausse d'intérêt par rapport à l'an dernier. L'incidence de la réglementation demeure plutôt loin dans la liste de priorités des entreprises canadiennes, alors qu'elle revêt désormais une priorité moyenne à élevée chez les caisses de retraite et les investisseurs spéculatifs canadiens. Jusqu'ici, les changements opérés ont eu des effets variables sur les décisions des clients quant à la couverture de leur risque de change. L'incertitude réglementaire et les coûts de mise en conformité élevés ont initialement

⁵ Les estimations de la valeur du dollar canadien vont de 0,9426 à 1,0293 dollar américain pour 2013 et de 0,9251 à 1,0280 dollar américain pour 2014.

⁶ Ajustement apporté au coût de la transaction afin de couvrir le coût associé au risque de contrepartie.

contribué à réduire les volumes de transactions à l'approche des principales dates de mise en œuvre, mais au fur et à mesure qu'augmentait le nombre de clients ayant signé les documents juridiques requis, les volumes de transactions se redressaient quelque peu. Néanmoins, de nombreux participants ont répondu que l'incertitude persistante quant à la manière dont les règlements seraient interprétés et appliqués au bout du compte et les exigences considérables en matière de conformité et de systèmes d'information mobilisaient encore une quantité excessive de ressources de gestion tant chez les banques que chez les clients. La perception générale était que ces facteurs pesaient toujours sur l'activité de négociation. Tel était particulièrement le cas pour les entités que la loi Dodd-Frank désigne sous le nom de « U.S. persons⁷ », et on ne s'étonnera pas d'apprendre que les banques new-yorkaises interrogées signalent plus d'inquiétude à ce propos parmi leur clientèle et une incidence accrue sur le marché, surtout depuis l'entrée en vigueur, au cours de la dernière année, de certains volets de la réglementation aux États-Unis.

Déterminants de l'activité de couverture :

Tant dans le cas des entreprises que dans celui des clients institutionnels, le niveau et la volatilité du dollar canadien sont demeurés les principaux déterminants de l'activité de couverture. Le cours du dollar canadien ayant peu varié durant la période visée par l'enquête, les clients n'ont pas apporté de changements majeurs à la gestion de leurs programmes de couverture. Dans l'ensemble, les importateurs et les exportateurs canadiens ont maintenu tels quels leurs ratios de couverture. Ils ont cependant eu tendance à réduire un peu la durée moyenne de leurs couvertures par suite du recul de la volatilité, puisqu'ils ressentaient moins le besoin de se protéger contre celle-ci. On observe les mêmes comportements parmi les clients institutionnels. La plupart du temps, la durée des instruments de couverture ne dépasse pas six mois, aussi bien dans le cas des entreprises que dans celui des clients institutionnels.

Composition de l'activité de couverture :

Chez les clients institutionnels, la plus large part de l'activité de couverture a été menée par les caisses de retraite canadiennes, suivies des fonds de placement canadiens et des opérateurs spéculatifs de l'étranger, alors que du côté des entreprises, les exportateurs canadiens sont à l'origine des deux tiers des flux associés aux opérations de couverture. Même si, en moyenne, les ratios globaux de couverture n'ont pas varié beaucoup pendant la période visée par l'enquête, quelques changements mineurs sont intervenus dans les expositions en devises des clients.

- Chez la majorité des entreprises, c'est à l'égard du dollar américain que l'exposition au risque de change a connu la plus forte progression – l'euro, les devises des pays de l'Amérique latine et de l'Asie hors Japon arrivant ensuite. L'exposition des entreprises a le plus diminué à l'égard du yen et

⁷ On trouvera une définition à jour de ce terme à l'adresse

<http://www.cftc.gov/ucm/groups/public/@lrfederalregister/documents/file/2013-17958a.pdf>.

de la livre sterling, puis des monnaies des pays de l'Europe centrale et de l'Europe de l'Est.

- Chez les clients institutionnels établis au Canada, l'exposition au risque de change est restée généralement inchangée. Toutefois, elle a augmenté un peu en ce qui concerne le dollar É.-U. et les monnaies des pays de l'Amérique latine, et baissé légèrement dans le cas du yen et des monnaies des pays de l'Europe centrale et de l'Europe de l'Est. Globalement, l'exposition à l'égard des monnaies des pays de l'Asie hors Japon ne semble pas s'être modifiée, bien que la situation varie beaucoup d'un client institutionnel à l'autre.

Attentes relatives au dollar canadien :

L'incidence du niveau et de l'évolution du dollar canadien sur les revenus a été relativement neutre du fait que son cours a eu tendance à évoluer à l'intérieur d'une fourchette durant la dernière année, encore que les réponses données varient entre catégories de clients. De l'avis des banques, l'effet des mouvements du dollar canadien a été neutre pour les exportateurs canadiens, mais modérément positif pour les importateurs canadiens.

Les participants ont aussi été invités à estimer le niveau du dollar canadien retenu par les clients dans leurs budgets de 2013 et de 2014 (voir les tableaux 1 à 3). Les moyennes des taux de change attendus se situent juste au-dessous du centre de la fourchette dans laquelle le dollar s'est maintenu au cours de la dernière année; ce sont les clients institutionnels qui ont les attentes les plus faibles à ce chapitre. Quant aux moyennes des taux anticipés par les entreprises et les clients institutionnels, elles sont relativement inchangées par rapport à l'enquête précédente. Les écarts entre les estimations maximale et minimale vont de 5 à 9 cents pour 2013 et de 8 à 10 cents pour 2014, et ils reflètent le fait que la monnaie évolue dans une fourchette de négociation⁸. La majorité des clients s'attend à voir le dollar canadien s'échanger à l'intérieur d'une fourchette de 0,9500 à 1,0100 dollars É.-U. par dollar canadien, ce qui est légèrement inférieur à celle obtenue l'an dernier.

⁸ L'an dernier, ces écarts allaient de 5 à 9 cents pour 2012 et de 6 à 11 cents pour 2013.

Tableau 1 : Estimation moyenne du niveau du dollar canadien retenu par les clients (**entreprises et institutions**) dans leurs budgets de 2013 et de 2014*

	2013	2014
Moyenne	0,9901 (1,0100)	0,9853 (1,0149)
Maximum (minimum)	1,0267 (0,9740)	1,0253 (0,9754)
Minimum (maximum)	0,9540 (1,0482)	0,9325 (1,0724)
Fourchette	7,27 (7,42)	9,28 (9,70)

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

Tableau 2 : Estimation moyenne du niveau du dollar canadien retenu par les entreprises dans leurs budgets de 2013 et de 2014*

	2013	2014
Moyenne	0,9981 (1,0019)	0,9879 (1,0122)
Maximum (minimum)	1,0235 (0,9770)	1,0280 (0,9728)
Minimum (maximum)	0,9681 (1,0330)	0,9434 (1,0600)
Fourchette	5,55 (5,60)	8,46 (8,72)

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

Tableau 3 : Estimation moyenne du niveau du dollar canadien retenu par les institutions dans leurs budgets de 2013 et de 2014*

	2013	2014
Moyenne	0,9832 (1,0171)	0,9833 (1,0170)
Maximum (minimum)	1,0293 (0,9715)	1,0234 (0,9771)
Minimum (maximum)	0,9426 (1,0609)	0,9251 (1,0810)
Fourchette	8,67 (8,94)	9,83 (10,39)

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

Instruments de couverture et structure de marché :

Les banques attribuent l'emploi légèrement accru des options sur devises pour la couverture du risque de change à quatre facteurs : le désir de tirer profit de la faiblesse exceptionnelle de la volatilité implicite, l'attrait des rendements supplémentaires que génère la vente d'options, la plus grande transparence des prix et la meilleure compréhension des produits sous-jacents.

Selon les banques, le recours à la négociation électronique se répand et la pénétration des plateformes de négociation (qu'elles soient exclusives à une banque ou non) est le plus marquée chez les clients institutionnels. Soulignons toutefois que l'usage de ces plateformes s'accroît à un rythme plus rapide parmi les entreprises – où il était cependant plus limité –, la passation d'ordres par téléphone ayant baissé durant la dernière année au profit de leur transmission à des plateformes multibanques. La préférence des clients institutionnels va aux plateformes dotées d'un système de traitement intégré. La plus grande transparence des prix, les cours plus concurrentiels et la facilité d'utilisation ont aussi été invoqués pour expliquer la popularité croissante de la négociation électronique.

Ajustement d'évaluation du crédit (CVA) :

Les considérations relatives à la qualité du crédit sont demeurées importantes au cours de la dernière année. Toutes les banques interrogées intègrent à leur tarification un ajustement d'évaluation du crédit, qu'elles appliquent maintenant à des opérations assorties d'une échéance plus rapprochée que cela n'était le cas l'an dernier (de trois mois seulement pour ce qui est des clients institutionnels). Chez les entreprises, l'ajustement s'applique encore surtout aux transactions d'une durée d'au moins six mois. Les pratiques en la matière varient néanmoins encore d'une banque à l'autre.

Pour de plus amples renseignements, veuillez communiquer avec :

Médias :

[Relations avec les médias](#)

613 782-8782

Opérateurs des marchés :

[Michal Kozak](#)

Analyste principal

Département des Marchés financiers

613 782-8013

[William Barker](#)

Analyste principal

Département des Marchés financiers

613 782-7875