

Choix des instruments dans la gestion des réserves de change en dollars¹

Il y a deux ans, alors que près des trois quarts des réserves de change mondiales étaient libellées en dollars EU et traditionnellement placées en valeurs du Trésor EU, les gérants des réserves des banques centrales s'interrogeaient sur l'éventualité (non assurée mais néanmoins sérieuse) d'une diminution de l'encours de ces titres. Aujourd'hui, tandis que l'économie américaine sort lentement d'une récession larvée et que se font sentir les effets de diverses baisses d'impôts, l'encours de valeurs du Trésor EU se gonfle à nouveau. Qui plus est, il continuera vraisemblablement à croître quelque temps, même si le risque de guerre, dont la durée et le coût restent inconnus, rend les prévisions de déficits américains plus incertaines que jamais. Le problème que pourrait poser une disparition progressive de ces instruments traditionnels ne semble donc plus aussi urgent qu'il y a deux ans et les gérants des réserves des banques centrales ne la jugent plus inéluctable.

La course aux résultats, dans un contexte de taux d'intérêt bas, peut néanmoins poser d'autres problèmes aux gérants de réserves, et plus particulièrement celui du choix des instruments. La présente étude analyse sous trois aspects les divers types de placements choisis ces dernières années par les banques centrales. Comment les avoirs officiels en dollars sont-ils investis ? Comment le choix des instruments a-t-il évolué ? Quel a été le poids des influences récentes aux États-Unis, notamment : retour de la récession et du déficit budgétaire, chute des rendements des valeurs du Trésor et faillites d'entreprises ?

Comment les avoirs officiels en dollars sont-ils investis ?

La présente analyse n'est pas fondée sur une approche ascendante réunissant l'ensemble des chiffres relatifs aux portefeuilles des banques centrales, mais plutôt sur une méthode descendante ne reposant que sur deux sources : les données du Trésor EU et celles de la BRI. Les autorités américaines ont récemment publié les résultats d'une de leurs enquêtes périodiques sur les

Analyse descendante ...

... fondée sur les données du Trésor EU ...

¹ Les points de vue exprimés dans le présent article sont ceux des auteurs et ne reflètent pas nécessairement ceux de la BRI.

titres américains détenus par des non-résidents, qui montre avec une fiabilité peu courante les instruments choisis, fin mars 2000, pour le placement d'une proportion significative des avoirs officiels en dollars. Il faut y ajouter les dépôts bancaires et les instruments du marché monétaire, tels que papier commercial, détenus par les banques centrales aux États-Unis. D'autre part, les statistiques BRI indiquent que des réserves en dollars EU sont également placées en dépôts bancaires hors du pays. Enfin, certains placements difficiles à recenser, par exemple obligations en dollars EU initialement émises hors des États-Unis, restent déposés à l'étranger. L'encours d'obligations internationales en dollars EU représente environ \$4 100 milliards à fin 2002², dont \$346 milliards émis par des emprunteurs souverains et agents du secteur public, à qui va la préférence des gérants de réserves.

... et de la BRI

L'analyse descendante des réserves en dollars EU répertoriées à partir des données du Trésor EU et de la BRI semble indiquer que les valeurs du Trésor EU en représentaient plus de la moitié (58 %) en mars 2000 (tableau 1). Il convient cependant de rappeler que cette approche n'est pas exhaustive et aboutit à un résultat moins élevé que la méthode ascendante ; la différence serait de l'ordre de 17 % (\$1 130 milliards et \$1 359 milliards)³. Si l'enquête relative aux détenteurs non résidents de titres américains est fiable, la part des valeurs du Trésor EU est plus faible, autour de 48 %⁴, à condition toutefois que les réserves en dollars EU non répertoriées soient placées en titres en eurodollars.

Compte tenu
des lacunes ...

... les titres
du Trésor EU
représentaient
la moitié environ
des réserves en
dollars EU

Les placements en valeurs du Trésor EU sont plus importants dans le segment à long terme. Compte tenu des insuffisances des données, la part des titres du Trésor à coupon répertoriés (méthode descendante) dépasse presque certainement de beaucoup la réalité. Il est néanmoins possible d'affirmer sans

² Obligations classiques à taux fixe, notes à taux variable et court terme (tableaux 13A et 13B). Les titres des agences paragonnementales, prisés par les banques centrales, étaient déclarés séparément par la BRI (dernier encours : \$827 milliards à fin septembre 2002) ; à partir du présent *Rapport trimestriel*, ils sont classés avec la dette des établissements financiers ou des entreprises (p. A 79).

³ \$1 359 milliards : estimation à fin 1999 ; \$1 130 milliards : réserves répertoriées trois mois plus tard. Les données FMI indiquent une croissance de \$27 milliards (+1,5 %) au premier trimestre 2000.

⁴ Ce chiffre est encore supérieur aux 43 % estimés par nous sur la même base (Fung et McCauley (2000)) pour fin 1999, à peine trois mois plus tôt. Cela s'explique par le fait que la nouvelle enquête de référence (Trésor EU *et al.* (2002)) chiffrait à \$492 milliards les avoirs officiels en valeurs à coupon du Trésor EU (mars 2000), que nous estimions à \$422 milliards (fin 1999) sur la base de la précédente enquête et des variations d'encours mesurées par la suite. Compte tenu de l'acquisition de \$8 milliards de valeurs à coupon du Trésor EU déclarée au premier trimestre 2000, notre précédente estimation était sous-évaluée de \$62 milliards. L'enquête de référence a révélé une plus forte proportion d'avoirs en titres d'agences à long terme (\$91 milliards au lieu de \$32 milliards), plus \$8 milliards d'acquisitions au premier trimestre 2000. Elle a également fait apparaître \$12 milliards en obligations d'entreprises (contre notre estimation de \$8 milliards), plus \$0,4 milliard pour le premier trimestre 2000. Le montant de \$96 milliards en actions (contre notre estimation de \$79 milliards), plus \$0,5 milliard pour le premier trimestre, a été moins surprenant. Alors qu'elle révisait à la hausse les avoirs officiels, cette enquête a fait ressortir une surestimation de \$500 milliards de l'ensemble des avoirs en titres américains à long terme détenus hors des États-Unis. Voir Nguyen (2002).

Réerves officielles en dollars EU : composition à fin mars 2000			
En milliards de dollars EU			
	Court terme	Long terme	Total
Titres du Trésor	165	492	657 (58 %)
Autres actifs	262	211	473 (42 %)
Dépôts aux États-Unis	32	.	32 (3 %)
Titres du marché monétaire aux EU	104	.	104 (9 %)
Dépôts hors États-Unis	126	12	138 (12 %)
Titres des agences	.	91	91 (8 %)
Obligations d'entreprises	.	12	12 (1 %)
Actions	.	96	96 (8 %)
Total	427	703	1 130 (100 %)
<i>Pour mémoire : part des titres du Trésor EU, en % du segment Réerves officielles en dollars EU à fin 1999 (estimation)</i>	39	70	.
	.	.	1 359

Sources : titres du Trésor, titres des agences, obligations d'entreprises et actions : Trésor EU *et al.* (2002), p. 11 ; dépôts et titres du marché monétaire aux États-Unis : Trésor EU, *Treasury Bulletin*, tableaux CM-I-2 et IFS-2 ; dépôts hors États-Unis : BRI, statistiques bancaires internationales, tableau 5C ; réserves officielles à fin 1999 : BRI (2000), p. 86. Tableau 1

risque que les valeurs du Trésor EU sont majoritaires dans le long terme, alors qu'elles représentent moins de la moitié du court terme.

Comment le choix des instruments a-t-il évolué ?

Trois grandes tendances ces 40 dernières années ; deux impliquent un plus grand risque de signature :

Depuis une quarantaine d'années, le choix des instruments par les gérants de réserves officielles a suivi trois tendances successives. Vers le milieu des années 70, ceux-ci ont commencé à diversifier leurs actifs à court terme en délaissant les valeurs du Trésor. Pendant les années 80 et 90, ils se sont orientés vers des échéances plus longues. Plus récemment, la substitution des valeurs du Trésor par d'autres actifs a touché le plus long terme. Les première et troisième phases impliquaient une plus grande prise de risque de signature et la seconde un risque de marché accru. Dans les trois cas, cependant, l'évolution des indices de référence a déchargé les gérants de réserves du risque direct.

... passage des bons du Trésor aux dépôts bancaires et autres instruments du marché monétaire ...

Dans les années 70, puis à la fin des années 90, les gérants de réserves ont délaissé les titres du Trésor à court terme pour placer leurs avoirs en dépôts bancaires et instruments monétaires privés (graphique 1). Sans doute obtenaient-ils de meilleurs rendements avec les dépôts bancaires, notamment sur l'euromarché, supérieurs, pendant un certain temps, aux indices de référence (peut-être informels) sur titres du Trésor, même si ces indices ont progressivement inclus davantage d'instruments. Les parts relatives des valeurs du Trésor et des autres instruments à court terme ont parfois reflété un changement de composition des portefeuilles des détenteurs de réserves ainsi qu'un retour occasionnel vers la sécurité du Trésor.

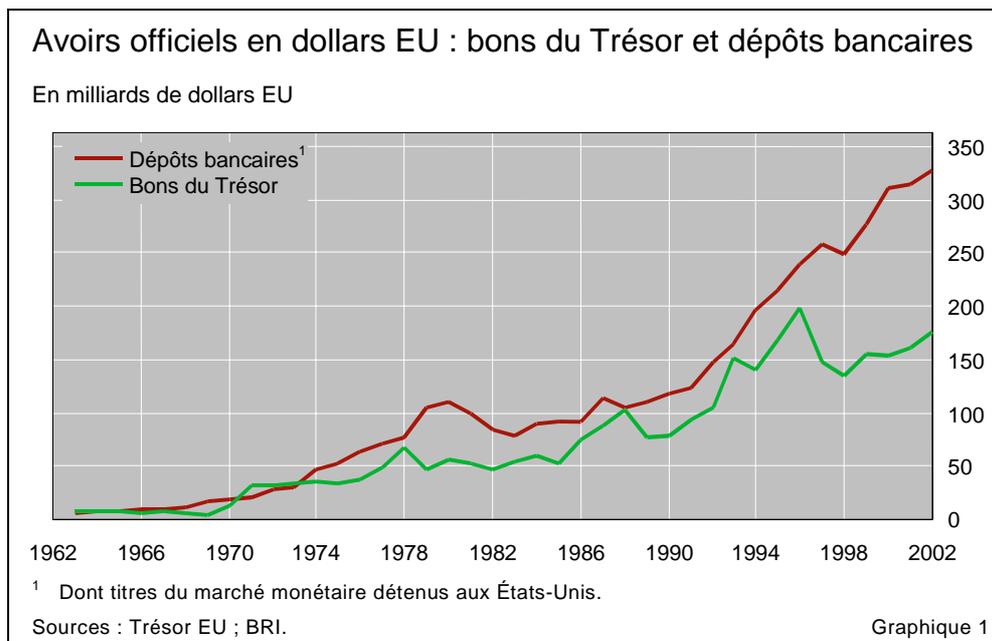
La deuxième tendance a commencé au début de la longue période haussière des années 80. Les gérants de réserves ont compris que l'allongement des échéances leur permettait d'améliorer leurs performances, ce qu'ils ont fait jusque dans les années 90 (tableau 2). Pour les réserves en dollars répertoriées, la part estimée du long terme est passée de 54 % à 62 %.

... du court terme
au long terme ...

La troisième tendance est apparue dans les années 90, surtout en fin de décennie, lorsque les gérants de réserves ont décidé d'accroître leur rendement dans le long terme en prenant un plus grand risque de signature. La part des valeurs du Trésor dans les actifs à long terme répertoriés est revenue de 83 % à 70 % entre 1989 et mars 2000. Comme pour le court terme, la baisse a été plus nette après 1997, ce qui dénote l'acceptation récente de ce plus grand risque⁵. Les avoirs en obligations émises par les agences paragouvernementales comme Fannie Mae et Freddie Mac ont pratiquement triplé, passant de 2-3 % à 8 %. Les obligations d'entreprises ont également enregistré une forte hausse, sans toutefois dépasser 1 % environ du total en mars 2000. Ainsi, la désaffection à l'égard des valeurs du Trésor, auparavant très visible dans le compartiment court, a progressivement gagné le segment long.

... et des titres
du Trésor EU vers
des instruments
à moyen terme à
plus haut risque

De manière plutôt surprenante, les actions sont restées la plus importante classe d'actifs à long terme dans les réserves répertoriées (en dehors des valeurs du Trésor EU). En dépit des ventes nettes pendant la majeure partie des années 90, l'encours a été gonflé par les gains en capital estimés. Les investisseurs officiels étaient rares à détenir des portefeuilles d'actions, mais ils pourraient devenir plus nombreux, malgré la récente chute des cours. Il se peut que ces placements répertoriés incluent également les actions achetées



⁵ Selon Truman (2001), « les autorités monétaires étrangères s'adaptent à la diminution de l'offre de titres du Trésor EU en les remplaçant par d'autres actifs en dollars ».

Réserves officielles en dollars EU : composition en 1989 et 2000

En %

	Fin 1989 ¹			Fin mars 2000 ²		
	Court terme	Long terme	Total	Court terme	Long terme	Total
Titres du Trésor	19	45	64	15	44	58
Autres actifs	27	9	36	23	18	42
Dépôts aux États-Unis	3	.	3	3	.	3
Titres du marché monétaire aux EU	6	.	6	9	.	9
Dépôts hors États-Unis	18	.	18	11	1	12
Titres des agences	.	2	2	.	8	8
Obligations d'entreprises	.	0	0	.	1	1
Actions	.	7	7	.	8	8
Total	46	54	100	38	62	100
<i>Pour mémoire : part des titres du Trésor EU, en % du segment</i>						
<i>Réserves officielles en dollars EU répertoriées (en milliards de dollars EU)</i>	41	83	.	39	70	.
	.	.	403	.	.	1 130

Sources (note 1) : titres du Trésor, dépôts aux États-Unis et titres du marché monétaire aux États-Unis : Trésor EU, *Treasury Bulletin*, tableaux CM-1-2 et IFS-2 ; dépôts hors États-Unis : BRI, statistiques bancaires internationales ; obligations d'entreprises, titres des agences et actions : Trésor EU, *Report on foreign portfolio investment in the United States as of December 1992*. Sources (note 2) : voir tableau 1. Tableau 2

par les banques centrales pour les fonds de pension du personnel, qui figurent souvent à leur bilan, de sorte qu'il n'est pas possible de les distinguer des placements des réserves officielles.

Il convient de noter également que l'insuffisance des données, dans l'approche descendante, peut sous-estimer l'évolution des portefeuilles. Comme expliqué ci-avant, l'allocation de 17 % des réserves en dollars EU estimées n'était pas identifiée, fin mars 2000, contre un pourcentage négligeable en 1989. Des chiffres complets sur la composition des avoirs officiels en titres internationaux en dollars auraient presque certainement montré un mouvement encore plus prononcé d'allongement des échéances et de désaffectation envers les titres du Trésor à long terme pendant les années 90.

Quel a été le poids des influences récentes ?

Depuis mars 2000, les gérants de réserves ont dû faire face au contrecoup de la chute mondiale des cours des actions, au fort ralentissement de la croissance, à la baisse des taux d'intérêt et à l'aggravation des risques politiques. Comment ont-ils modifié l'allocation de leurs réserves en dollars ?

Dans l'ensemble, les actifs à court terme n'ont pas beaucoup augmenté en 2001-02, ce qui n'est guère surprenant, vu leurs faibles rendements

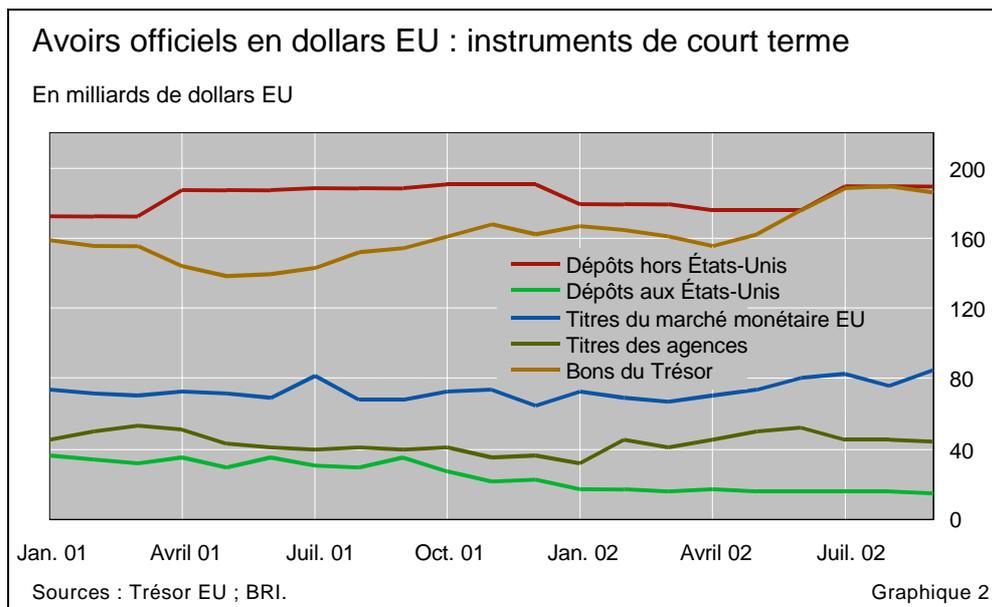
(graphique 2)⁶. Malgré cela, d'intéressants mouvements sont intervenus entre les différentes catégories d'actifs, en particulier l'inversion de la tendance à accepter un plus grand risque de signature en raison de la récession et des événements de septembre 2001. Jusqu'à l'été 2001, en effet, les gérants de réserves officielles ont réduit leurs avoirs en bons du Trésor et augmenté leurs dépôts auprès de banques hors États-Unis. Par la suite, ce mouvement s'est ralenti, puis inversé, les gérants recherchant la qualité et la liquidité des bons du Trésor EU. Dans le même temps, les dépôts auprès des banques américaines ont marqué un recul appréciable, quoique difficile à interpréter. Les avoirs en titres du marché monétaire ont bien résisté, malgré la diminution de leur encours pendant cette période ; ce paradoxe s'explique sans doute par le fait que le tarissement a surtout affecté les moins bonnes signatures, alors que les placements officiels retiennent les meilleures.

Les placements en instruments de court terme restent stables tandis que les rendements diminuent

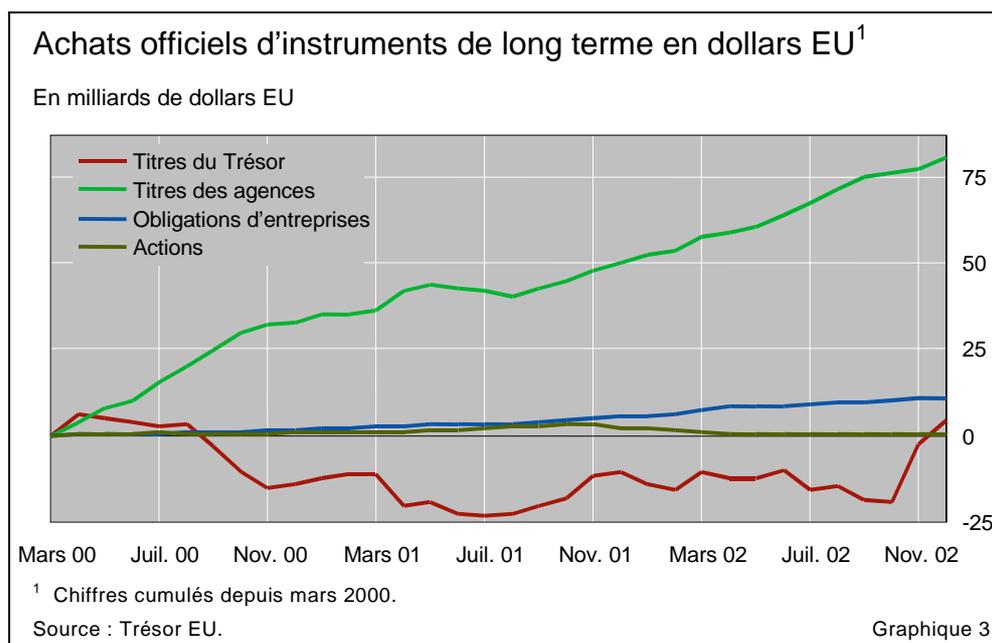
Au troisième trimestre 2001, les gérants de réserves officielles ont semble-t-il fait preuve d'une plus forte aversion pour le risque dans leur portefeuille d'obligations à long terme (graphique 3), comme ils l'ont fait dans le court terme. Entre avril 2000 et août 2001, ils avaient réduit de \$23 milliards leurs avoirs en valeurs du Trésor à coupon (abstraction faite des gains en capital) et augmenté de \$40 milliards leurs titres longs d'agences fédérales ; avec des achats nets entre septembre 2001 et juillet 2002, ils ont repris les valeurs du Trésor EU à coupon cédées antérieurement, tout en continuant d'acquérir des titres d'agences. Comme cette évolution ne peut s'expliquer par une plus grande liquidité relative du marché des titres du Trésor, il faut y voir le signe d'une réticence accrue à l'égard du risque.

Recherche d'instruments plus sûrs après les événements de septembre 2001 ...

Au total, les problèmes des entreprises (scandales comptables et record de faillites) ont incité les gérants de réserves officielles à acquérir moins



⁶ Le Trésor EU n'a commencé à recenser séparément les titres des agences fédérales qu'à partir de mars 2001 ; ils figuraient auparavant parmi les instruments du marché monétaire.



... mais maintien des placements en obligations d'entreprises EU

d'obligations d'entreprises, mais pas à les vendre. Des achats massifs ont même été enregistrés en mars et avril 2002. La perte de confiance qui a gagné ce marché, les mois suivants, après celui des actions (Barth et Remolona (2002)), a freiné les achats, sans pour autant entraîner des cessions.

Conclusion

Pendant les années 90, les gérants des réserves officielles en dollars EU ont continué d'allonger l'échéance de leurs placements, comme ils l'avaient fait la décennie précédente. Dans le compartiment long, cependant, ils ont doublé la part des instruments autres que les valeurs du Trésor EU. Dans l'ensemble, seule la moitié environ des portefeuilles de réserves en dollars était investie en titres du Trésor EU, début 2000. Plus récemment, la préférence des gérants pour les titres d'agences fédérales et les obligations d'entreprises américaines les a conduits à se diversifier davantage. Les incertitudes liées à la récession, aux défaillances d'entreprises et à la politique mondiale semblent avoir ralenti, mais non inversé, ce processus.

Références

- Banque des Règlements Internationaux (2002) : *70^e Rapport annuel*, Bâle, juin.
- Barth, M. et E. Remolona (2002) : « Vue d'ensemble : aggravation et extension de la crise de confiance », *Rapport trimestriel BRI*, septembre, pp. 1-13.
- Fung, B. et R. N. McCauley (2000) : « Composition par instrument des réserves de change en dollars EU », *Rapport trimestriel BRI*, novembre, pp. 62-63.
- Fung, B. et R. N. McCauley (2001) : « Les banques centrales gèrent-elles activement leurs réserves en dollars EU ? », *Rapport trimestriel BRI*, mars, pp. 31-32.

McCauley, R. N. (2001) : « Marchés monétaires et obligataires : déplacement des références », *Rapport trimestriel BRI*, mars, pp. 39-46.

McCauley, R. N. (2002) : « International market implications of declining Treasury debt », *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 34, n° 3, 2^e partie, août, pp. 952-966.

Nguyen, E. L. (2002) : « The international investment position of the United States at yearend 2001 », *Survey of Current Business*, juillet, pp. 10-19.

Trésor EU : US Department of the Treasury, Office of the Assistant Secretary, International Affairs, Securities Report Division, Banque de Réserve fédérale de New York et Division of International Finance, Conseil des gouverneurs du Système de Réserve fédérale (2002) : *Report on foreign holdings of US long-term securities as of 31 March 2000*, avril.

Truman, E. M. (2001) : Déclaration devant le Sénat américain, Commission du budget, 22 mars.