

## Évolution de la composition des réserves officielles<sup>1</sup>

*La gestion des réserves officielles est en pleine mutation. Les données compilées par la BRI sur les dépôts des autorités monétaires auprès des banques commerciales confirment que les gestionnaires font preuve de prudence en matière de diversification. Ils se portent néanmoins progressivement vers les instruments à plus haut rendement et à plus haut risque. Si les réserves se composent toujours essentiellement de dollars EU et d'euros, la part de certaines autres monnaies s'est bien modifiée avec le temps.*

JEL : E58, F31, G15.

À fin mars 2006, les autorités monétaires détenaient \$4 900 milliards au titre de leurs réserves<sup>2</sup>, soit 11 % du PIB mondial, ce qui leur confère du poids, en tant que groupe, sur les marchés financiers étrangers. De fait, en raison de leur influence potentielle sur la demande de certains actifs, et donc sur les prix, les modifications dans les politiques de gestion des réserves intéressent grandement les intervenants<sup>3</sup>. À partir, notamment, de statistiques compilées par la BRI sur les dépôts des autorités monétaires auprès des banques commerciales, la présente étude examine l'évolution de la composition des réserves officielles ces vingt dernières années.

Après les crises financières mexicaine et asiatique du milieu des années 90, un effort concerté a été consenti pour améliorer la couverture, la

---

<sup>1</sup> L'auteur tient à remercier Claudio Borio, Robert McCauley, Frank Packer et Kostas Tsatsaronis pour la pertinence de leurs commentaires et Anna Cobau pour sa précieuse assistance technique. Les points de vue exprimés ici sont ceux de l'auteur et ne reflètent pas nécessairement ceux de la BRI.

<sup>2</sup> Le FMI (1993, p. 105) définit les réserves officielles ainsi : « les avoirs extérieurs qui sont à la disposition immédiate et sous le contrôle des autorités monétaires et qui leur permettent de financer directement les déséquilibres des paiements, de régulariser indirectement l'ampleur de ces déséquilibres au moyen d'interventions sur les marchés des changes – pour influencer sur le taux de change de la monnaie nationale – et de parer à d'autres besoins ». Le total des réserves comprend l'or, les avoirs étrangers en devises, les positions de réserve au FMI et les Droits de tirage spéciaux (DTS).

<sup>3</sup> L'annonce d'un ajustement des réserves au détriment du dollar EU a parfois alimenté la volatilité sur les changes. Sur l'obligataire, les achats de titres en dollars EU par les banques centrales ont été perçus par certains comme ayant contribué à la faiblesse atypique des rendements nominaux en dollars en 2004–05 (BRI, 2005).

Composition des réserves de change : sources						
	Total mondial	Données nationales	Enquêtes		Données des contreparties	
	FMI IFS <sup>1,2</sup>	NSDD <sup>2</sup>	FMI COFER <sup>2</sup>	FMI SEFER <sup>3</sup>	Trésor EU TIC <sup>4</sup>	BRI SBT <sup>2</sup>
Réserves identifiées – en mrd de \$	4 347	2 832	2 911	2 145	1 938	1 079
– en % du total	100,0	65,2	67,0	57,2	49,1	24,8
Institutions officielles recensées						
Autorités monétaires	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Autres autorités nationales <sup>5</sup>	✓	✓	✓	✓	✓	✗
Fonds d'investissements publics	✗	✗	✗	✗	✓	✗
Organisations internationales	✗	✗	✗	✓	BRI	BRI
Pays recensés	184	65	114	?	184	184
Pays industrialisés	24	24	24	(23) <sup>6</sup>	24	24
Japon	✓	✓	✓	✓	✓	(✗) <sup>7</sup>
Pays en développement	160	41	90	(45) <sup>6</sup>	160+ <sup>8</sup>	160+ <sup>8</sup>
Chine	✓	✗	✗	✗	✓	(✗) <sup>7</sup>
Taïwan, Chine	✓	✗	✗	✗	✓	✓
Instruments recensés						
Encaisse	✓	✓	✓	✗	✗	✗
Dépôts	✓	✓	✓	✗	✗	✓
Y compris prises en pension	✗	✗	✗	✗	✗	✓
Titres de dette	✓	✓	✓	✓	✓	(✗) <sup>9</sup>
Actions	✓	✓	✓	✓	✓	(✗) <sup>9</sup>
Dérivés	✓	✓	✓	✗	✗	(✗) <sup>9</sup>
Autres actifs	✓ <sup>10</sup>	✓ <sup>10</sup>	✓ <sup>10</sup>	✗	✗	✗
Répartition						
Par instrument	✗	✓	✗	✓	✓	✓
Par monnaie	✗	(✗) <sup>11</sup>	✓	✗	(✓) <sup>12</sup>	✓
Périodicité	Mensuelle	Mensuelle	Trimestrielle	Annuelle	Annuelle	Trimestrielle
Délai de publication	1 semaine	1 mois	3 mois	1 an	1 an	4 mois

<sup>1</sup> FMI : International Financial Statistics. <sup>2</sup> À fin mars 2006. <sup>3</sup> Cette enquête est combinée aux résultats de l'enquête sur la répartition géographique des valeurs mobilières détenues par les organismes nationaux (SSIO), à fin décembre 2004. <sup>4</sup> Enquête annuelle sur les portefeuilles de titres émis aux États-Unis détenus par les non-résidents ; à fin juin 2005. <sup>5</sup> Organes de l'État, autres que les autorités monétaires, détenant des réserves de change (par exemple, ministère des Finances, fonds de stabilisation des changes). <sup>6</sup> Chiffres de l'enquête coordonnée sur les investissements de portefeuille (ECIP), 2004. <sup>7</sup> Couverture incomplète pour les pays dont les réserves ne sont pas détenues par l'autorité monétaire. <sup>8</sup> Comprend l'Irak, l'Iran et d'autres pays non recensés dans le « Total mondial FMI ». <sup>9</sup> Dépôts et prêts à hauteur de 99 % du total ; titres et dette et dérivés pour le reliquat. <sup>10</sup> Y compris titres pris en pension. <sup>11</sup> Monnaies du panier du DTS (collectivement) plus toutes les autres monnaies. <sup>12</sup> Uniquement pour l'ensemble des portefeuilles étrangers (privés et officiels).

Sources : FMI ; données nationales ; BRI.

Tableau 1

fréquence et le délai de diffusion des données relatives aux réserves officielles. Divers pays publient désormais quantité de renseignements sur leurs réserves, mais nombreux sont ceux qui ne le font pas encore. Les statistiques bancaires internationales BRI permettent de combler certaines des lacunes qui subsistent, en particulier en ce qui concerne la répartition par monnaie.

## Sources des données

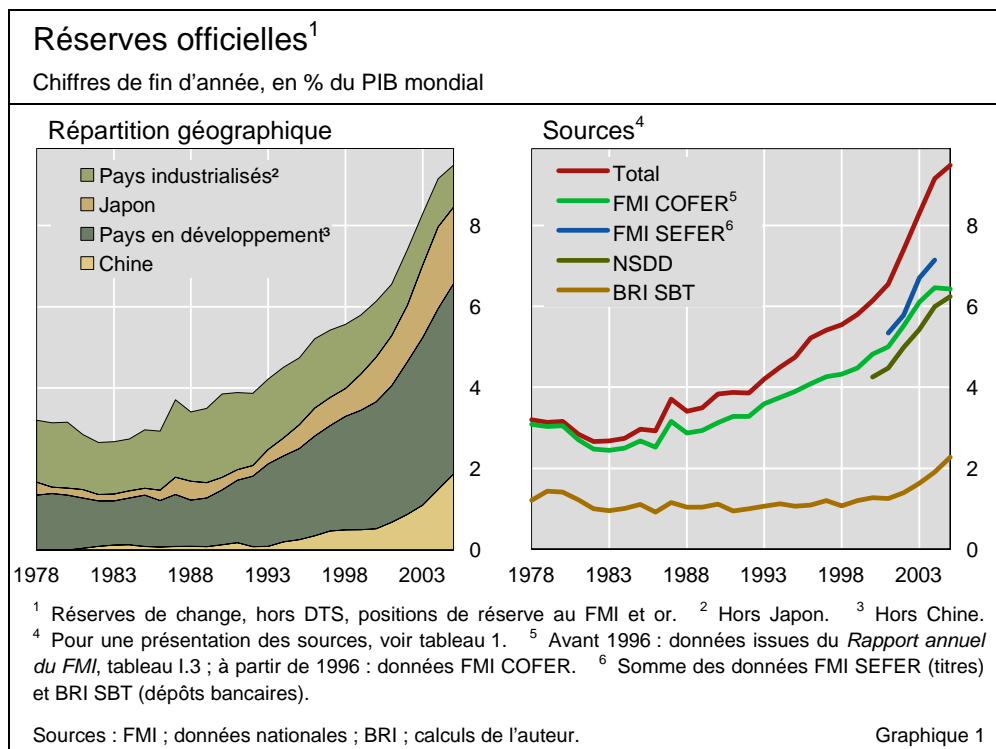
Quasiment tous les pays, à l'exception de l'Irak, de l'Iran et de quelques États de petite taille, diffusent régulièrement des données sur leurs réserves, mais la composition exacte des réserves n'est pas si facile à connaître. Il existe trois sources de données détaillées, toutes incomplètes. Les différences entre ces sources sont résumées au tableau 1.

### Données nationales

Les données NSDD couvrent 65 % des réserves mondiales

La source la plus exhaustive est le « formulaire de présentation des données sur les réserves internationales et les liquidités en devises », élaboré conjointement par le FMI et le Comité sur le système financier mondial, en 1999. Le formulaire fait partie de la « Norme spéciale de diffusion des données » (NSDD) du FMI. Les pays adhérents publient des chiffres détaillés concernant la liquidité des réserves et les sorties potentielles.

Cette source présente une limite importante : tous les pays ne sont pas adhérents. Le formulaire NSDD est publié par 65 pays – qui représentent 65 % des réserves mondiales (graphique 1) : les 24 économies industrialisées sans exception, mais seulement 41 économies en développement sur 160<sup>4</sup>. Parmi les grands absents figurent la Chine qui, à elle seule, détient 20 % des réserves mondiales, et Taïwan (Chine), avec 6 %. Les pays qui publient une répartition par monnaie détaillée ne sont qu'une vingtaine, et leur part dans les réserves mondiales est de l'ordre de 13 % (Truman et Wong, 2006).



<sup>4</sup> Le présent article utilise la classification des pays adoptée par les statistiques financières internationales du FMI, afin de faciliter les comparaisons. L'Annexe statistique du *Rapport trimestriel BRI* présente une grande différence par rapport à la classification du FMI, car elle recense séparément les places franches financières et les pays en développement.

### *Données obtenues par enquêtes*

Les enquêtes constituent la deuxième source de données. Les pays qui ne publient pas le détail de leurs réserves consentent parfois à participer à des enquêtes confidentielles, qui produisent uniquement des données agrégées, sans nommer les banques centrales participantes. La couverture géographique est souvent supérieure à celle du formulaire NSDD, mais elle reste imparfaite.

Le FMI collecte des données sur la « composition par monnaie des réserves de change officielles » (COFER). Les gestionnaires déclarent la valeur de marché des placements libellés en dollars EU, euros, yens, livres sterling, francs suisses et dans l'ensemble des autres monnaies. L'enquête COFER couvre moins de 70 % des réserves mondiales à cause de l'absence de certains grands pays en développement (graphique 1). Entre 1995 et 2005, tous les pays industrialisés y ont participé, mais seulement 80–90 pays en développement représentant entre 51 % et 66 % des réserves de ce groupe. Le FMI ne divulgue pas l'identité des participants mais, vu les chiffres, la Chine n'en fait vraisemblablement pas partie. En outre, l'évolution de la méthodologie rend difficiles les comparaisons dans le temps<sup>5</sup>.

L'enquête COFER en couvre moins de 70 %...

Certains membres du FMI participent aussi à l'« enquête sur la répartition géographique des valeurs mobilières détenues à titre de réserves de change » (SEFER), qui recense les différents types de titres figurant dans le portefeuille des gestionnaires – actions, instruments du marché monétaire et obligations – et précise la résidence de l'émetteur. Elle couvre au plus 75 % de tous les titres détenus par les autorités monétaires, sans divulguer l'identité ni le nombre des pays participants. Elle surestime ce type de réserves, car, dans un souci de confidentialité, ses résultats sont combinés aux données sur les investissements de portefeuille des organismes internationaux<sup>6</sup>.

...et l'enquête SEFER 75 % des avoirs sous forme de titres

Outre le FMI, les banques d'affaires et d'autres intervenants réalisent occasionnellement une enquête auprès des gestionnaires. Leurs questionnaires sont généralement de nature plus qualitative et, grâce à la grande diversité des sujets couverts, ils permettent de compléter les enquêtes du FMI.

### *Données des contreparties*

Les contreparties constituent la troisième et dernière source sur la composition des réserves. Leurs données constituent un indicateur à la fois utile, car chaque avoir de réserve correspond à un engagement dans le bilan de l'émetteur, et imparfait, parce que, souvent, la définition des engagements

Les engagements des contreparties sont un bon indicateur des réserves

---

<sup>5</sup> Truman et Wong (2006) identifient trois ruptures de série : en 1979, suite à l'instauration du système monétaire européen ; en 1995, du fait d'une amélioration de la méthode de compilation des données ; en 1999, quand la zone euro a exclu des réserves officielles tous les actifs libellés en euros et dans les monnaies antérieures à l'euro. En 1999, les pays hors zone euro ont commencé à déclarer leurs avoirs libellés en euros et ont cessé de le faire pour le florin néerlandais, le franc français et le mark allemand.

<sup>6</sup> Le FMI combine les résultats de l'enquête SEFER et ceux de l'Enquête sur la répartition géographique des valeurs mobilières détenues par les organismes internationaux (SSIO), pour les diffuser dans le cadre de l'Enquête coordonnée sur les investissements de portefeuille (ECIP).

vis-à-vis des institutions officielles ne correspond pas à la définition classique des réserves.

Plusieurs pays publient des données sur les engagements des résidents vis-à-vis des institutions officielles étrangères. La source majeure est le rapport de Treasury International Capital (TIC), du Trésor des États-Unis, qui recense les titres américains détenus par les non-résidents en faisant la distinction entre investisseurs privés et autorités officielles. Font partie de ces dernières nombre d'organismes dont les avoirs en devises ne sont pas des réserves selon la définition du FMI (1993), comme l'Autorité d'investissement du Koweït, le fonds de pension du gouvernement norvégien et divers fonds de régulation de produits de base. Mais sont exclus des données TIC les titres américains revendus aux autorités monétaires par l'intermédiaire de courtiers étrangers et détenus auprès de dépositaires étrangers. En sont exclus également les titres libellés en dollars EU émis à l'étranger, telles les obligations en dollars émises à Londres par des signatures souveraines étrangères. Globalement, les données TIC semblent sous-estimer les titres en dollars EU figurant dans les réserves (McCauley et Fung, 2003).

Les statistiques bancaires territoriales BRI couvrent les dépôts auprès des banques...

Les statistiques bancaires territoriales (SBT) de la BRI couvrent les avoirs placés auprès de banques commerciales sous la forme de dépôts ou prises en pension<sup>7</sup>. Les banques commerciales de tous les grands centres financiers déclarent leurs avoirs et engagements transfrontières, ventilés par instrument, monnaie, secteur et résidence de l'emprunteur ou du déposant. La population déclarante s'est élargie avec le temps, mais l'incidence de l'évolution de la méthodologie est moins importante que pour les données COFER<sup>8</sup>. Les positions vis-à-vis des « autorités monétaires officielles » sont recensées séparément, mais seulement en termes agrégés, sans indication de la nationalité de l'autorité.

Les engagements vis-à-vis des autorités monétaires officielles incluent certains instruments qui, habituellement, n'entrent pas dans la composition des réserves, tels les dépôts transfrontières en monnaie nationale. Il s'agit là surtout de prises en pension libellées en euros effectuées par les banques centrales de l'Eurosystème avec des banques de la zone.

...mais excluent le Japon et la Chine

Néanmoins, en raison des différences de couverture, les statistiques BRI sous-estiment les réserves placées sous forme de dépôts. N'entrent pas dans la définition des autorités monétaires officielles les ministères des Finances (en particulier du Japon) et les organismes officiels (notamment l'Administration chinoise des changes – ACC). Ces deux exceptions sont de grande portée, vu que le Japon et la Chine sont les plus gros détenteurs de réserves et que le

---

<sup>7</sup> Une prise en pension est fondamentalement un prêt garanti : le cessionnaire reçoit des titres contre des liquidités et il est convenu que la transaction sera inversée à une date déterminée et à un prix fixé à l'avance. Dans les statistiques bancaires territoriales BRI, les prises en pension sont déclarées avec les dépôts bancaires. En revanche, le FMI (1993) recommande aux autorités monétaires de les classer séparément sous l'intitulé « autres actifs en devises ».

<sup>8</sup> La population déclarante est passée de 15 juridictions en 1977 à 39 en 2006. La plus vive expansion a eu lieu en 1983, avec l'adjonction des places franches financières. En 1999, la déclaration de positions libellées en florins néerlandais, francs français, lires italiennes, marks allemands et Écus a fait place à celle de positions en euros.

ministère des Finances et l'ACC possèdent l'essentiel des réserves nationales. Par conséquent, si les banques déclarent bien toutes leurs positions transfrontières et en devises, dans la pratique, la couverture géographique des statistiques BRI est incomplète. En sont exclus également les dépôts placés par les gestionnaires de réserves auprès de la BRI elle-même, ou du moins la part de ces dépôts réinvestie en titres par la BRI<sup>9</sup>.

### *Évolution de la composition et gestion des réserves*

Si les données des diverses sources renseignent sur la composition des réserves, leurs enseignements sur la gestion des réserves doivent être considérés avec prudence. Un changement de composition ne traduit pas nécessairement une décision sur l'allocation des avoirs.

Premièrement, les données disponibles, à l'exception du formulaire NSDD, portent principalement sur les réserves brutes et ne tiennent pas compte des engagements correspondants. Or, ces dernières années, les banques centrales ont accordé une attention accrue à la gestion intégrée de leurs avoirs et engagements (Cardon et Coche, 2004), ce qui tend à atténuer le lien entre composition des réserves et décisions en matière de gestion.

Lien assez ténu entre évolution de la composition des réserves...

Deuxièmement, l'exposition aux risques peut ne pas correspondre à la composition des réserves. Les gestionnaires ont parfois recours à des dérivés pour se couvrir contre différents risques. Une position sur dérivés n'est généralement pas enregistrée avec la transaction à laquelle elle sert de couverture, de sorte que les chiffres de bilan peuvent donner une image incomplète de l'exposition aux risques. Par exemple, certaines banques centrales peuvent utiliser des dérivés sur devises pour accroître leurs positions sur des monnaies autres que le dollar EU. Dans ce cas, les données sur la composition des réserves pourraient surestimer l'exposition au dollar EU. Si nombre de banques centrales ne sont pas encore autorisées à recourir à de telles stratégies, on sait que quelques-unes le font (Fels, 2005).

Enfin, dans les données agrégées, comme l'enquête COFER du FMI et les statistiques territoriales BRI, l'évolution de la composition des réserves traduit tant des ajustements de portefeuille (pour un portefeuille d'une taille donnée) que les variations en volume des réserves de chaque pays. De la sorte, l'expansion des réserves dans un pays pourrait masquer la diversification des avoirs dans un autre.

...et décisions en matière de gestion des réserves

## Répartition par instrument

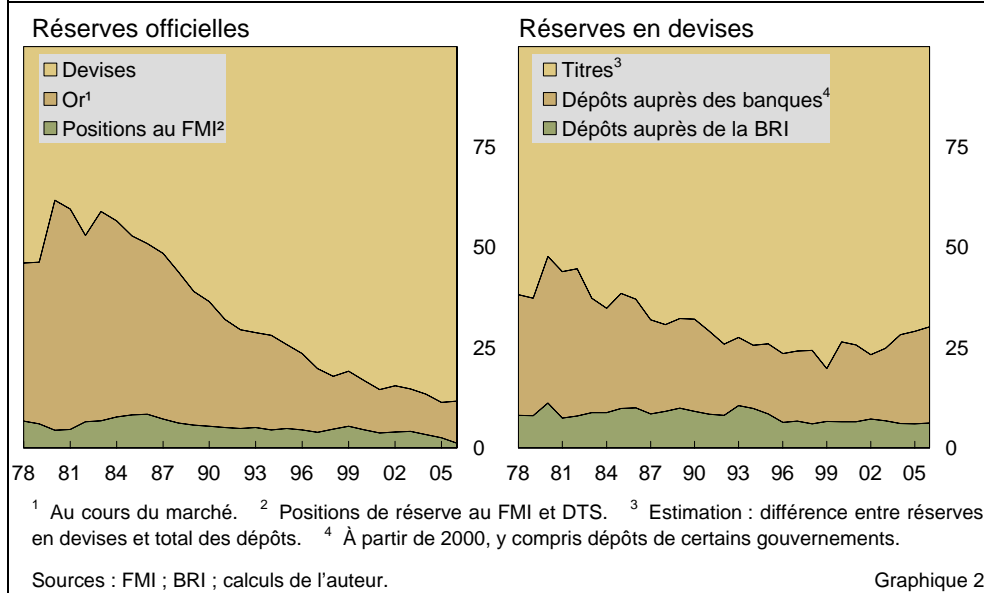
Depuis les années 70, les autorités monétaires diversifient progressivement leurs réserves, au profit d'instruments à plus haut rendement et à plus haut risque. Néanmoins, elles privilégient toujours les actifs très liquides, présentant

---

<sup>9</sup> La BRI accepte des dépôts en provenance d'autorités monétaires, qu'elle investit en dépôts et titres pris en pension ou achetés ferme. Elle entre elle-même dans la catégorie « autorité monétaire officielle ». Les statistiques territoriales couvrent donc indirectement la part des fonds déposée auprès de la BRI et réinvestie en dépôts bancaires et prises en pension.

## Réserves : répartition par instrument

À fin mars, en % du total



un risque de crédit limité. Après avoir nettement baissé, la part investie en dépôts bancaires a légèrement augmenté ces dernières années, ce qui tient essentiellement à l'accumulation rapide de réserves par les pays en développement qui, par rapport aux pays industrialisés, placent généralement une part relativement plus importante de leurs réserves auprès des banques.

### Avoirs en or

Les devises, et non plus l'or, constituent maintenant le principal avoir des banques centrales

Le gros des réserves a longtemps été détenu en or, mais les trois dernières décennies ont marqué un changement radical. Les avoirs en or, actualisés à la valeur de marché, se chiffraient à quelque 60 % des réserves mondiales en 1980, mais n'en représentaient plus que 9 % en 2005 (graphique 2). Aujourd'hui, les réserves sont surtout investies en devises (dépôts et titres), qui totalisent \$4 300 milliards à fin mars 2006, alors que l'or ne représentait plus que \$500 milliards (en valeur de marché)<sup>10</sup>.

La gestion des avoirs en or a changé avec le temps. Initialement, l'or constituait un avoir séparé, dont le volume restait inchangé, même lorsque les cours fluctuaient et que les réserves s'accumulaient. Puis, à partir de la fin des années 80, certaines banques centrales ont vendu une partie – ou même l'intégralité – de leur or. La vive appréciation du métal précieux en 2005–06 a contribué à accroître la part de l'or à plus de 10 % début 2006. Puis, l'encours a recommencé à baisser au rythme de quelque 2 % par an.

### Dépôts bancaires

Le report vers les avoirs en devises au détriment de l'or s'est inscrit dans un mouvement plus large d'ajustement en faveur d'actifs perçus comme offrant un profil risque/rendement plus intéressant. À partir du milieu des années 70, les

<sup>10</sup> Il convient d'ajouter \$57 milliards au titre des positions de réserve au FMI et des DTS.

gestionnaires ont commencé à diversifier leurs portefeuilles, du moins celui en dollars EU, délaissant les bons du Trésor EU pour les dépôts bancaires (McCauley et Fung, 2003). Durant les années 80 et jusqu'au début des années 90, ils ont sensiblement allongé la durée de leurs portefeuilles, se portant sur les titres à plus long terme et réduisant la part des dépôts.

Les statistiques bancaires territoriales BRI reflètent l'importance de ce changement. Comme indiqué ci-dessus, pour obtenir une estimation plus juste des réserves détenues sous forme de dépôts, il faut inclure les dépôts de certains gouvernements ainsi que ceux des autorités monétaires auprès de la BRI et exclure les dépôts placés par la BRI auprès des banques commerciales. À fin mars 2006, ces trois ajustements majoraient les estimations de plus de 20 %, les portant de \$1 100 milliards à \$1 300 milliards (tableau 2).

Bien qu'ils aient diminué, les dépôts tiennent toujours une place importante. La part des réserves en devises (sans compter l'or ni les positions au FMI) placée en dépôts bancaires a culminé en 1980, à près de 50 %, pour baisser progressivement les deux décennies suivantes (graphique 2). Entre 1996 et 2002, elle a fluctué autour de 23 %, même lorsque les réserves étaient en forte expansion, pour s'accroître encore ensuite, jusqu'à atteindre 30 % à fin mars 2006.

La part consacrée aux dépôts est beaucoup plus grande pour les pays en développement – environ un tiers des réserves en devises, ces dernières années, selon les statistiques FMI et BRI, et la majeure partie même pour

Les ajustements aux statistiques territoriales BRI majoraient les dépôts de 20 %

Réserves placées auprès des banques		
Encours (dépôts et prises en pension), à fin mars 2006		
	En mrd de dollars EU	En % des réserves en devises
Ensemble des pays	1 308,0	30,1
BRI SBT	1 078,8	24,8
+ Dépôts des États <sup>1, 2</sup>	116,0	2,7
+ Dépôts auprès de la BRI <sup>3</sup>	268,0	6,2
– Dépôts de la BRI <sup>4</sup>	154,8	3,6
Pays industrialisés <sup>1</sup>	267,4	20,7
Japon	122,4	14,7
Pays en développement <sup>5</sup>	1 033,7	33,8
Dépôts identifiés <sup>1</sup>	506,9	32,9
Inde	109,9	75,8
Russie	136,4	68,7
Dépôts non identifiés <sup>6</sup>	526,8	34,8

<sup>1</sup> Avoirs identifiés : encaisse, dépôts et autres actifs (essentiellement prises en pension), déclarés par les autorités nationales acceptant la Norme spéciale de diffusion des données. <sup>2</sup> Avoirs déclarés par le Japon et le Royaume-Uni, hors dépôts auprès de la BRI, du FMI et des banques centrales nationales. <sup>3</sup> Dépôts des banques centrales auprès de la BRI, y compris sous forme d'instruments à moyen terme (MTI), à l'exclusion des dépôts en or. <sup>4</sup> Fonds placés par la BRI auprès des banques commerciales, dont : dépôts à terme, avances et prises en pension. <sup>5</sup> Total des dépôts de l'ensemble des pays moins dépôts identifiés des pays industrialisés. <sup>6</sup> Total des dépôts des pays en développement moins dépôts identifiés des pays en développement.

Sources : FMI ; données nationales ; BRI ; calculs de l'auteur. Tableau 2



Avoirs des institutions officielles étrangères en titres émis aux États-Unis						
	En milliards de dollars EU			En % du total des avoirs		
	Déc. 1989	Mars 2000	Juin 2005	Déc. 1989	Mars 2000	Juin 2005
Titres de dette à long terme <sup>1</sup>	197	565	1 439	100,0	100,0	100,0
Trésor EU	188	465	1 054	95,4	82,3	73,2
Agences fédérales <sup>2</sup>	7	88	324	3,6	15,6	22,5
dont : titrisation <sup>3</sup>	...	...	63	...	...	4,4
Entreprises et divers	2	12	61	1,0	2,1	4,2
dont : titrisation <sup>3</sup>	...	...	17	...	...	1,2
<i>Obligations/Total des titres</i> <sup>4</sup>	...	...	...	59,5	62,4	74,3

<sup>1</sup> Valeur de marché des titres de dette dont l'échéance originale est supérieure à 1 an ou indéterminée, sur la base d'enquêtes de référence concernant les portefeuilles de titres émis aux États-Unis détenus par les non-résidents. <sup>2</sup> Titres de dette des agences de crédit hypothécaire, essentiellement Fannie Mae et Freddie Mac. <sup>3</sup> Titres adossés à des actifs ; pour les agences, il s'agit surtout de titres hypothécaires. <sup>4</sup> Titres de dette à long terme, en % du total des avoirs des institutions officielles étrangères en titres émis aux États-Unis (court terme et long terme, titres de dette et actions).

Sources : données nationales ; McCauley et Fung (2003). Tableau 3

Les dépôts  
représentent une  
grande part des  
réserves des pays  
en développement

certain – que pour les pays industrialisés (tableau 2). Ainsi, à fin mars 2006, l'Inde avait investi 76 % de ses \$145 milliards en dépôts bancaires et prises en pension, et la Russie 69 % sur \$198 milliards, contre 21 % pour les pays industrialisés. Les dépôts des pays industrialisés ont été temporairement renforcés par la vive accumulation des réserves du Japon en 2003–04, quand les autorités intervenaient massivement sur les changes pour freiner l'appréciation du yen. Ils se sont ensuite contractés, lorsque le Japon s'est porté sur les titres (McCauley, 2005).

#### *Avoirs en titres*

Allongement  
significatif de  
la duration

L'essentiel des réserves mondiales en devises, soit environ 70 % à fin mars 2006, est investi en titres (graphique 2). Plus habitués à gérer le risque de marché, les gestionnaires ont diversifié leurs portefeuilles de titres en se portant sur des instruments de plus long terme. Selon l'enquête SEFER, la dette à long terme représentait 73 % de l'ensemble des avoirs en titres à fin décembre 2004, et les instruments du marché monétaire seulement 25 %. Certes, nombre des obligations (en particulier les valeurs du Trésor EU) détenues par les autorités monétaires ont une courte échéance résiduelle. Cela étant, la propension des gestionnaires à assumer le risque de marché s'est incontestablement accrue. Leurs portefeuilles d'obligations émises par les agences américaines et les entreprises ont une duration bien supérieure à celle de leurs avoirs en valeurs du Trésor EU, et ces titres représentent une part en rapide croissance des réserves mondiales (tableau 3).

Les obligations  
d'État constituent  
le principal  
investissement  
de portefeuille...

Les gestionnaires continuent de privilégier les instruments présentant un faible risque de crédit et de liquidité. Les titres d'État restent le principal investissement de portefeuille, avec 73 % des obligations américaines détenues par des institutions officielles en 2005 (tableau 3), soit moins qu'en 1989 (95 %), mais les titres d'agences – notés AAA et les plus négociés après les valeurs du Trésor – compensent presque entièrement la différence. Par ailleurs, les gestionnaires ne s'intéressent guère aux actions qui, selon

l'enquête SEFER, représentaient, à fin décembre 2004, moins de 2 % des titres.

Néanmoins, le goût pour le risque de crédit et le risque de liquidité va croissant. Environ la moitié des 56 participants à l'enquête 2006 de Central Banking Publications auprès des gestionnaires de réserves ont indiqué une augmentation des placements en actifs à plus haut risque non classiques (Carver, 2006). Une forte minorité détenait des titres adossés à des actifs (dont créances hypothécaires) et des obligations d'entreprise. Le rapport TIC confirme que, ces dernières années, les institutions officielles ont accru leur exposition à ces titres, qui, en 2005, représentaient presque 9 % de leurs avoirs en titres de dette américains (tableau 3).

...mais le goût pour le risque de crédit grandit peu à peu

## Répartition par monnaie

L'accumulation massive de réserves officielles et la diversification graduelle au profit de titres à plus haut risque ne se sont pas faites au détriment du dollar EU. La répartition des réserves est aussi concentrée que dans les années 80, plus même, si l'on recense séparément les monnaies antérieures à l'euro. Le changement récent le plus significatif est le fait que la livre sterling est devenue la troisième monnaie de réserve, à la place du yen.

L'analyse et les graphiques 3 et 4 s'appuient ici sur l'enquête COFER du FMI et sur les statistiques bancaires territoriales de la BRI qui, malgré une couverture limitée aux dépôts, permettent un recoupement. Comme déjà indiqué, les données COFER excluent certains grands pays en développement et présentent d'importantes ruptures de série. Il convient de rappeler que toutes les données disponibles excluent en fait les réserves de la Chine (encadré).

Recoupement des données COFER avec les statistiques bancaires territoriales BRI

La répartition par monnaie dans l'enquête COFER correspond globalement à celle des données BRI. Si une modification inattendue des réserves a probablement une influence plus immédiate sur les dépôts, dont la composition devrait ainsi être plus instable que celle de l'ensemble des réserves, ce sont en fait les parts du dollar EU et de l'euro qui sont plus variables dans les données FMI ; cela tient peut-être aux ruptures de série.

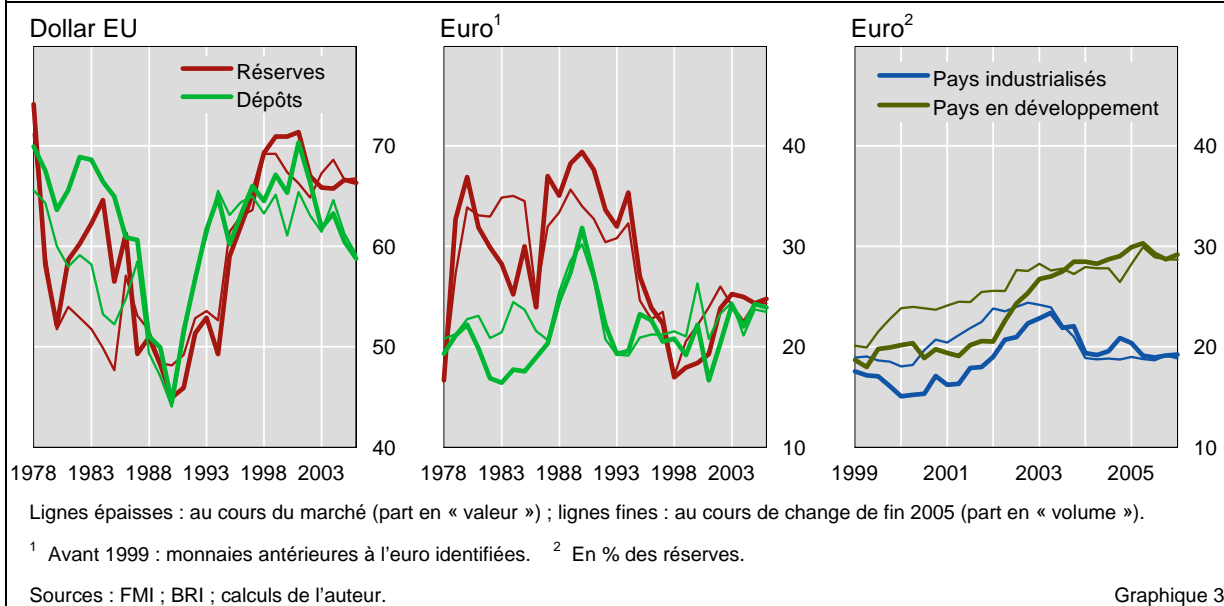
### *Parts du dollar EU en valeur et en volume*

Depuis la fin de la Deuxième Guerre mondiale, le dollar EU est la principale monnaie de réserve, malgré l'instabilité de sa part dans les réserves officielles. Les graphiques 3 (lignes épaisses) et 4 représentent les parts des monnaies en « valeur de marché ». Dans les années 70, les réserves en devises étaient investies, pour plus de 70 %, dans des instruments libellés en dollars EU (graphique 3, cadre de gauche). Durant les années 80, les gestionnaires ont diversifié leurs portefeuilles au profit du yen et du mark de sorte que, à la fin de la décennie, la part du dollar est tombée à moins de 50 %. Elle a regagné du terrain dans les années 90, atteignant un sommet en 2001 (à quelque 70 %), pour retomber, à fin mars 2006, à 66 % des réserves et à 59 % des dépôts.

La part du dollar EU est élevée mais instable

## Réserves : répartition par monnaie

En % du total des avoirs en devises attribués



La part des monnaies est influencée par les mouvements de change...

Premièrement, la part du dollar EU dans les réserves et les dépôts est influencée par les mouvements de change. Le graphique 3 (lignes fines) représente les parts en « volume » – les variations de change sont neutralisées en calculant les avoirs à cours de change constants (de fin 2005). Durant les périodes de dépréciation marquée du dollar EU, telles que 1985–87 et 2002–04, sa part en valeur a diminué, malgré un accroissement de sa part en volume. Inversement, pendant les périodes d'appréciation marquée, comme 1981–84 et 1999–2001, la part du dollar EU a augmenté en valeur et plutôt baissé en volume. Cela indique que, sur ces périodes, les gestionnaires n'ont pas entièrement compensé les effets de change. En d'autres termes, ils n'ont pas rééquilibré en permanence leurs portefeuilles de façon à maintenir une part constante en dollars EU.

...les changements d'allocation...

Deuxièmement, la part du dollar EU est déterminée par la politique de gestion des réserves (ajustements stratégiques des avoirs et tolérance d'écarts par rapport à la répartition de référence). Dans les années 80, les banques centrales participant au système monétaire européen (SME) ont substitué le mark au dollar EU pour maintenir les parités au sein du SME, ce qui a induit une forte accumulation de réserves en marks par les membres du SME et une baisse de la part du dollar EU dans les réserves et dépôts mondiaux (Banque fédérale d'Allemagne, 1997). Après l'Union monétaire européenne, le 1<sup>er</sup> janvier 1999, certains pays en développement ont orienté une partie de leurs réserves vers l'euro, dont la part est passée de 20 % à l'époque à presque 30 % en 2006, hors effets de change (graphique 3, cadre de droite). La part du dollar en volume a inscrit une baisse correspondante. Ces ajustements ont été particulièrement prononcés dans les pays entretenant des liens commerciaux ou financiers étroits avec la zone euro, et relativement moins significatifs en Asie et dans les Amériques (Lim, 2006).

Troisièmement, la répartition par monnaie est influencée par le rythme d'accumulation des réserves, variable selon les pays. L'enquête COFER montre que, au cours des années 90, les pays en développement ont consacré une plus grande partie de leurs réserves officielles à des instruments en dollars EU que les pays industrialisés. La vive expansion de leurs réserves a accru leur poids dans les réserves mondiales, de 40 % à 60 % entre 1990 et 2000, en même temps que la part du dollar EU dans les réserves et dépôts mondiaux. Pareillement, le Japon semble affecter une proportion beaucoup plus importante de ses réserves aux instruments en dollars EU que les autres pays industrialisés ; la rapide accumulation des réserves nippones en 2003-04 a conforté la position du dollar EU dans les réserves mondiales.

...et le rythme d'accumulation des réserves

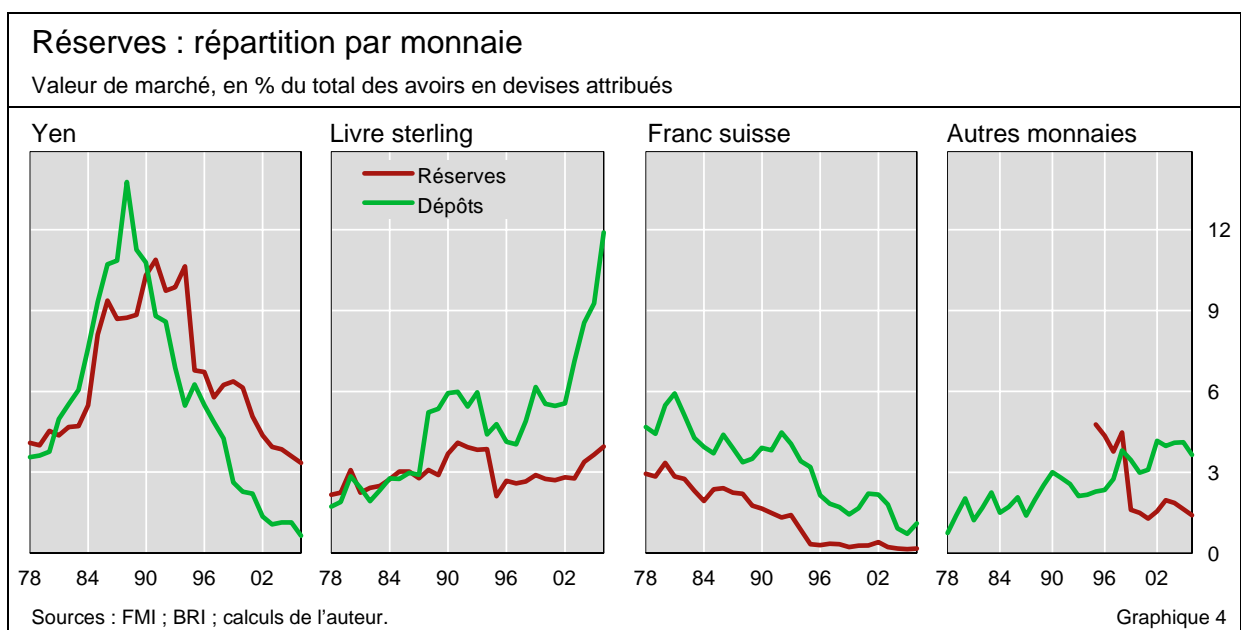
#### Part des autres monnaies

Durant la majeure partie des deux dernières décennies, la part de l'euro dans les réserves a évolué parallèlement, en négatif, avec celle du dollar EU. En 1990, la part des monnaies antérieures à l'euro a inscrit un record, avec 39 % des réserves et 32 % des dépôts (graphique 3). Il s'agissait essentiellement de fonds investis en marks et, dans une moindre mesure, en francs français et en Écus. Elle est tombée, dans les deux cas, autour de 20 % à la veille de l'Union monétaire européenne.

La part de l'euro a atteint un sommet en 1990...

Si la part de l'euro dans les réserves et les dépôts est remontée après l'Union monétaire, elle était à peine plus élevée, début 2006, qu'au milieu des années 90. L'enquête COFER indique qu'elle s'est stabilisée après 2003 à quelque 25 %, avoisinant celle des monnaies antérieures à l'euro au milieu des années 90. Toutefois, la comparaison peut être trompeuse car, jusqu'en 1998, les réserves totales attribuées à l'« euro » étaient largement détenues par les pays de la zone elle-même. Or, ces actifs ont été exclus des réserves mondiales après l'Union monétaire. Les statistiques territoriales ne montrent pas de rupture car, même après 1998, les banques ont continué de déclarer

...et n'était que très légèrement plus élevée après l'Union monétaire qu'au milieu des années 90



## Composition des réserves de la Chine

L'analyse présente une limite importante : elle ne prend pas en compte la composition des réserves de la Chine. Or, celles-ci sont si amples qu'une légère modification de leur composition pourrait influencer fortement les conclusions dégagées des données agrégées. Les statistiques bancaires territoriales BRI ne fournissent guère de renseignements, car la Chine semble n'avoir déposé qu'une petite partie de ses réserves auprès des banques déclarantes. Au 31 mars 2006, les dépôts des résidents chinois auprès des banques à l'étranger se sont chiffrés à \$123 milliards, dont 72 % en dollars EU ; il s'agit essentiellement de mouvements interbancaires (et intragroupes). Les dépôts des agents non bancaires, dont la SAFE, n'ont totalisé que \$26 milliards. Or, toujours au 31 mars 2006, les réserves en devises de la Chine se sont inscrites à \$875 milliards. On constate ainsi que la part des réserves sous forme de dépôts est bien inférieure à celle de la plupart des autres pays. Les statistiques bancaires territoriales BRI excluent, cependant, les réserves placées sur le territoire chinois auprès de banques locales.

leurs engagements en euros vis-à-vis des banques centrales de la zone. Elles confirment que la part des dépôts en euros était plus élevée, mais de peu, en 2005–06 (24 %) qu'en 1994–96 (22 %).

La livre a remplacé le yen au rang de troisième monnaie de réserve

Le yen a perdu progressivement de son importance depuis le début des années 90. Durant la décennie précédente, il avait commencé à éroder la part du dollar EU et, à son sommet, représentait plus de 10 % des réserves mondiales (graphique 4). En 2006, sa part est tombée à moins de 5 %, ce qui s'explique par la baisse des prix des actifs japonais suivie d'une longue période de relative faiblesse des rendements.

Le recul du yen a profité à la livre sterling, qui lui a ravi la place de troisième monnaie de réserve. Selon les statistiques bancaires territoriales BRI, la part de la livre a plus que doublé entre 1995 et 2006, passant de 5 % des dépôts à presque 12 %. L'enquête COFER montre une hausse plus modeste, de 2 % à 4 % des réserves, ce qui donne à penser que les pays en développement se sont portés sur la livre plus vite que les pays industrialisés.

Le franc suisse est délaissé

Le franc suisse qui, à une époque, était une des principales monnaies de réserve, dépassée seulement par le dollar EU et le mark, n'a plus les faveurs des gestionnaires après les années 70. D'un sommet de 6 % des dépôts en 1981, sa part a progressivement diminué jusqu'à 1 % en 2006. Sur la dernière décennie, son cours a suivi très étroitement celui de l'euro vis-à-vis du dollar EU (Galati et Wooldridge, 2006). Cette tendance, conjuguée à un écart de rendement favorable aux actifs en euros, pourrait avoir réduit l'attrait du franc suisse comme monnaie de réserve.

Les statistiques bancaires territoriales BRI montrent que les gestionnaires ont récemment un peu accru leurs avoirs en dollars australiens, dollars de Hong-Kong, couronnes danoises et autres monnaies. La part des monnaies autres que les cinq principales est passée à 4 % des dépôts en 2005–06. Cependant, cette hausse n'est pas confirmée par l'enquête COFER.

## Conclusions

Les données sur la composition des réserves officielles indiquent que les gestionnaires font preuve de prudence en matière de diversification. Le gros des réserves en devises est toujours investi en dépôts bancaires et en titres d'État, et le dollar EU reste la première monnaie de réserve. Cela n'a rien de surprenant, car les réserves sont détenues principalement pour faire face à des situations d'urgence, dans lesquelles la liquidité est primordiale, et l'éventail des placements répondant aux critères recherchés est limité.

Les gestionnaires de réserves ont jusqu'ici pratiqué la diversification avec prudence...

Cela étant, la gestion des réserves a évolué. Poursuivant une tendance amorcée dans les années 70, qui consistait à délaisser les bons du Trésor EU au profit des dépôts bancaires, les gestionnaires se portent progressivement sur des instruments à plus haut rendement et à plus haut risque. Ils semblent plus accoutumés aux risques de marché, mais commencent aussi à assumer plus de risques de crédit et de liquidité. La répartition par monnaie de leurs portefeuilles, tout en étant instable, n'a pas changé autant que la répartition par instrument. On observe toutefois que, sur la dernière décennie, les actifs libellés en livres sterling ont gagné en importance. Il faut aussi noter que les données agrégées masquent d'importants mouvements au sein des pays et, par conséquent, accordent plus de poids aux gros détenteurs qu'aux gestionnaires plus sophistiqués. Elles surestiment donc peut-être le degré d'inertie des décisions concernant l'allocation des réserves. De même, les décisions de certains pays, dont la Corée et la Russie, de transférer une partie de leurs réserves à des fonds de placement publics masquent l'ampleur de la diversification des avoirs en devises.

La diversification pourrait s'intensifier à l'avenir, et ce pour deux raisons. Premièrement, les réserves sont généralement perçues comme plus amples que nécessaire aux fins des interventions, et leur gestion devrait donc vraisemblablement être axée encore davantage sur la maximisation des rendements pour un niveau donné de risque, plutôt que sur la préservation de la liquidité et du capital. Deuxièmement, les marchés financiers de l'euro rattrapent rapidement le marché américain en termes de liquidité et de sophistication (Galati et Wooldridge, 2006), ce qui renforce la position de l'euro comme substitut possible au dollar EU dans les réserves officielles.

...mais ils pourraient accélérer la cadence à l'avenir

## Bibliographie

Banque des Règlements Internationaux (2005) : *75<sup>e</sup> Rapport annuel*, juin, Bâle.

Banque fédérale d'Allemagne (1997) : « The role of the Deutsche Mark as an international investment and reserve currency », *Deutsche Bundesbank Monthly Report*, avril, pp. 17–30.

Cardon, P. et J. Coche (2004) : « Strategic asset allocation for foreign exchange reserves », sous la direction de C. Bernadell, P. Cardon, J. Coche, F. Diebold et S. Manganelli, *Risk Management for Central Bank Reserves*, BCE, pp. 13–27.

Carver, N. (2006) : « Trends in reserve management – 2006 survey results », sous la direction de R. Pringle et N. Carver, *RBS Reserve Management Trends 2006*, Central Banking Publications, pp. 1–24.

Fels, J. (2005) : *Pondering the composition of central bank reserves*, Morgan Stanley, 17 octobre, document non publié.

Fonds monétaire international (1993) : *Manuel de la balance des paiements*, 5<sup>e</sup> édition, Washington DC.

Galati, G. et P. Wooldridge (2006) : « The euro as a reserve currency: a challenge to the pre-eminence of the US dollar? », *BIS Working Papers*, à paraître.

Lim, E. (2006) : « The euro's challenge to the dollar: different views from economists and evidence from COFER and other data », *IMF Working Paper*, n° WP/06/153, juin.

McCauley, R. (2005) : « Réserves en dollars EU dans le monde entier et placements officiels en actifs américains », *Rapport trimestriel BRI*, septembre, pp. 59–75.

McCauley, R. et B. Fung (2003) : « Choix des instruments dans la gestion des réserves de change en dollars », *Rapport trimestriel BRI*, mars, pp. 39–46.

Truman, E. M. et A. Wong (2006) : « The case for an international reserve diversification standard », Institute for International Economics, *Working Paper Series*, n° 06–2.