

Le dollar canadien comme monnaie de réserve

Lukasz Pomorski, Francisco Rivadeneyra et Eric Wolfe, département de la Gestion financière et des Opérations bancaires

- Ces cinq dernières années, des banques centrales et des autorités monétaires ont commencé à intégrer des actifs en dollars canadiens à leurs portefeuilles de réserves officielles de change.
- Selon les données d'une enquête menée par le Fonds monétaire international, les avoirs en dollars canadiens représentaient environ 1,8 % des réserves de change mondiales déclarées au troisième trimestre de 2013.
- Les estimations quant à la valeur totale des titres libellés en dollars canadiens détenus dans les réserves avoisinent 200 milliards de dollars américains.
- Des niveaux plus élevés d'avoirs en dollars canadiens dans les réserves officielles de change peuvent faire diminuer le rendement sur les marchés intérieurs des titres d'emprunt et, par conséquent, réduire le coût du financement pour le gouvernement du Canada, mais ils peuvent aussi nuire à la liquidité des marchés.

La croissance de la part des réserves de change d'autres pays constituée de titres libellés en dollars canadiens, en particulier ceux émis par le gouvernement du Canada, témoigne clairement de la relative résilience de l'économie du pays pendant la crise financière mondiale de 2007-2009.

Les réserves de change sont les actifs que conservent les banques centrales (ou, plus rarement, les ministères des Finances ou les autorités monétaires) pour faire face à des imprévus¹ qui nécessiteraient des interventions sur le marché des changes² ou l'octroi de liquidités en monnaie étrangère aux institutions financières de leur pays, dans le cas où l'accès aux marchés de capitaux serait temporairement interrompu ou retardé.

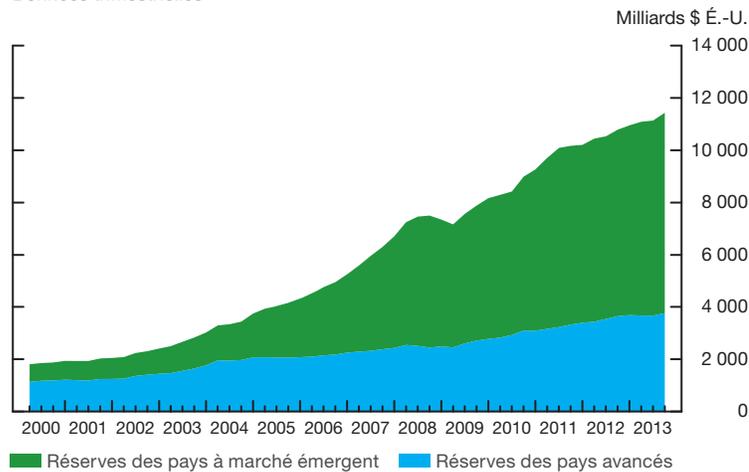
À l'échelle mondiale, les réserves officielles de change ont quadruplé au cours de la dernière décennie, dépassant 11 000 milliards de dollars É.-U.

¹ Pour un examen des réserves de change du Canada détenues dans le Compte du fonds des changes, voir Rivadeneyra et autres (2013).

² Voir Goldberg, Hull et Stein (2013).

Graphique 1 : Réserves officielles totales des pays avancés et à marché émergent, en milliards de dollars É.-U.

Données trimestrielles



Source : données du Fonds monétaire international relatives à la COFER

Dernière observation : 30 septembre 2013

en décembre 2013 (Graphique 1)³. Les réserves de change du Canada ont été accrues, conformément au plan de liquidité prudentielle établi en 2011, qui prévoyait une majoration du niveau d'actifs liquides détenus par le gouvernement fédéral et auxquels celui-ci pourrait avoir recours, au besoin⁴. Les réserves sont habituellement investies dans des obligations d'État et des bons du Trésor bien notés, mais elles peuvent également comprendre d'autres titres émis par des organismes d'État ou des pouvoirs publics locaux. Certains gestionnaires de réserves ont aussi diversifié leur portefeuille en y incorporant des actions.

Une évolution importante en ce qui a trait aux réserves officielles de change des différents pays concerne leur composition en devises, qui est maintenant moins homogène. Encore récemment, les réserves mondiales étaient presque exclusivement investies dans cinq grandes monnaies : le dollar américain, l'euro, le yen, la livre sterling et le franc suisse. Selon les données du Fonds monétaire international (FMI) relatives à la composition en devises des réserves de change (COFER), jusqu'en 2007, la proportion déclarée des réserves dans toutes les autres monnaies dépassait rarement 2 %. Toutefois, à la fin de 2013, la répartition dans les autres monnaies avait plus que triplé pour atteindre 6,3 %, le dollar canadien comptant pour environ 1,8 point de pourcentage. Ce changement majeur a impliqué des entrées considérables de placements de portefeuille dans des titres à revenu fixe canadiens.

La Banque du Canada surveille les évolutions touchant à la gestion des réserves pour bien des raisons. À titre d'agent financier du gouvernement canadien, la Banque collabore avec le ministère fédéral des Finances afin de procurer au gouvernement un financement stable à faible coût, tout en

Une évolution importante en ce qui a trait aux réserves officielles de change des différents pays concerne leur composition en devises, qui est maintenant moins homogène, et a impliqué des entrées considérables de placements de portefeuille dans des titres à revenu fixe canadiens.

³ Ce rythme d'accroissement des réserves a dépassé les mesures d'adéquation traditionnelles comme le PIB nominal, la couverture des passifs à court terme ou les agrégats monétaires au sens large. Voir l'étude du FMI (2011) pour une analyse détaillée.

⁴ Une description du plan de liquidité prudentielle du gouvernement du Canada est publiée à l'adresse <http://www.budget.gc.ca/2011/plan/anx2-fra.html>.

veillant au bon fonctionnement des marchés des titres d'État⁵. La plupart des fonds de réserves de change libellés en dollars canadiens sont placés dans le marché des obligations d'État. La Banque surveille l'incidence de telles activités sur ce marché. Elle jauge également l'effet des changements en matière de gestion des réserves sur la stabilité financière, surtout dans un contexte où le marché des titres d'État et le marché connexe des pensions constituent des marchés de financement essentiels⁶. Dans le cadre de son évaluation constante des risques pesant sur le fonctionnement des marchés de financement essentiels et sur leur stabilité, la Banque assure le suivi des répercussions possibles des activités des gestionnaires de réserves de change sur ces marchés. Enfin, à l'instar de nombreuses autres banques centrales, la Banque du Canada offre des services de garde (par exemple, conservation de valeurs, tenue de registres et règlement d'opérations) pour les titres canadiens sous gestion dans des réserves de change officielles. La croissance de la part des réserves composée de titres libellés en dollars canadiens a provoqué une activité accrue à ce chapitre.

Le présent article donne un aperçu des récentes tendances dans le domaine des réserves de change et explore leurs répercussions possibles sur les marchés financiers canadiens. La première partie constitue une analyse détaillée des flux de capitaux dans les réserves et des portefeuilles qui en découlent, alors que la seconde passe en revue les preuves actuelles de l'influence que les flux des réserves de change pourrait avoir sur le fonctionnement des marchés.

Demande à l'endroit de titres libellés en dollars canadiens

Estimation de la demande des réserves officielles de change étrangères

Afin d'estimer la demande totale outre-frontière des gestionnaires de réserves de change à l'égard des actifs libellés en dollars canadiens, nous utilisons les données du FMI relatives à la COFER⁷. Comme nous l'avons mentionné, par le passé ces données se répartissaient toujours entre les cinq mêmes devises et une catégorie « fourre-tout » correspondant à toutes les autres monnaies. Cependant, l'importance croissante des réserves en dollars canadiens et en dollars australiens a amené le FMI à commencer à déclarer séparément les actifs détenus dans ces deux monnaies, les considérant par le fait même comme des monnaies de réserve. Les données ainsi ventilées ont été publiées pour la première fois en juin 2013; elles présentaient les sommes détenues dans les réserves en dollars canadiens et en dollars australiens pour le quatrième trimestre de 2012 et le premier trimestre de 2013.

5 La Banque fournit des conseils stratégiques au gouvernement fédéral relativement au cadre de distribution de ses titres de dette (dont un aperçu est donné dans la *Stratégie de gestion de la dette* publiée à l'adresse <http://www.budget.gc.ca/2014/docs/plan/anx1-fra.html>) et elle procède régulièrement à l'adjudication de titres du gouvernement canadien. Ces titres sont ensuite négociés sur les marchés secondaires avec des gestionnaires de réserves de change d'autres pays. En l'absence de marchés secondaires bien réglés pour la dette publique, il serait difficile d'atteindre l'objectif qui consiste à procurer un financement stable à faible coût.

6 Revêtant une importance systémique, les marchés de financement essentiels génèrent de la liquidité au sein du système financier (Fontaine, Selody et Wilkins, 2009).

7 Les données relatives à la COFER sont basées sur une enquête menée auprès de 144 gestionnaires de réserves de change — généralement des banques centrales — qui porte sur la ventilation par devise de leurs avoirs.

Encadré 1

Actifs des réserves de change libellés en dollars australiens

Au moment même où la part des réserves de change placée sur les marchés canadiens augmentait, la demande à l'égard des titres australiens était elle aussi en hausse. Au troisième trimestre de 2013, selon les données du Fonds monétaire international (FMI) relatives à la composition en devises des réserves de change (COFER), la proportion des réserves officielles mondiales affectée à des titres libellés en dollars australiens s'établissait à 1,7 %, soit légèrement en deçà de la part des réserves qui est investie dans des actifs en dollars canadiens (1,8 %). L'analyse pratiquée dans le cadre de la présente étude indique que les marchés australiens ont commencé à constater des entrées de fonds liées à la gestion de réserves pratiquement en même temps que les marchés canadiens. Les reportages des médias et nos discussions avec les gestionnaires de réserves donnent à penser que les moteurs de la demande sont similaires dans les cas australien et canadien : le désir de diversifier le contenu des réserves en ayant recours aux actifs de pays possédant la meilleure note de crédit, la sûreté perçue des deux marchés et la possibilité de toucher des rendements un peu plus élevés que ceux offerts par des titres libellés dans une monnaie de réserve classique comme le dollar américain.

Il y a également des différences intéressantes entre les réserves de change placées dans des titres australiens et canadiens. Par exemple, les réserves des pays ayant de forts liens commerciaux avec le Canada ont une pondération relativement plus importante de leurs avoirs en dollars

canadiens. Les données de la Banque du Canada montrent que, parmi les gestionnaires de réserves à l'échelle internationale, la pondération moyenne en actifs libellés en dollars canadiens s'établit à 4,7 % en Europe, alors qu'elle n'est que de 2,4 % en Asie. Par contre, le gestionnaire de réserves européen moyen affecte 3,5 % de ses investissements à des titres en dollars australiens, une proportion qui atteint 8,3 % en moyenne pour les gestionnaires asiatiques, ce qui est représentatif de l'importance des liens économiques entre l'Australie et l'Asie.

En outre, les investisseurs étrangers (autant les gestionnaires de réserves officielles que les autres investisseurs non résidents) occupent une place relativement plus importante dans les marchés des titres d'emprunt australiens que dans ceux du Canada. Entre 2004 et 2011, la part de titres de dette du gouvernement australien détenue par des investisseurs étrangers a pratiquement doublé, passant de 35 à 68 %¹, alors qu'au Canada cette statistique est restée plutôt stable, allant de 20 à 30 %.

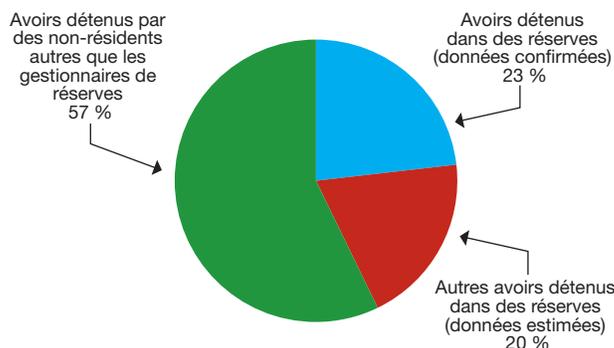
Enfin, l'Australie ne fait pas qu'émettre des actifs de réserve non classiques, elle en détient aussi. En 2011, la Banque de réserve d'Australie a ajouté 5 % d'avoirs en dollars canadiens à son portefeuille de référence; par contre, la réserve du Canada ne compte actuellement aucun actif en dollars australiens.

¹ Voir le site de l'Australian Office of Financial Management, à l'adresse <http://www.aofm.gov.au/statistics/non-resident-holdings>.

D'après les données relatives à la COFER, les actifs libellés en dollars canadiens déclarés au sein des réserves officielles atteignaient 112,5 milliards de dollars É.-U. (115,9 milliards de dollars CAN) au troisième trimestre de 2013, ce qui représente environ 1,8 % des réserves de change déclarées. La proportion d'avoirs en dollars australiens était assez similaire, équivalant à 1,7 % des réserves. L'Encadré 1 traite plus en détail de la question des réserves investies dans des actifs en dollars australiens.

Bien que ces chiffres soient substantiels, ils ne correspondent probablement qu'à une fraction des actifs totaux libellés en dollars canadiens détenus dans les réserves officielles de change, car seule une partie des gestionnaires de réserves invités à participer à l'enquête sur la COFER ont fourni des réponses. Il faut savoir que ces données sont fondées sur la rétroaction de gestionnaires de réserves totalisant quelque 6 000 milliards de dollars É.-U., soit 54 % des réserves officielles de change mondiales, lesquelles s'élèvent à 11 000 milliards de dollars É.-U. La composition en devises — y compris le dollar canadien — des 46 % restants est inconnue.

Graphique 2 : Ventilation des titres publics canadiens détenus par des non-résidents, au troisième trimestre de 2013



Nota : Les titres publics canadiens comprennent la dette du gouvernement fédéral, des administrations locales et des entreprises publiques. Les autres investisseurs non résidents désignent, notamment, les institutions privées et les organisations officielles autres que les gestionnaires de réserves de change, par exemple, les fonds souverains.

Sources : Statistique Canada et données du Fonds monétaire international relatives à la COFER

Dernière observation : 30 septembre 2013

Si le pourcentage des réserves placées dans des actifs en dollars canadiens par les gestionnaires qui n'ont pas pris part à l'enquête est comparable à celui observé dans le cadre de l'enquête, les actifs globaux libellés en dollars canadiens représenteraient 208 milliards de dollars É.-U. (214 milliards de dollars CAN). Pour veiller à la robustesse des résultats, nous avons employé un éventail de méthodes pour évaluer les avoirs totaux : les estimations obtenues varient de 172 à 219 milliards de dollars É.-U. (178 à 226 milliards de dollars CAN) et le point médian de la fourchette correspond à environ 200 milliards de dollars CAN.

Dans le **Graphique 2** sont présentées les réserves officielles de change totales; elles sont estimées à 214 milliards de dollars CAN et exprimées en pourcentage de l'ensemble des titres publics canadiens détenus par des non-résidents, selon Statistique Canada. Nous utilisons les équivalents en dollars canadiens pour effectuer une comparaison avec les chiffres de Statistique Canada concernant le total des titres de non-résidents. Les avoirs acquis par des gestionnaires de réserves de change représentent approximativement 43 % des titres totaux détenus par des non-résidents. D'autres investisseurs officiels étrangers, comme les fonds souverains, pourraient posséder une partie des 57 % restants; toutefois, les données officielles décrivant de manière fiable la répartition de ces avoirs sont limitées.

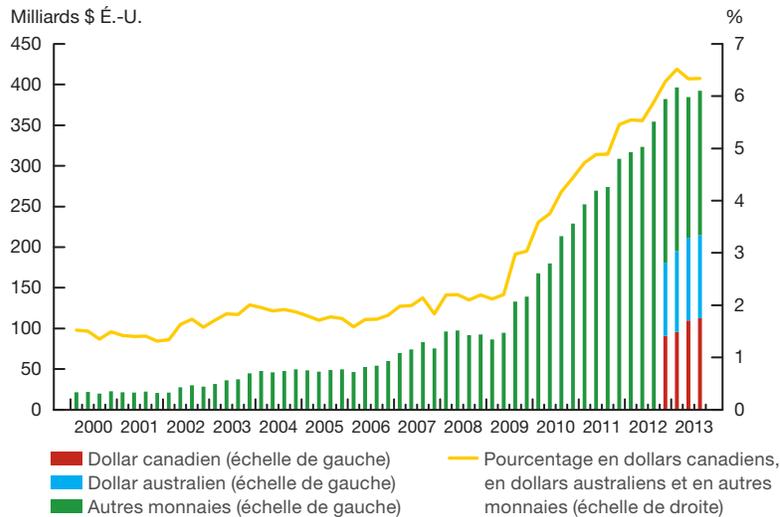
Évaluation de la demande au fil du temps

Puisque les données relatives à la COFER ne concernent explicitement les avoirs en dollars canadiens que pour la période de quatre trimestres débutant en décembre 2012, elles procurent peu d'information sur la manière dont la demande d'actifs libellés dans cette monnaie a évolué au fil du temps. Cependant, les données portent à croire que le dollar canadien a commencé à attirer davantage l'intérêt des gestionnaires de réserves vers 2009-2010. Le **Graphique 3** montre l'évolution de la catégorie « autres monnaies », y compris le huard, selon la COFER. Jusqu'à la moitié de l'année

◀ *Le dollar canadien a commencé à attirer davantage l'intérêt des gestionnaires de réserves vers 2009-2010.*

Graphique 3 : L'importance du dollar canadien et des « autres monnaies » dans les réserves de change officielles

Données trimestrielles



Nota : Avant décembre 2012, le dollar canadien et le dollar australien faisaient partie de la catégorie « autres monnaies ».

Source : données du Fonds monétaire international relatives à la COFER

Dernière observation : 30 septembre 2013

2009, la composition en autres monnaies était relativement stable, représentant environ 2 % des réserves de change mondiales totales. À compter du deuxième semestre de 2009, elle s'est néanmoins accrue considérablement, pour atteindre 6,3 % des réserves totales en 2013.

Certaines observations donnent également à penser que les actifs en dollars canadiens dans les réserves de change ont commencé à augmenter pendant cette période. Les données des rapports annuels et la couverture médiatique indiquent que plusieurs gestionnaires de réserves, y compris ceux des banques centrales du Chili, de la République tchèque, de l'Islande, de la Macédoine et de la Russie, ont commencé à investir dans des actifs canadiens au même moment. L'Encadré 2 présente une étude de cas sur la Banque nationale suisse qui illustre l'évolution de la demande à l'égard de ces actifs, ainsi que plusieurs facteurs qui pourraient expliquer les flux de capitaux sur le marché canadien.

En outre, selon des données de Statistique Canada, les placements globaux de portefeuilles étrangers dans des obligations d'État et des instruments du marché monétaire canadiens ont plus que doublé de 2007 à 2013 et, en novembre 2013, ils s'établissaient à plus de 493 milliards de dollars CAN⁸. L'augmentation des avoirs détenus par des non-résidents s'étant accompagnée d'une hausse de l'émission de titres du gouvernement, l'importance relative de ces avoirs est restée constante. Ceux-ci représentent en effet près de 29 % du marché des titres d'État depuis les années 1990, ce qui reflète la diminution de l'importance relative des investisseurs étrangers privés comme les banques et les sociétés de gestion de placements⁹.

⁸ Ces placements incluent les titres émis par les administrations fédérale, provinciales et municipales ainsi que les entreprises publiques (Statistique Canada, tableau CANSIM 376-0146 accessible à l'adresse <http://www5.statcan.gc.ca/cansim/pick-choisir?id=3760146&p2=33&retrLang=fra&lang=fra>).

⁹ Voir, par exemple, Arslanalp et Tsuda (2012).

Encadré 2

Réserves en dollars canadiens de la Banque nationale suisse

La Banque nationale suisse (BNS), qui gère la quatrième réserve de change au monde, est un exemple intéressant de banque centrale étrangère possédant des actifs libellés en dollars canadiens¹.

La BNS a décidé d'ajouter des actifs libellés en dollars canadiens à ses réserves de change en mai 1999, soit beaucoup plus tôt que bien d'autres gestionnaires de réserves. Le **Graphique 2-A** montre la pondération en avoirs en dollars canadiens des réserves de change suisses à partir de 1999, ainsi que la valeur globale — exprimée en dollars américains — des avoirs en dollars canadiens de la BNS. La répartition cible initiale de 2 % correspondait à environ 1 milliard de dollars d'actifs en dollars canadiens. Cette cible est demeurée inchangée jusqu'en 2009, bien que la pondération et la valeur effectives des actifs en dollars canadiens aient quelque peu varié en raison de l'évolution du taux de change et de la taille globale des réserves suisses. En 2010, la pondération cible d'actifs en dollars canadiens a doublé, passant à 4 %, les fonds provenant d'une affectation réduite aux actifs en euros, en dollars américains et en livres sterling. Un des facteurs ayant pu motiver ce changement de cap était le désir des autorités suisses de diversifier davantage leurs réserves, peut-être dans le but d'améliorer la résilience de leur portefeuille face à l'incertitude économique en Europe et aux États-Unis².

La modification de la pondération cible n'est qu'une des causes de la hausse des investissements de la BNS dans le huard. Un autre facteur important est la taille globale des réserves de change de la banque : en effet, une répartition constante en pourcentage peut tout de même générer des entrées de fonds considérables si la taille de la réserve augmente, ce qui s'est produit après la crise financière de 2007-2009. L'incertitude économique accrue à l'échelle du globe a donné lieu à une accumulation rapide de fonds dans les réserves mondiales. Jusqu'en 2008, les réserves de change de la BNS oscillaient autour de 50 milliards de francs suisses (58 milliards de dollars CAN au 31 décembre 2008), mais en 2009 elles ont doublé, atteignant près de 100 milliards de francs suisses (101 milliards de dollars CAN au 31 décembre 2009). Bien que la pondération cible d'actifs en dollars canadiens soit restée

Graphique 2-A : Avoirs en dollars canadiens détenus par la Banque nationale suisse



Source : rapports annuels de la Banque nationale suisse

Dernière observation : 31 décembre 2012

fixée à 2 % en 2009, les fonds de réserves supplémentaires ont d'abord été investis dans d'autres monnaies, ce qui a occasionné une chute temporaire de la pondération réelle en dollars canadiens (voir le **Graphique 2-A**). Les réserves ont une fois de plus doublé en 2010, et encore durant les années 2011-2012; cette fois, l'accroissement a été accompagné d'une acquisition proportionnelle d'actifs libellés en dollars canadiens.

La récente croissance des réserves de change de la Suisse permet d'entrevoir un autre motif pouvant sous-tendre les entrées et les sorties de capitaux du marché canadien : les interventions des gestionnaires de réserves sur les marchés des changes. Pour ce qui est de la BNS, ces interventions ont été justifiées par les pressions exercées sur le taux de change du franc suisse par rapport à l'euro. Préoccupés par les événements néfastes ayant touché la zone euro, les investisseurs ont vendu leurs euros et acquis des francs suisses, devise jouant traditionnellement un rôle de monnaie refuge, ce qui a provoqué une forte appréciation de celle-ci. La BNS est intervenue en septembre 2011 et a commencé à se départir du franc suisse, de manière à stabiliser le taux de change autour de 1,2 euro par franc. Les achats de devises effectués par la BNS ont eu pour effet d'accroître les réserves de change et une partie de celles-ci ont, en fin de compte, été converties en dollars canadiens, conformément à la structure de répartition par devise cible de la BNS, ce qui a entraîné des entrées de fonds dans les marchés canadiens.

1 L'analyse et le graphique du présent encadré sont basés sur l'information tirée des rapports annuels de la BNS, publiés à l'adresse <http://www.snb.ch/fr>.
2 L'importance que la banque centrale suisse attache à la diversification s'illustre également par sa décision, en 2012, d'inclure des actifs en wons coréens à sa réserve de change, faisant ainsi passer à dix le nombre de devises représentées au sein de celle-ci.

Établissement des déterminants de la demande

Pour établir les déterminants de la demande en actifs libellés en dollars canadiens, nous prenons en considération le profil des données et les commentaires issus de discussions avec des gestionnaires de réserves¹⁰.

Bien que le détail des avoirs et des stratégies de gestion de portefeuille ne soit généralement pas rendu public, la plupart des gestionnaires de réserves poursuivent des objectifs communs en matière de gestion de portefeuille : préserver le capital, maintenir la liquidité et, compte tenu du niveau requis de risque et de liquidité, maximiser les rendements attendus¹¹. Même s'il existe indubitablement des différences d'un pays à l'autre, les gestionnaires de réserves sont habituellement des investisseurs patients qui pratiquent une stratégie d'achat à long terme et qui effectuent probablement moins d'opérations que leurs homologues du secteur privé. Les réserves sont détenues par mesure de précaution, afin de se protéger contre des turbulences d'envergure sur les marchés. Les gestionnaires doivent donc viser la sécurité et la liquidité, et éviter la recherche de rendement et la spéculation.

Les gestionnaires de réserves déclarent inclure des actifs en dollars canadiens dans leur portefeuille principalement pour en assurer la diversification et la sécurité. Étant donné que les réserves représentent une forme de protection, les gestionnaires veulent que leur portefeuille obtienne de bons résultats, surtout en période de tourmente économique. Les actifs dont la valeur chute en période de crise n'ont pas vraiment leur place dans les portefeuilles des réserves de change, puisqu'ils sont particulièrement vulnérables au moment précis où les gestionnaires ont le plus besoin de fonds et de liquidités. Les récentes tensions sur les marchés de certaines économies, notamment dans la zone euro, dont la monnaie a tenu par le passé une place importante dans les réserves, ont peut-être amené les gestionnaires à envisager d'autres actifs, dont ceux en dollars canadiens.

L'analyse de la répartition des réserves qui renferment des actifs libellés en dollars canadiens offre un autre point de vue sur les déterminants de la demande. Selon les données relatives à la COFER, environ un tiers des avoirs totaux en dollars canadiens des réserves de change sont détenus par des économies avancées. En général, les économies émergentes affectent une part considérablement plus élevée de leur portefeuille aux actifs en dollars canadiens (2,1 % contre 1,6 % pour les économies avancées). Les pays à marché émergent, qui consacrent davantage de fonds à leurs réserves que les économies avancées, trouvent attrayants les meilleurs rendements qu'ont offerts dans le passé les actifs en dollars canadiens détenus dans les réserves, comparativement aux titres émis par les autorités américaines ou de grands pays de la zone euro.

Enfin, les liens commerciaux jouent aussi un rôle. L'étude d'un petit échantillon de pays pour lesquels nous possédons des données détaillées visant les avoirs en dollars canadiens nous a permis de découvrir que la pondération dans cette monnaie est relativement plus importante dans les réserves des États qui ont des liens commerciaux forts avec le Canada. Papaioannou, Portes et Siourounis (2006) font des observations similaires,

◀ *Les gestionnaires de réserves déclarent inclure des actifs en dollars canadiens dans leur portefeuille principalement pour en assurer la diversification et la sécurité.*

¹⁰ Plus particulièrement, les discussions menées à l'occasion du colloque sur la gestion des réserves de change organisé par la Banque du Canada à l'automne 2013.

¹¹ Pour une analyse de l'établissement de ces objectifs, voir Rivadeneira et autres (2013). Voir également FMI (2013).

établissant un lien entre la composition en devises des réserves d'un pays et les monnaies ayant cours chez ses principaux partenaires commerciaux et dans lesquelles sont libellés ses propres engagements internationaux.

Incidence possible sur les marchés intérieurs

Pour plusieurs raisons, il est essentiel que la Banque du Canada saisisse bien les facteurs qui déterminent les flux et la répartition à long terme des actifs libellés en dollars canadiens détenus par les investisseurs étrangers privés et officiels. En sa qualité d'agent financier du gouvernement fédéral chargé de fournir des conseils sur le programme d'emprunt intérieur de l'État, la Banque doit comprendre la demande à long terme des différents secteurs du bassin d'investisseurs. En effet, si la demande devait changer brutalement, cela pourrait entraîner une volatilité du coût d'emprunt pour le gouvernement fédéral. Soucieuse de la stabilité financière, la Banque surveille l'efficacité des marchés financiers et s'intéresse à l'incidence possible d'une variation de la demande sur ces marchés.

La présente section aborde les implications des flux des avoirs de non-résidents et de la transformation du bassin d'investisseurs officiels étrangers sur le rendement moyen des titres du gouvernement du Canada, de même que sur leur liquidité et leur volatilité dans les marchés secondaires. Les entrées de capitaux dues aux gestionnaires des réserves peuvent se révéler stables, par comparaison, et, toutes choses égales par ailleurs, elles peuvent exercer une pression à la baisse sur les rendements, ce qui réduit les coûts du financement pour le gouvernement. Parallèlement, la présence accrue de ces gros investisseurs patients risque de nuire à la liquidité des marchés, rendant les transactions plus difficiles pour tous les investisseurs.

Un des effets directs de la hausse de la demande à l'égard des titres d'État pourrait être un renchérissement des obligations et, donc, une baisse des rendements, la demande étrangère supplémentaire n'étant pas liée, au moins à court terme, aux décisions concernant les émissions. De nombreux travaux empiriques ont été publiés sur les retombées des entrées de capitaux étrangers sur le marché des titres du Trésor américain ces deux dernières décennies. Warnock et Warnock (2009) montrent l'incidence négative de l'augmentation des avoirs étrangers sur les rendements découlant d'achats nets cumulatifs. Bernanke, Reinhart et Sack (2004) mesurent, pour leur part, les répercussions à court terme sur les rendements des interventions des gestionnaires de la réserve de change du Japon, lesquelles consistent habituellement en des achats d'obligations du Trésor américain. Ils concluent que ces interventions ont fait légèrement diminuer le rendement des obligations du Trésor à 10 ans, une baisse qui se chiffre à moins de 1 point de base pour chaque milliard de dollars É.-U. d'acquisitions. En outre, des résultats révèlent que, pour ce qui est des fonds de réserves placés dans des obligations du Trésor américain, le fait que les titres soient détenus par des entités étrangères a tendance à n'avoir qu'un effet à court terme sur les rendements. Beltran et autres (2013) estiment que jusqu'aux deux tiers de cet effet peuvent être annulés lorsque les investisseurs nationaux réagissent et rééquilibrent leur propre portefeuille, la pression à la baisse exercée sur les rendements par les non-résidents pouvant les rendre moins attrayants aux yeux des investisseurs nationaux. Si ces derniers commencent à vendre leurs actifs, ils font diminuer les prix et monter les rendements, ce qui compense, en partie, les répercussions des investissements étrangers.

◀ *Un des effets directs de la hausse de la demande à l'égard des titres d'État pourrait être un renchérissement des obligations et, donc, une baisse des rendements.*

Le programme d'achat massif d'actifs mis en œuvre par la Réserve fédérale américaine en 2009 fournit d'autres indications quant aux répercussions des variations de la demande sur les rendements. D'Amico et King (2013) constatent que l'effet cumulatif d'achats de bons du Trésor américain d'une valeur de 300 milliards de dollars É.-U., après la prise en compte de l'endogénéité, correspond à une diminution moyenne du rendement de 30 points de base. Autrement dit, chaque tranche de 10 milliards de dollars É.-U. a entraîné une baisse de 1 point de base de la courbe de rendement. À l'instar des études portant sur les flux de capitaux attribuables à des réserves de change officielles, celle de D'Amico et King (2013) donne à penser qu'une réduction exogène et permanente du stock de titres fait augmenter les prix et, conséquemment, fléchir les rendements.

Les rentrées de fonds dans le segment des titres d'État d'économies avancées n'ont pas touché seulement le Canada et l'Australie. En fait, après avoir étudié les données concernant 24 grandes économies avancées, Arslanalp et Tsuda (2012) ont constaté qu'entre 2004 et 2011, le pourcentage de titres gouvernementaux détenus par des étrangers est passé de 20 à 31 % pour les monnaies de réserve non classiques et de 14 à 21 % pour les monnaies de réserve classiques. Dans ce contexte plus large, Andritzky (2012) observe qu'une hausse de 10 % de la proportion d'investisseurs non résidents (officiels et privés) dans les pays avancés du G20 est associée à une baisse de rendement de leurs obligations à long terme respectives allant de 32 à 43 points de base. Des recherches en cours à la Banque du Canada indiquent que les entrées de capitaux étrangers pourraient avoir une incidence similaire sur le rendement des titres du gouvernement canadien.

Une grande partie de l'accroissement des achats étrangers de titres d'État émis par des économies avancées est attribuable à l'expansion de la taille globale des réserves mondiales. Il est important de distinguer les entrées provenant d'investisseurs étrangers officiels et privés afin de comprendre les effets différents qu'elles ont sur le rendement et, d'une manière générale, sur les marchés financiers. Bien que les effets précis fassent toujours l'objet de débats dans la littérature, Sierra (2010) remarque que les entrées de capitaux d'entités officielles et privées peuvent avoir des conséquences distinctes. Les achats nets effectués par des investisseurs officiels étrangers ont des retombées qui s'apparentent à des chocs d'offre négatifs sur le nombre de titres du Trésor américain encore disponibles, c'est-à-dire qu'ils provoquent une augmentation des prix et une diminution des rendements en abaissant les primes de risque. À l'opposé, les achats nets d'investisseurs étrangers privés semblent contribuer à la hausse des primes de risque.

De même, le type d'investisseurs peut avoir une incidence sur la volatilité des rendements et le risque de refinancement. Les investisseurs étrangers privés sont sans doute un peu plus sensibles aux chocs externes que les gestionnaires de réserves officielles. Puisque les investisseurs privés peuvent décider d'entrer sur un marché ou d'en sortir rapidement, la demande de ceux-ci à l'égard de la dette intérieure est relativement moins stable. La croissance des investissements d'entités officielles étrangères peut ainsi aider à réduire la variabilité des rendements. Néanmoins, même les investisseurs officiels pourraient vendre leurs actifs à un moment inopportun. Par exemple, on a constaté que, pendant la récente crise financière mondiale, les réactions procycliques des gestionnaires de réserves ont aggravé les problèmes de financement sur le marché monétaire et dans le secteur bancaire américains (Pihlman et van der Hoorn, 2010). Les gestionnaires de réserves ont peut-être répondu à la turbulence sur les marchés des changes en liquidant une partie de leurs avoirs américains,

ce qui pourrait avoir fait fléchir les prix et, possiblement, entraîné la dégradation des conditions sur le marché. En effet, on s'attend à ce que les gestionnaires de réserves réagissent à la présence d'un risque de crédit d'une manière comparable aux investisseurs privés. Aizenman et Sun (2009) observent les divers comportements des gestionnaires en ce qui concerne leur décision de liquider et d'utiliser les réserves de manière à affronter la crise.

Les flux attribuables aux réserves de change se répercutent également sur la liquidité du marché secondaire. Les recherches de la Banque indiquent qu'une hausse des niveaux des titres du gouvernement canadien détenus par des gestionnaires de réserves étrangers contribue de manière importante aux variations de liquidité sur ce marché. Un des indicateurs de changement a été la fréquence accrue du recours au dispositif de prêt de titres de la Banque du Canada. Lorsque la demande est très élevée à l'égard d'émissions d'obligations, en particulier sur le marché des pensions, la Banque offre les titres inscrits à son propre bilan sur le marché aux fins d'opérations de prêt de titres¹². En 2013, le nombre d'opérations de ce type menées par la Banque a considérablement augmenté, pour atteindre la centaine, alors qu'il n'était que de sept en moyenne au cours des trois années précédentes¹³. Les causes de cette progression spectaculaire sont complexes, mais des analyses internes laissent penser que l'accroissement des avoirs détenus par les investisseurs officiels étrangers y a contribué. Les gestionnaires de réserves pourraient être moins enclins à prêter leurs titres sur le marché des pensions, peut-être du fait qu'ils sont moins prédisposés que les investisseurs privés à négocier activement ou encore parce qu'ils considèrent que les bénéfices qu'ils pourraient tirer de tels prêts constituent un dédommagement insuffisant pour leur apport de liquidité.

Des signes laissent aussi présager une relation négative entre la rotation des titres sur le marché secondaire et le niveau des titres détenus par des gestionnaires de réserves. L'incidence défavorable sur la liquidité risque de compliquer la tâche de ceux qui souhaitent investir sur les marchés canadiens. En outre, une baisse de liquidité pourrait se traduire par un gonflement des rendements, puisque les investisseurs sont fondés d'exiger une prime pour faire leur entrée sur des marchés illiquides.

Dans l'ensemble, cependant, puisque les réserves de change des banques centrales ne constituent pas le seul facteur qui influe sur la liquidité du marché, il est difficile de tirer des conclusions définitives quant aux répercussions des réserves officielles de change sur celle-ci. Il est possible qu'un niveau élevé d'avoirs détenus par des banques centrales étrangères coexiste, voire interagisse, avec d'autres facteurs (par exemple, la nouvelle réglementation financière exigeant des sûretés à l'égard des transactions sur les produits dérivés qui sont compensés par des contreparties centrales), stimulant la demande de titres du gouvernement.

Puisque les réserves de change des banques centrales ne constituent pas le seul facteur qui influe sur la liquidité du marché, il est difficile de tirer des conclusions définitives quant aux répercussions des réserves officielles de change sur celle-ci.

Conclusion

La possible incidence de la hausse des réserves officielles de change sur les marchés financiers canadiens, et en particulier sur le fonctionnement des marchés de financement essentiels du pays, souligne l'importance de la surveillance de l'évolution de ces facteurs qu'effectue la Banque du Canada. Puisque les réserves continueront probablement de croître, il

¹² Dreff (2010) s'intéresse à l'importance des prêts de titres pour préserver la liquidité du marché.

¹³ Le nombre d'opérations de prêt de titres est publié dans le site Web de la Banque, sous la rubrique Statistiques bancaires et financières, à l'adresse <http://www.banqueducanada.ca/publication/sbf/>.

importe d'autant plus de comprendre ces effets. En supposant que 1,8 % des réserves mondiales soient affectées, de manière constante, à des titres en dollars canadiens, une augmentation de 1 point de pourcentage des réserves à l'échelle du globe représente environ 2 milliards de dollars supplémentaires investis dans ces titres¹⁴. Cette estimation de la demande d'actifs canadiens par les investisseurs officiels étrangers est probablement assez prudente, puisque la croissance des réserves devrait principalement émaner des pays à marché émergent, lesquels affectent une part plus grande de leurs réserves aux actifs libellés en dollars canadiens que les pays avancés.

Dans l'ensemble, de par leurs décisions de placement, les investisseurs officiels étrangers devraient continuer d'occuper une place de choix, qui promet de devenir plus importante encore, sur les marchés des titres du gouvernement canadien.

¹⁴ Le taux de croissance annuel moyen des réserves mondiales depuis le troisième trimestre de 2007 s'établit à 10 %.

Ouvrages et articles cités

- Aizenman, J., et Y. Sun (2009). *The Financial Crisis and Sizable International Reserves Depletion: From 'Fear of Floating' to the 'Fear of Losing International Reserves'?*, document de travail n° 15308, National Bureau of Economic Research.
- Andritzky, J. R. (2012). *Government Bonds and Their Investors: What Are the Facts and Do They Matter?*, document de travail n° WP/12/158, Fonds monétaire international.
- Arslanalp, S., et T. Tsuda (2012). *Tracking Global Demand for Advanced Economy Sovereign Debt*, document de travail n° WP/12/284, Fonds monétaire international.
- Beltran, D. O., M. Kretchmer, J. Marquez et C. P. Thomas (2013). « Foreign Holdings of U.S. Treasuries and U.S. Treasury Yields », *Journal of International Money and Finance*, vol. 32, p. 1120-1143.
- Bernanke, B. S., V. R. Reinhart et B. P. Sack (2004). « Monetary Policy Alternatives at the Zero Bound: An Empirical Assessment », *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 35, n° 2, p. 1-100.
- D'Amico, S., et T. B. King (2013). « Flow and Stock Effects of Large-Scale Treasury Purchases: Evidence on the Importance of Local Supply », *Journal of Financial Economics*, vol. 108, n° 2, p. 425-448.
- Dreff, N. (2010). « Prêt de titres et liquidité des marchés financiers », *Revue du système financier*, Banque du Canada, juin, p. 49-54.
- Fonds monétaire international (FMI) (2011). *Assessing Reserve Adequacy*, départements des Marchés monétaires et de capitaux, des Études et de la Stratégie, des politiques et de l'évaluation.

- Fonds monétaire international (FMI) (2013). *Revised Guidelines for Foreign Exchange Reserve Management*, département des Marchés monétaires et de capitaux.
- Fontaine, J.-S., J. Selody et C. Wilkins (2009). « Vers une résilience accrue des marchés de financement essentiels », *Revue du système financier*, Banque du Canada, décembre, p. 49-55.
- Goldberg, L., C. E. Hull et S. Stein (2013). « Do Industrialized Countries Hold the Right Foreign Exchange Reserves? », *Current Issues in Economics and Finance*, Banque fédérale de réserve de New York, vol. 19, n° 1, p. 1-10.
- Papaioannou, E., R. Portes et G. Siourounis (2006). « Optimal Currency Shares in International Reserves: The Impact of the Euro and the Prospects for the Dollar », *Journal of the Japanese and International Economies*, vol. 20, n° 4, p. 508-547.
- Pihlman, J., et H. van der Hoorn (2010). *Procyclicality in Central Bank Reserve Management: Evidence from the Crisis*, document de travail n° WP/10/150, Fonds monétaire international.
- Rivadeneira, F., J. Jin, N. Bulusu et L. Pomorski (2013). « Les réserves de change canadiennes et la modélisation du choix de la composition de l'actif et du passif », *Revue de la Banque du Canada*, printemps, p. 33-41.
- Sierra, J. (2010). *International Capital Flows and Bond Risk Premia*, document de travail n° 2010-14, Banque du Canada.
- Warnock, F. E., et V. C. Warnock (2009). « International Capital Flows and U.S. Interest Rates », *Journal of International Money and Finance*, vol. 28, n° 6, p. 903-919.