

## V. Marchés des changes

### Faits marquants

Durant la majeure partie de 2006 et les quatre premiers mois de 2007, le dollar EU s'est graduellement affaibli en termes nominaux pondérés par les échanges commerciaux, alors que l'euro s'appréciait et que le yen se dépréciait encore plus que le dollar. De nombreuses autres monnaies européennes, dont les couronnes tchèque et suédoise ainsi que la livre sterling, se sont également renforcées en 2006, tant sur une base pondérée que vis-à-vis de l'euro, mais elles ont ensuite perdu du terrain. Principale exception : le franc suisse, qui s'est, dans l'ensemble, affaibli sur la période considérée. Plusieurs monnaies asiatiques, en particulier le baht thaïlandais, se sont renforcées sur une base pondérée. L'appréciation du renminbi à l'égard du dollar EU s'est accentuée au second semestre 2006, mais elle a été nettement plus modérée en termes corrigés des échanges commerciaux.

Globalement, les marchés des changes ont été caractérisés par de gros volumes d'opérations et, sauf pour deux périodes, par une volatilité historiquement basse : en mai-juin 2006, un regain d'instabilité a essentiellement affecté des monnaies d'économies émergentes, comme le real brésilien, et celles de pays conjuguant des taux d'intérêt et un déficit courant élevés (Australie et Nouvelle-Zélande, par exemple) ; fin février 2007, la volatilité d'un large éventail de monnaies s'est accrue, mais cette tendance a commencé à s'inverser à partir de la mi-mars.

Trois facteurs paraissent avoir dominé les évolutions de change. Premièrement, les écarts de taux d'intérêt, qui reflètent les perspectives macroéconomiques et leurs implications pour la politique monétaire, ont continué d'affecter les fluctuations de plusieurs cours bilatéraux. Dans un contexte de faible volatilité, l'amplification des stratégies de *carry trade* a été assurément influencée par ces écarts de taux. Deuxièmement, confirmant une tendance apparue à la fin des années 1990, l'accumulation de réserves de change officielles s'est encore sensiblement accentuée en 2006, limitant l'effet des pressions à la hausse sur les monnaies d'Asie et de quelques pays exportateurs de pétrole. Plusieurs pays, comme la Chine, la Corée, la Malaisie et la Thaïlande, ont amendé leurs réglementations sur les mouvements de capitaux afin d'atténuer ces tensions. Troisièmement, les déséquilibres mondiaux ont continué de peser sur la détermination des cours de change. L'ampleur des déficits budgétaires ou des paiements courants peut avoir modifié la nature de la réaction des monnaies aux accès de volatilité sur les marchés financiers. Dans le même temps, le déficit courant des États-Unis semble avoir eu moins de poids qu'à d'autres périodes comme facteur explicatif de l'évolution du dollar EU.

La dernière partie de ce chapitre examine les changements dans les méthodes de gestion des réserves, qui pourraient avoir des effets significatifs sur les marchés financiers, et notamment les changes. Elle analyse ensuite plusieurs causes sous-jacentes : ampleur des réserves accumulées par certains pays, nouvelles technologies financières et évolution des marchés financiers, modifications du cadre de gouvernance externe délimitant l'action des banques centrales. Pour finir, elle passe en revue quelques-uns des enjeux qui en résultent.

## Synthèse des évolutions

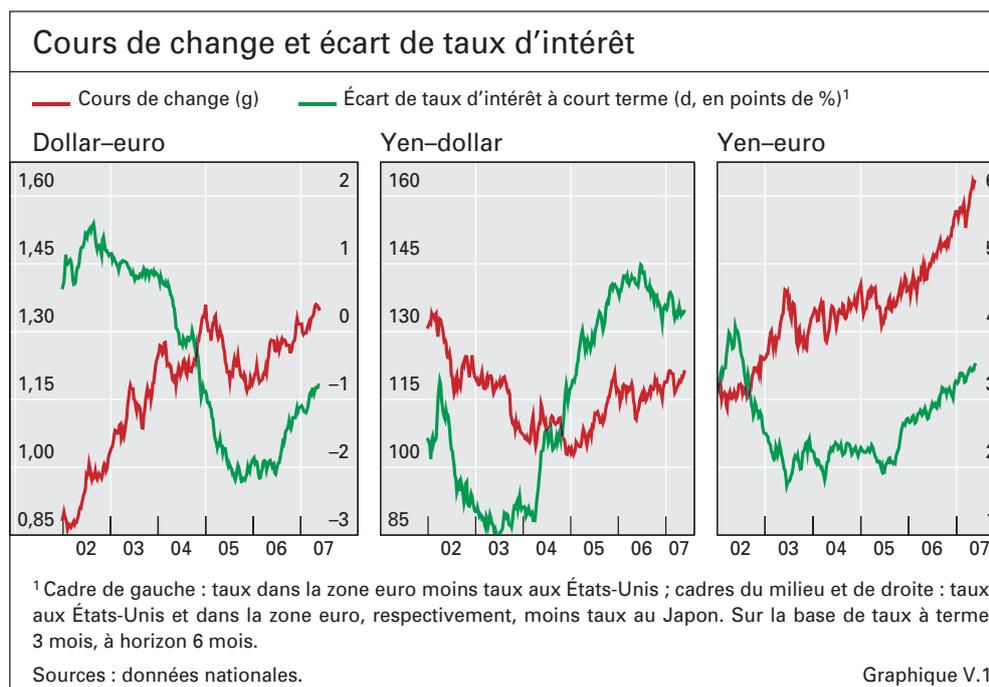
En 2006 et pendant les quatre premiers mois de 2007, la plupart des monnaies ont suivi une trajectoire inchangée, avec toutefois, dans quelques cas, une rupture distincte début 2007.

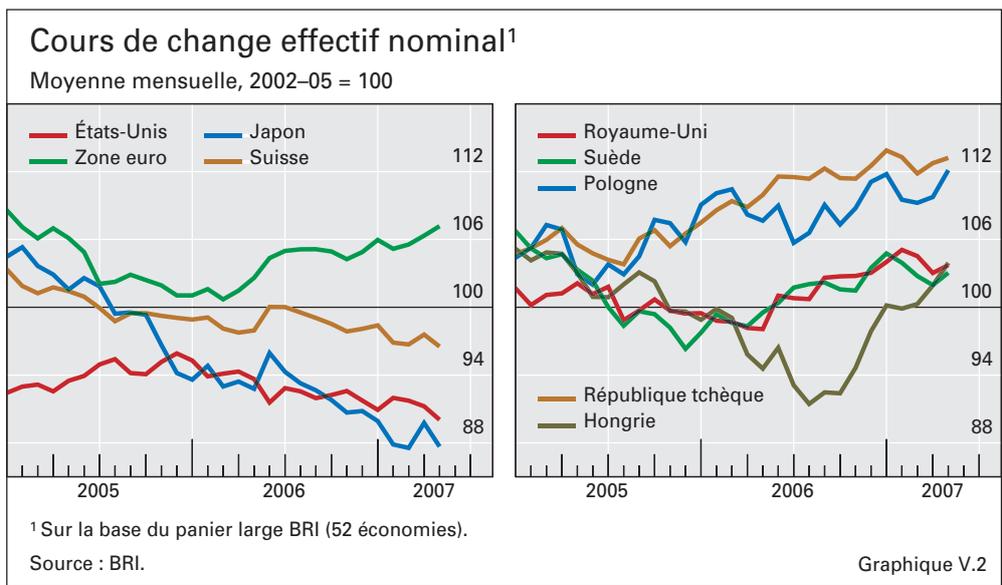
Durant la période considérée, le dollar EU s'est dans l'ensemble déprécié, cédant près de 6 % en termes effectifs nominaux. Son repli a atteint environ 15 % à l'égard de l'euro, annulant ainsi quasiment ses gains de 2005 (graphique V.1). L'an passé, il s'est également affaibli vis-à-vis de plusieurs autres monnaies européennes, en particulier la livre sterling, ainsi que du dollar australien et de diverses monnaies d'économies émergentes d'Asie. Par rapport au yen, en revanche, il n'a cessé de s'apprécier, après une forte baisse en mai 2006. D'une manière générale, son comportement paraît avoir changé vers le début de 2007 avec, selon les cas, une inversion de tendance ou une légère stabilisation.

L'année 2006 a vu l'appréciation en termes effectifs nominaux de la plupart des monnaies européennes. La hausse de l'euro s'est inscrite à près de 5 %, les couronnes tchèque et suédoise ainsi que la livre sterling enregistrant des gains substantiels (graphique V.2) ; à noter la valorisation du forint

Tendance à la dépréciation du dollar EU

Appréciation de la plupart des monnaies européennes

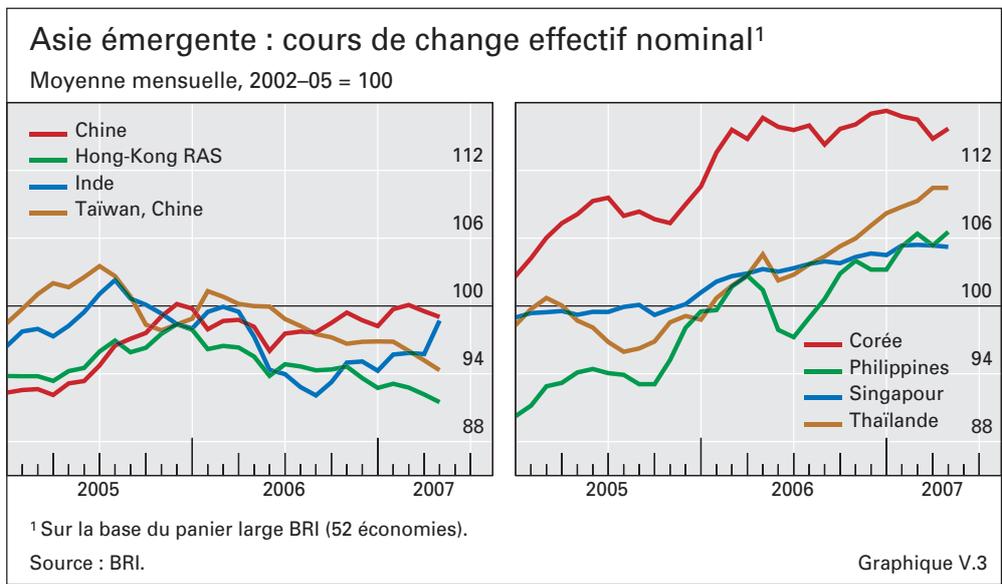


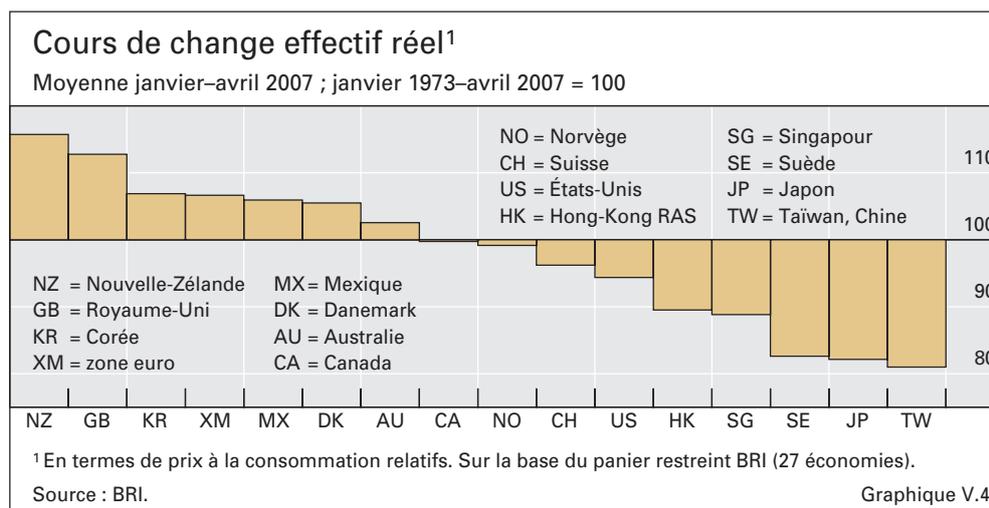


hongrois et du zloty polonais au second semestre. Au début de 2007, cependant, certaines de ces tendances se sont inversées. Le franc suisse s'est démarqué en demeurant relativement stable au premier semestre 2006, pour reculer pendant le reste de la période sous revue.

Les monnaies d'Asie ont suivi des trajectoires divergentes, évoluant de façon moins synchrone que les années précédentes vis-à-vis du dollar EU ainsi qu'en termes effectifs. Le yen n'a cessé de se déprécier en termes effectifs nominaux en 2006 et jusqu'en 2007, de même que le dollar de Hong-Kong et le nouveau dollar de Taïwan, avec un renversement passager dans le cas du yen en mai 2006 et mars 2007. Le peso philippin et le baht thaïlandais, au contraire, se sont notablement raffermis (graphique V.3). De son côté, même s'il ne s'est pas autant apprécié que les autres devises asiatiques, le won coréen a réussi à se maintenir à un niveau élevé en 2006, après la hausse

Évolutions divergentes pour les monnaies asiatiques





effective nominale de 15 % qu’il avait enregistré les dix-huit mois précédents, pour céder un peu plus de 1 % sur les quatre premiers mois de 2007. Avec un taux annualisé de près de 5 %, le rythme d’appréciation du renminbi vis-à-vis du dollar EU a quasiment doublé entre le premier semestre 2006 et la période allant de fin juin 2006 à fin février 2007, même si ses gains sont plus modestes en termes corrigés des échanges commerciaux. Durant mars et avril 2007, la monnaie chinoise est restée globalement stable face au dollar EU, mais sa valeur pondérée a fléchi de plus de 1 %.

#### Niveaux des cours de change sur longue période

Pour évaluer les cours de change en vigueur dans une perspective plus lointaine, l’une des méthodes consiste à comparer le cours effectif réel avec la moyenne de long terme. Durant la période considérée, la plupart des monnaies ne se sont guère écartées de ce niveau de référence. Pour les quatre premiers mois de 2007, l’écart pour le dollar EU et l’euro n’a pas dépassé 7 % (graphique V.4). Plusieurs monnaies d’Asie, en particulier le nouveau dollar de Taïwan et le yen, se sont situées à plus de 10 % au-dessous de cette moyenne. C’est aussi le cas de la couronne suédoise. À l’autre extrémité, le dollar néo-zélandais et la livre sterling se sont inscrits sensiblement au-dessus.

#### Conditions sur les marchés des changes

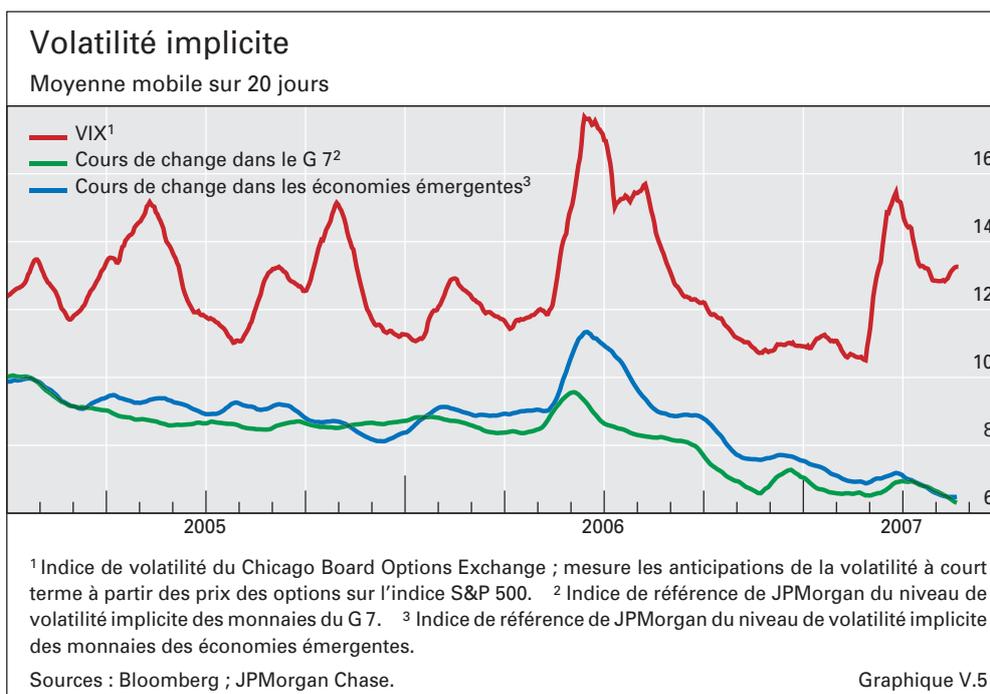
D’une manière générale, les changes ont été caractérisés par de gros volumes et une volatilité historiquement faible, correspondant à une baisse de l’instabilité sur l’ensemble des marchés financiers (graphique V.5 ainsi que chapitre VI). Deux périodes de hausse de volatilité ont toutefois été enregistrées, à la fois sur les changes et les autres marchés, mais elles ont été modestes et assez localisées.

En mai–juin 2006, tout d’abord, la volatilité, tant implicite qu’effective, des couples yen–dollar et yen–euro s’est brièvement accrue. Cet accès a été particulièrement marqué pour certaines monnaies d’économies émergentes comme le real brésilien et le rand sud-africain, mais plus modéré pour celles de pays conjuguant des taux d’intérêt et un déficit courant élevés tels que l’Australie et la Nouvelle-Zélande. Leur mouvement haussier s’est alors

Écarts parfois significatifs par rapport aux moyennes de long terme

Gros volumes et faible volatilité

Deux accès de volatilité



brèvement interrompu. Un second épisode a eu lieu de fin février à début mars 2007. Une montée brutale de la volatilité sur les marchés financiers a rejaili sur plusieurs paires de monnaies, avec une forte augmentation des volumes de transactions.

### Variations de change : déterminants

Pendant les quelque douze mois considérés, l'évolution des cours de change a été influencée par trois grands facteurs : les perspectives macroéconomiques et leurs implications pour la politique monétaire et les écarts de taux d'intérêt ; les politiques de change et interventions correspondantes, notamment en Asie émergente ; les déséquilibres extérieurs mondiaux. Pour certaines monnaies, les cours des produits de base ont également joué un rôle.

#### *Écarts de taux d'intérêt et rôle des stratégies de carry trade*

Comme les années précédentes, l'évolution des écarts de taux d'intérêt effectifs et anticipés liée à la perception de la situation macroéconomique et à ses implications pour la politique monétaire semble avoir exercé une influence prépondérante sur les cours de change, comme l'illustre bien le comportement du couple dollar-euro. L'examen des contrats à terme sur taux semble indiquer que les marchés s'attendaient à ce que la BCE poursuive sa normalisation des taux, mais qu'ils estimaient que le cycle de resserrement entrepris par la Réserve fédérale touchait à sa fin (graphique V.1). Cette hypothèse est d'ailleurs validée par l'appréciation tendancielle de l'euro vis-à-vis du dollar en 2006 et au début de 2007.

Les écarts de taux d'intérêt conditionnent les variations de change

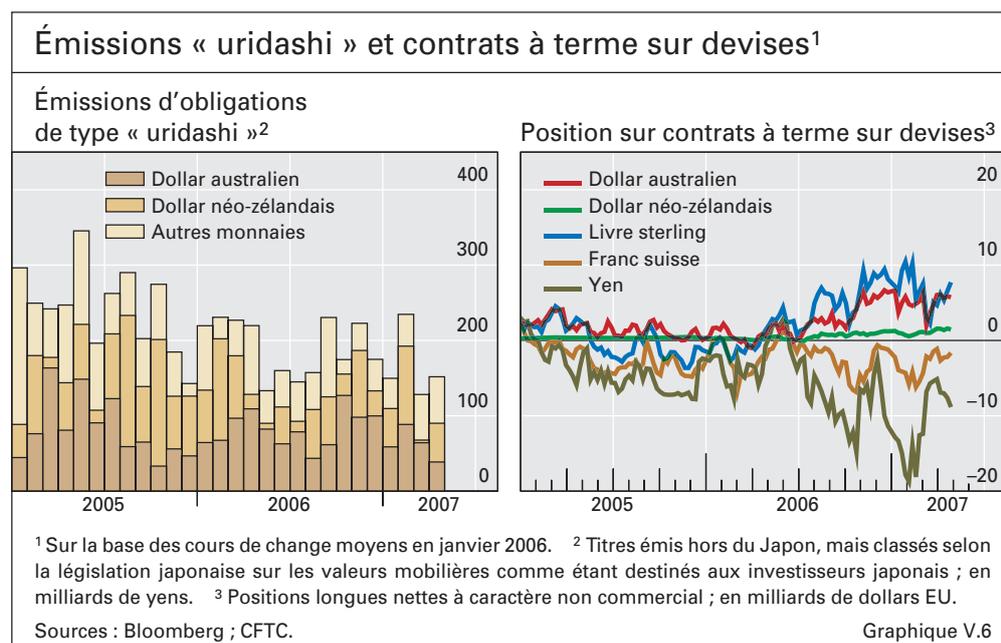
En outre, la faiblesse de la volatilité et l'ampleur des écarts de taux d'intérêt ont favorisé d'importants flux de change croisés sous forme d'opérations de *carry trade*. Traditionnellement, cette expression désigne des

Rôle significatif des opérations de *carry trade*

transactions spéculatives effectuées par des opérateurs tels que les fonds spéculatifs ou les intermédiaires en produits de base. Ces stratégies consistent à prendre simultanément des positions courtes dans une monnaie et longues dans une autre, généralement sur les marchés dérivés, en postulant que les variations de change ultérieures n'annuleront pas l'écart de taux favorable. Ces opérations sont donc sensibles à toute accentuation de la volatilité des cours de change ou à de brusques revirements des anticipations de taux. De plus, comme elles s'appuient souvent sur un fort levier financier, elles risquent de devoir être dénouées très rapidement en fonction des conditions de financement, ce qui peut avoir une incidence importante sur les cours de change, en particulier dans les petits compartiments. Le décrochage soudain du dollar face au yen en octobre 1998 semble montrer que même les marchés les plus importants ne sont pas à l'abri d'une liquidation soudaine des positions de *carry trade*.

Incidence notable également du comportement des petits investisseurs

Pour évaluer le rôle des stratégies de *carry trade*, il est bon de les distinguer de deux autres types assez analogues de flux de change croisés. Le premier est généré par les petits investisseurs nationaux recherchant des actifs à haut rendement libellés en monnaie étrangère. Un exemple qui a particulièrement retenu l'attention est la souscription d'obligations en devises par les petits investisseurs japonais, encouragée sans doute par un goût accru pour le risque quand la croissance intérieure s'accélère. Comme ces résidents détiennent essentiellement leurs avoirs en yens, ils sont moins exposés à une appréciation brutale de la monnaie japonaise que des spéculateurs ayant emprunté pour financer leurs positions courtes. Lors d'un accès de volatilité sur les changes, ils sont donc moins susceptibles de clôturer leurs positions en devises. Selon des sources de marché, il semblerait même qu'ils aient profité de l'appréciation du yen associée à la toute dernière hausse de volatilité pour renforcer leurs portefeuilles d'actifs étrangers à haut rendement. Quoiqu'il en soit, si ces petits investisseurs sont suffisamment nombreux à agir de



la sorte, leur comportement peut avoir une incidence significative sur les cours de change.

Certains éléments indiquent de manière indirecte que, durant la période examinée, les petits investisseurs auraient acquis des montants substantiels d'actifs en monnaies étrangères. Des informations sur les achats d'obligations en devises par les ménages japonais montrent, pour 2006, des flux continus de fonds en yens au profit de devises mieux rémunérées, en particulier les dollars australien et néo-zélandais (graphique V.6). D'après des estimations officieuses, la valeur des titres étrangers détenus par les petits porteurs japonais avoisinerait \$150 milliards.

Le second type de flux de change croisés présentant des analogies avec les opérations de *carry trade* est engendré par les résidents de pays à taux d'intérêt élevés qui empruntent dans une monnaie peu rémunérée pour investir dans leur propre pays. Au cours de la période considérée, des analyses de marché se sont intéressées aux ménages d'Europe centrale et orientale finançant leurs emprunts immobiliers en euros et en francs suisses. Le déséquilibre qui en résulte sur le marché des changes, si les volumes concernés sont suffisamment importants, peut fragiliser la monnaie nationale, comme l'a mis en évidence la crise asiatique de 1997–1998. Les données disponibles montrent cependant que tel n'est pas le cas et que, à la différence des opérations de *carry trade* à effet de levier, un dénouement rapide de ces

Écarts de taux d'intérêt, déséquilibres extérieurs et volatilité du change						
	Écart de taux d'intérêt <sup>1</sup>	Paiements courants <sup>2</sup>	Cours de change <sup>3,4</sup>		Volatilité implicite <sup>4,5</sup>	
	2006	2006	Phase 1 <sup>6</sup>	Phase 2 <sup>7</sup>	Phase 1 <sup>6</sup>	Phase 2 <sup>7</sup>
Brésil	9,8	1,3	-8,7	-1,7	7,2	4,3
Nouvelle-Zélande	2,7	-8,8	-1,7	-2,4	-0,1	1,9
Afrique du Sud	2,5	-6,4	-10,9	-4,1	10,5	2,5
Mexique	2,4	-0,2	-4,1	-2,1	4,5	0,6
Hongrie	2,1	-6,9	-2,8	0,0	0,8	0,4
Australie	1,1	-5,4	-2,3	-0,7	0,2	1,1
Chili	0,1	3,8	-4,8	0,4	4,3	0,7
Royaume-Uni	-0,0	-2,9	0,7	-2,0	0,4	0,3
Corée	-0,4	0,7	-2,2	-1,4	-0,7	0,6
Pologne	-0,7	-2,1	-4,2	0,1	1,7	-0,0
Canada	-0,8	1,7	1,3	-0,6	1,0	0,0
Norvège	-1,7	16,7	-0,2	-0,6	-0,0	0,2
Zone euro	-1,8	-0,3	-0,0	0,4	-0,1	0,5
Suède	-2,6	7,4	0,8	-1,5	0,0	0,6
Taiwan, Chine	-3,1	7,1	-2,6	0,2	-0,1	0,7
Suisse	-3,4	18,5	0,8	1,7	0,0	1,2
Japon	-4,5	3,9	-0,9	4,8	-0,7	2,4
VIX	.	.	.	.	9,1	11,7

<sup>1</sup> Taux d'intérêt 3 mois par rapport au taux américain. <sup>2</sup> Solde des paiements courants, en % du PIB. <sup>3</sup> Variation, en % ; une augmentation indique une appréciation par rapport au dollar EU. <sup>4</sup> Entre niveau moyen du mois précédant la phase de volatilité et niveau au pic de volatilité (VIX). <sup>5</sup> Volatilité implicite à 1 mois par rapport au dollar EU ; variation, en points de %. <sup>6</sup> Début le 17 mai 2006, pic le 13 juin 2006. <sup>7</sup> Début le 27 février 2007, pic le 5 mars 2007.

Sources : FMI ; Bloomberg ; Datastream ; JPMorgan Chase ; données nationales.

Tableau V.1

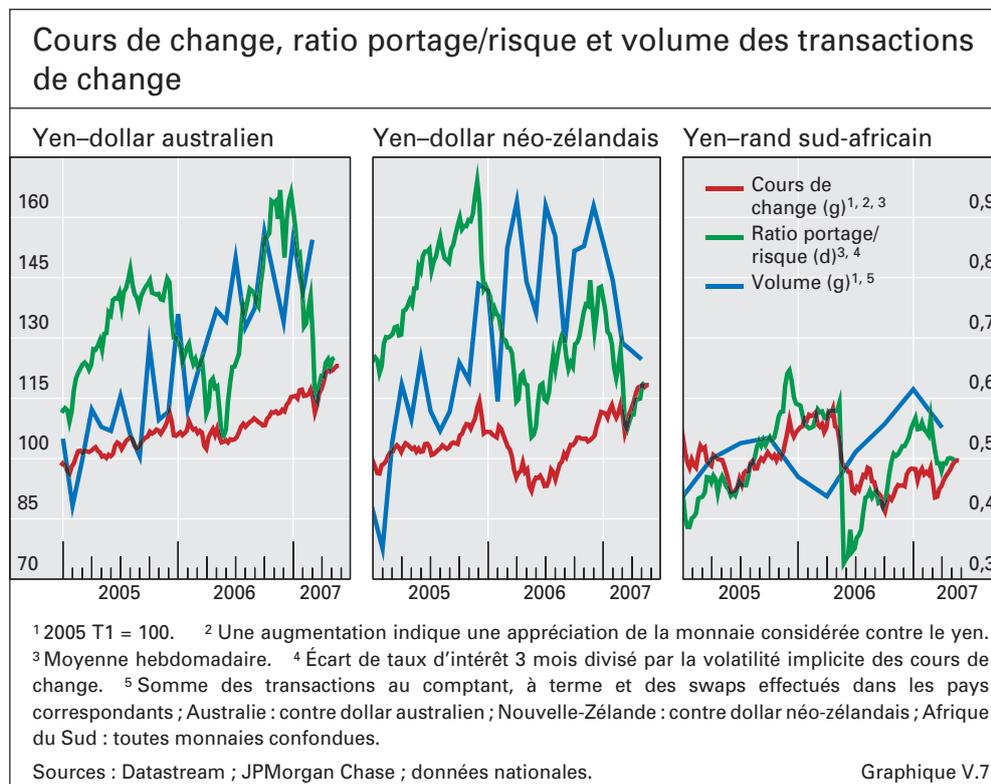
investissements est peu probable. De plus, les prêts à l'Europe centrale et orientale sont majoritairement consentis, de toute façon, par des banques d'Europe occidentale aux risques diversifiés.

Durant la période couverte par cette étude, des analyses de marché ont désigné le yen et le franc suisse comme les deux grandes monnaies de financement des opérations de *carry trade* et, comme devises de placement, les dollars australien et néo-zélandais, la livre sterling ainsi que les monnaies de certaines économies émergentes, dont le real brésilien, le forint hongrois et le rand sud-africain. Les stratégies de *carry trade* ont sans doute favorisé l'appréciation de ces monnaies-cibles. En mai-juin 2006 et février 2007, cependant, leur dénouement pourrait avoir contribué à l'affaiblissement des monnaies de placement et au raffermissement des monnaies de financement (tableau V.1). Comme l'accès de volatilité a été relativement modéré et de courte durée, son effet a été limité et temporaire, et ne s'est pas étendu à d'autres compartiments.

Les mesures de performance *ex ante* ou *ex post* des stratégies de *carry trade* montrent que celles-ci ont été généralement rentables en 2006 et début 2007, en termes corrigés des risques. Les ratios portage/risque, par exemple, qui mesurent les écarts de taux corrigés des anticipations de risques implicites intégrées dans les options sur devises, permettent de penser que les stratégies financées en yens ont été particulièrement intéressantes en 2006, en raison du maintien des écarts de taux et de la faible volatilité de change (graphique V.7). La rentabilité de ces stratégies a toutefois diminué en mai-juin 2006 et février 2007, par suite d'une perception accrue des risques dans une phase de plus grande volatilité des marchés.

Pour certaines monnaies, les opérations de *carry trade* ont été importantes...

...et rentables



Il est difficile d'évaluer l'ampleur de ces stratégies et leur impact sur les cours de change. En l'absence de données publiquement disponibles sur les positions en devises, d'autres mesures indirectes sont généralement utilisées : positions ouvertes des spéculateurs sur les contrats à terme sur devises ; indicateurs d'activité sur les transactions sur les marchés des changes ; analyse de style des placements des fonds spéculatifs ; statistiques bancaires internationales BRI. Rapportées à des mesures de rentabilité du *carry trade*, elles montrent toutes que ces stratégies ont pu avoir une influence notable sur l'évolution des cours de change au cours de la période sous revue.

Autres méthodes de mesure des opérations de *carry trade* :

L'une des mesures couramment utilisées est obtenue à partir des données sur les positions en contrats à terme sur devises négociés sur le Chicago Mercantile Exchange, qui distinguent les opérateurs commerciaux et non commerciaux (spéculateurs) ainsi que les positions longues et courtes. Les données sur les positions non commerciales nettes, en particulier les positions courtes en yens et les positions longues en livres sterling et en dollars australiens, concordent avec une évolution des volumes d'opérations de *carry trade* en forte hausse en 2005 et 2006, mais en repli fin février 2007 quand la volatilité des cours de change s'est accrue (graphique V.6). L'augmentation des positions spéculatives courtes nettes en francs suisses en 2006 est moins évidente. Pour diverses raisons, cependant, ces conclusions commandent une certaine prudence. Premièrement, les données de l'enquête triennale BRI sur les marchés des changes et dérivés laissent penser qu'une infime fraction seulement des transactions de change passe par des contrats de place. Deuxièmement, la distinction entre opérations commerciales et non commerciales est quelque peu arbitraire. Troisièmement, certaines transactions identifiées comme spéculatives ne sont pas nécessairement associées à des stratégies de *carry trade*.

positions sur les marchés des contrats à terme...

Les données sur le volume des opérations de change confirment les conclusions de l'analyse des contrats de place. La forte progression des transactions en dollars australiens et néo-zélandais et de plusieurs monnaies d'économies émergentes concorde avec le renforcement des stratégies de *carry trade* sur ces monnaies en 2006 (graphique V.7). Le montant global élevé des transactions, après une baisse marquée des ratios portage/risque, paraît refléter des opérations de dénouement consécutives à l'accentuation de la volatilité de change. Dans le même temps, ces chiffres ne donnent que des informations indirectes, car ils ne précisent ni la nature des transactions ni les contreparties. Tout en présentant des limites semblables, les enquêtes semestrielles sur les dérivés de gré à gré confirment, dans une certaine mesure, l'intensification de l'activité sur plusieurs monnaies de placement ainsi que sur des monnaies de financement comme le yen et le franc suisse.

...volume des opérations de change...

Une autre méthode d'évaluation du rôle des stratégies de *carry trade*, fondée sur une analyse de style de placements d'un large échantillon de fonds spéculatifs, tend aussi à confirmer leur importance pour un certain nombre de devises. L'analyse utilise des régressions des rendements d'un échantillon de fonds spéculatifs sur des mesures de rentabilité de stratégies spécifiques de *carry trade*, après neutralisation des effets de la performance des principaux indices de marché. L'application de cette technique aux deux dernières années

...analyse des placements des fonds spéculatifs...

sur quelques centaines de fonds permet de déterminer si les rendements ont été affectés par ces stratégies spécifiques. Les résultats montrent que celles portant sur des monnaies telles que le dollar australien ou le real brésilien permettent d'expliquer, mais dans une modeste mesure, les performances de différentes catégories de fonds. Si cette analyse peut avoir son utilité pour montrer l'importance, à moyen terme, des stratégies de *carry trade* pour les fonds spéculatifs, il est difficile d'en déduire avec précision ce qui s'est passé avec ces placements en période de volatilité accrue.

...et statistiques  
bancaires BRI

Les statistiques bancaires internationales BRI apportent des éléments plus contrastés sur le rôle des stratégies de *carry trade* ; elles peuvent être utiles dans la mesure où ces stratégies sont mises en œuvre, au moins en partie, grâce à des emprunts et prêts directs. Une modification des créances sur les résidents des centres financiers, par opposition aux autres places, pourrait être interprétée comme un signe de changement de stratégie, étant donné que de nombreux fonds spéculatifs ou services de négociation pour compte propre sont installés dans ces centres. Ces statistiques indiquent une chute de l'encours des créances en yens en 2006, et notamment un recul des crédits accordés aux résidents du Royaume-Uni et des places franches. Ce résultat semble concorder avec le tassement des opérations de *carry trade* financées en yens. À l'inverse, les créances en francs suisses ont augmenté au premier semestre 2006, ce qui montrerait le rôle croissant de la monnaie helvétique comme devise de financement, même si les créances sur les résidents du Royaume-Uni et des places franches sont restées assez modestes. Là encore, ces chiffres doivent être interprétés avec prudence, puisque les stratégies de *carry trade* ne sont qu'un des facteurs qui déterminent les variations des flux internationaux de créances.

#### *Politique de change*

Augmentation  
significative des  
réserves de change  
officielles

Comme les années précédentes, l'accumulation substantielle de réserves de change montre que les interventions ont été un facteur important sur les marchés des changes en 2006. Les autorités monétaires ont accru leurs réserves d'environ \$850 milliards, soit deux fois plus qu'en 2005 (tableau V.2). Cette progression s'explique surtout, mais pas entièrement, par les interventions destinées à atténuer les tensions sur la monnaie résultant d'entrées importantes de capitaux, conjuguées, bien souvent, à un excédent des paiements courants élevé. Les effets de valorisation induits par d'amples fluctuations de change et par les flux de revenus sont également susceptibles d'avoir gonflé les réserves mesurées en dollars EU.

L'augmentation des réserves de change officielles dans les bilans des banques centrales s'est accompagnée d'un renforcement sensible des avoirs en devises gérés par des fonds de richesse nationale. Certains, instaurés pour neutraliser les effets de la volatilité des cours des produits de base sur l'économie du pays, se sont donc étoffés en raison des niveaux toujours plus élevés de ces cours. Ainsi, le fonds de pension du gouvernement norvégien, qui est l'un des fonds de richesse nationale les plus transparents, a triplé depuis 2002 avec le renchérissement du pétrole. D'autres fonds offrent de nouveaux débouchés pour les excédents de paiements courants des

économies dotées d'un régime de change administré. L'accumulation continue de réserves officielles et l'annonce faite récemment qu'une partie des réserves chinoises en devises servirait à créer un fonds de placement autonome semblent indiquer que les avoirs ainsi gérés vont encore se développer.

Malgré la transition vers un régime de change plus souple amorcée en 2005, c'est la Chine qui a accumulé les plus grosses réserves en valeur absolue, la Russie arrivant juste après, avec un doublement par rapport à 2005. De même, le Brésil et l'Inde ont enregistré des accroissements sensibles de leurs réserves officielles, surtout à la suite d'interventions sur les changes.

Dans certains pays d'Asie, les interventions n'ayant pas suffi à atténuer les tensions sur la monnaie, des appréciations substantielles ont été enregistrées (graphique V.3). Ainsi, en Chine, en Corée, en Inde, en Malaysia et aux Philippines, une déréglementation des sorties de capitaux a complété

Des modifications des contrôles des changes ont aussi influé sur les cours

Réserves officielles en devises : variation annuelle							
En milliards de dollars EU							
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	Encours (décembre 2006)
	À cours de change courants						
Total	113,2	358,7	616,8	723,2	426,1	859,8	5 034,2
Pays industriels	6,3	116,1	215,5	197,3	-23,3	99,9	1 394,9
États-Unis	-2,3	4,8	5,9	3,0	-4,9	3,1	40,9
Zone euro	-10,8	8,0	-27,6	-7,0	-14,0	16,9	184,0
Japon	40,5	63,7	201,3	171,5	4,5	46,1	874,9
Asie	76,2	174,0	263,8	363,8	250,0	396,3	2 217,5
Chine	46,6	74,2	116,8	206,7	208,9	247,5	1 066,3
Corée	6,6	18,3	33,7	43,7	11,8	28,4	238,4
Hong-Kong RAS	3,6	0,7	6,5	5,2	0,7	8,9	133,2
Inde	8,0	21,7	30,6	27,5	5,9	39,2	170,2
Indonésie	-1,2	3,7	4,0	-0,0	-1,9	7,9	40,7
Malaysia	1,2	3,8	10,4	22,1	4,5	12,4	81,7
Philippines	0,4	-0,2	0,3	-0,5	2,8	4,1	19,9
Singapour	-4,8	6,5	13,6	16,5	3,8	20,5	135,8
Taïwan, Chine	15,5	39,4	45,0	35,1	11,6	12,9	266,1
Thaïlande	0,4	5,7	2,9	7,5	2,0	14,6	65,1
Amérique latine <sup>1</sup>	-0,3	4,2	30,6	21,1	25,4	53,7	271,0
Argentine	-9,9	-4,1	2,7	4,9	4,7	7,7	30,4
Brésil	3,2	1,7	11,7	3,6	0,8	32,0	85,6
Chili	-0,6	0,8	0,4	0,3	1,2	2,5	19,2
Mexique	9,2	5,5	7,8	5,0	10,2	2,4	75,4
Venezuela	-3,8	-0,8	7,5	2,3	5,6	5,5	28,9
ECO <sup>2</sup>	4,0	24,2	21,1	21,4	15,3	26,0	181,3
Moyen-Orient <sup>3</sup>	1,9	0,7	5,7	12,8	17,0	26,2	101,4
Russie	8,3	11,5	29,1	47,6	54,9	119,6	295,3
Exportateurs nets de pétrole <sup>4</sup>	17,6	27,7	67,0	100,0	114,8	219,0	706,5

<sup>1</sup> Pays cités plus Colombie et Pérou. <sup>2</sup> Europe centrale et orientale : Bulgarie, Croatie, Estonie, Hongrie, Lettonie, Lituanie, Pologne, République tchèque, Roumanie, Slovaquie et Slovénie. <sup>3</sup> Arabie Saoudite, Koweït, Libye et Qatar. Arabie Saoudite : hors investissements en titres étrangers. <sup>4</sup> Algérie, Angola, Kazakhstan, Mexique, Nigeria, Norvège, Russie, Venezuela et Moyen-Orient. Nigeria : données 2006 jusqu'en novembre.

Sources : FMI ; Datastream ; données nationales.

Tableau V.2

les interventions des autorités monétaires. La Corée, par exemple, a assoupli les restrictions sur les investissements à l'étranger et adopté des dispositions visant à favoriser les achats de titres et d'avoirs immobiliers étrangers. La Chine a pris de nouvelles mesures pour encourager les sorties de capitaux, notamment le relèvement des plafonds sur les achats de devises par les entreprises et les particuliers, l'autorisation pour les banques et compagnies d'assurances d'acquérir des actifs étrangers à revenu fixe et la possibilité, pour les gestionnaires agréés, de constituer des fonds en devises et d'effectuer des placements hors du pays. De son côté, après plusieurs tentatives visant à freiner l'appréciation du baht, la Banque de Thaïlande a choisi de durcir les contrôles sur les entrées de capitaux (chapitre III).

Effet peu sensible des modifications de la composition en devises

Outre la rapidité de l'accumulation de réserves, des changements dans leur répartition par devise et l'incidence possible de ces changements sur les cours de change ont retenu l'attention. Cette incidence n'est cependant pas prouvée. En 2006, plusieurs modifications effectives ou envisagées de la composition en devises des réserves de change ont été annoncées. Elles ont essentiellement fait apparaître un désengagement vis-à-vis du dollar EU au profit de l'euro et de la livre sterling. Si ces annonces ont eu des effets sur les cours de change, ils n'ont guère duré toutefois, en raison peut-être des volumes peu importants concernés. Cette explication est étayée par des données agrégées du FMI, qui semblent indiquer, malgré leur caractère incomplet, une relative stabilité de la part des réserves de change officielles en dollars EU et en euros entre 2005 et 2006 (respectivement deux tiers et un quart du total). Les seuls faits significatifs dans la répartition par devise ont été la progression de la livre sterling et le recul du yen. Il est à noter, néanmoins, que la composition des réserves n'est pas disponible pour tous les pays, et surtout la Chine, ce qui limite l'intérêt de ces statistiques. De surcroît, les fonds de richesse nationale ne sont pas couverts et il existe peu d'informations sur la ventilation par monnaie de leurs actifs.

#### *Déséquilibres mondiaux*

Stabilisation des déséquilibres mondiaux

En 2006, les déséquilibres mondiaux des paiements courants se sont quelque peu stabilisés, mais sans signe tangible de l'imminence d'un véritable rééquilibrage (chapitre II). Aux États-Unis, le déficit a continué de croître, pour baisser légèrement début 2007 en proportion du PIB. Globalement, l'excédent de l'Asie a augmenté en pourcentage du PIB, tandis que les excédents des pays exportateurs de pétrole n'ont guère varié en termes nets, en raison du tassement des prix pétroliers au second semestre 2006. C'est en Europe centrale et orientale que la situation des paiements courants s'est le plus détériorée.

Absence d'effets majeurs sur les monnaies du G 3...

Les déséquilibres extérieurs ne paraissent pas avoir eu d'effet majeur sur les monnaies du G 3. S'il est possible d'avancer que la dépréciation tendancielle du dollar EU traduit l'inquiétude latente suscitée par l'ampleur du déficit courant américain, la baisse sensible du yen n'est pas compatible avec la position des paiements courants du Japon. Cela voudrait dire que, durant la période considérée, les écarts de taux d'intérêt ont joué un rôle plus important que les considérations de long terme (*supra*).

Dans quelques petites économies, il apparaît que le niveau élevé du déficit courant a exposé la monnaie à un regain d'aversion pour le risque, surtout pendant l'épisode de volatilité de mai-juin 2006. Il existe pourtant une forte corrélation négative entre les ratios paiements courants/PIB et les taux d'intérêt intérieurs (tableau V.1). Ainsi, divers pays-cibles des opérations de *carry trade* ont enregistré également d'importants déficits courants. Les régressions de la volatilité des cours de change sur ces deux facteurs durant les six dernières années montrent que l'influence des taux d'intérêt a été plus déterminante. On pourrait donc penser que, pour la période examinée, la vulnérabilité est davantage liée à une inversion des flux de capitaux spéculatifs qu'aux déséquilibres structurels.

...mais impact possible sur les devises moins échangées

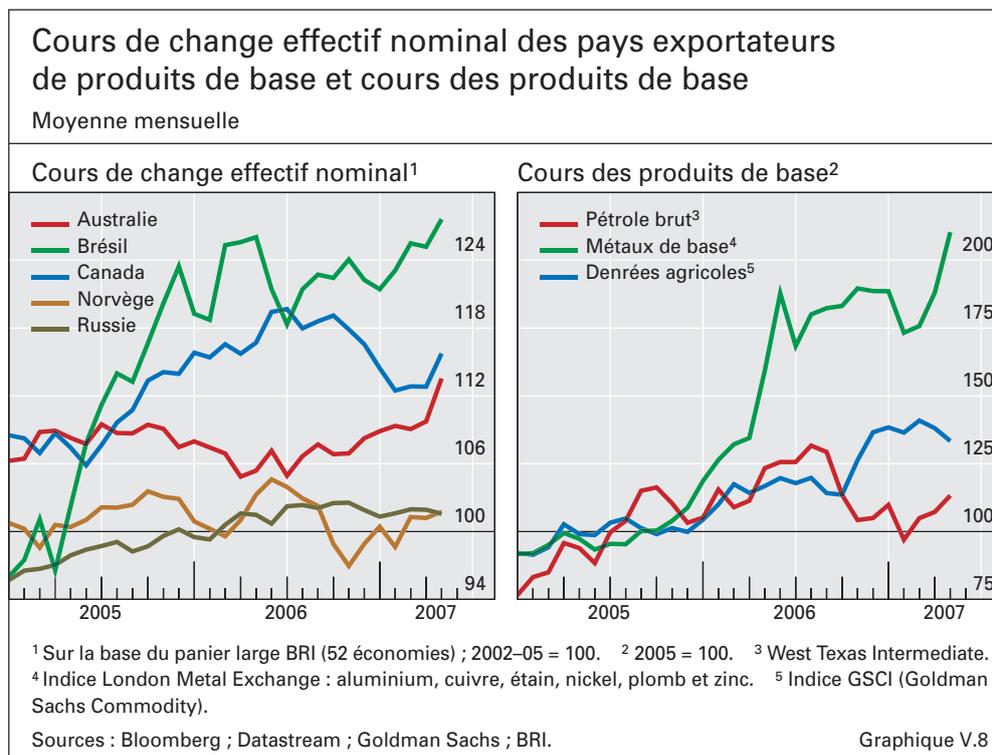
La question est de savoir si l'expérience récente constitue un bon indicateur de l'évolution à venir des cours de change en cas de maintien des déséquilibres extérieurs. Sur les marchés financiers, la volatilité se situe à des niveaux historiquement très bas, et les pics enregistrés ont été comparativement modestes. Il est donc possible que, dans les pays présentant un important déficit courant, les ajustements de change soient plus forts si la volatilité venait à s'accroître nettement.

L'expérience récente n'est pas forcément un bon indicateur pour l'avenir

#### Cours des produits de base

S'agissant des pays exportateurs de produits de base, les cours de change ont quasiment partout évolué en fonction des cours de leurs produits de base, eux-mêmes moins synchronisés que les années précédentes. Chez les exportateurs d'énergie comme le Canada et la Norvège, les cours de change ont suivi étroitement ceux du pétrole brut : en hausse au premier semestre 2006, puis en baisse, avec ensuite une remontée durant les quatre premiers

Évolutions de change divergentes au sein des pays producteurs



mois de 2007, dans le sillage de la reprise des prix du pétrole (graphique V.8). Dans un certain nombre d'autres pays exportateurs de matières premières, la monnaie s'est dépréciée à la suite du repli de la plupart des cours des produits de base non pétroliers durant les turbulences de mai 2006. Le rétablissement a toutefois été relativement rapide dans ceux dont les exportations sont diversifiées, comme l'Australie et le Brésil. En outre, les cours de change sont demeurés proches de leurs sommets historiques, car la conjonction d'un resserrement continu de l'offre et d'une forte demande a fait rebondir les cours de nombreux produits, parfois à des niveaux records. Le rouble russe a bénéficié à la fois de la bonne tenue des prix pétroliers au premier semestre 2006 et de la diversification de ses produits de base exportés au second.

## Accumulation de réserves et politiques de gestion

Les changements dans la gestion des réserves peuvent affecter les marchés financiers

Après des années de progression ininterrompue, en particulier depuis la crise asiatique, l'ampleur et la concentration des réserves de change officielles ont suscité un regain d'intérêt pour les décisions de gestion et leur incidence possible sur les marchés financiers. Ainsi, un débat animé s'est engagé au sujet des effets des achats officiels de titres de dette en dollars EU sur les rendements des obligations du Trésor américain (chapitre VI). À plus long terme, on peut aussi s'interroger sur les implications que pourraient avoir de nouvelles modifications importantes dans la composition des réserves, dans le cadre, par exemple, d'initiatives plus larges visant à accroître les rendements.

Évolution sensible à cet égard ces dernières années

Depuis une dizaine d'années, la gestion des réserves de change officielles a sensiblement évolué, à la suite des modifications de l'environnement économique et du cadre institutionnel au sens large. Celles-ci ont entraîné des ajustements des méthodes d'un grand nombre de banques centrales, principales responsables de cette tâche, bien au-delà des plus gros gestionnaires. Si certaines ont retenu l'attention, d'autres sont passées plus inaperçues.

La présente section décrit quelques grands changements intervenus à cet égard, en examine les principales causes et analyse certains défis pour l'avenir, ceux en particulier qui pourraient avoir davantage d'incidence sur les marchés financiers. On ne reviendra pas à cet effet sur les raisons de l'accumulation de réserves nettes, qui relèvent de stratégies plus générales.

### *Gestion des réserves de change : principales tendances*

Trois grandes tendances :

Dans l'évolution des méthodes de gestion des réserves, trois tendances au moins appellent une attention particulière. À l'instar de ce qui s'est passé pour la politique monétaire et la surveillance prudentielle, elles sont liées aux objectifs, aux instruments et à la responsabilité des banques centrales. On les retrouve un peu partout, mais à des moments différents et à des degrés divers selon les pays : importance plus grande donnée aux rendements ; adoption d'une approche plus structurée reposant sur un renforcement de la gouvernance interne et de la gestion des risques ; meilleure information du public.

Le recentrage sur les rendements, qui constitue sans doute la tendance la plus apparente, a revêtu des formes diverses. Dans certains cas, il s'est agi de la création de fonds de richesse nationale spécifiquement axés sur les rendements. Dans plusieurs banques centrales, les réserves existantes ont été réparties en différentes tranches, liquidité et investissement par exemple, ou confiées à des gestionnaires extérieurs pour permettre une gestion plus spécialisée. D'une manière plus générale, les banques centrales ont élargi leur gamme de placements pour y inclure des actifs tels que les produits sur « écarts de taux », plus prometteurs que les instruments traditionnels, en raison de leurs caractéristiques de liquidité ou d'une qualité de crédit inférieure.

recentrage sur les rendements...

L'adoption d'une approche structurée pour les décisions concernant la gestion des réserves s'est faite selon trois axes très complémentaires ; ils portent sur la segmentation verticale et horizontale des processus de gestion et sur les fonctions connexes de la gestion des risques.

...approche plus structurée de la décision et de la gestion...

La première forme de structuration a consisté à adopter une approche de haut en bas (*top down*) pour assurer la meilleure conception et la mise en œuvre effective du portefeuille. Au niveau stratégique, il s'est agi surtout de définir le bon dosage entre risque et rendement (« allocation stratégique des avoirs »), dans le cadre d'un choix plus global pour l'institution compatible avec ses autres missions (*infra*) ; dans la plupart des banques centrales, la définition de ce compromis stratégique est officiellement confiée à l'organe exécutif, qui doit ensuite sélectionner un portefeuille de référence et préciser les plages de tolérance dans lesquelles la répartition effective peut varier. Un échelon tactique entre l'allocation stratégique et les prises de positions des gestionnaires a souvent été introduit, afin de centraliser les décisions pour mieux exploiter les évolutions à court terme des marchés.

Le deuxième axe de la structuration a été l'instauration d'une séparation horizontale plus stricte des activités liées à la gestion des réserves. Cette démarche vise à mieux garantir l'intégrité du processus, notamment en limitant les risques de conflits d'intérêts internes. C'est ainsi que des responsabilités différentes comme la gestion des avoirs, la mesure de performance et la conformité aux directives de placement, ainsi que les fonctions de règlement, ont généralement été cloisonnées, tant sur le plan fonctionnel que hiérarchique.

Le troisième axe, enfin, a été de renforcer les processus de gestion des risques et a été perçu comme un préalable indispensable à l'élargissement de la gamme des placements potentiels et à la mise en œuvre d'une stratégie d'investissement plus rigoureuse. S'agissant des risques financiers, le recours plus systématique à des outils de mesure et de gestion a permis de concevoir le portefeuille de référence, de mesurer et d'évaluer les performances, de limiter les risques d'exécution et de garantir la conformité aux textes réglementaires. On s'est attaché également à centraliser davantage la gestion du risque opérationnel, fonction dont l'importance au sein des institutions a été rehaussée en confiant sa responsabilité à des niveaux hiérarchiques plus élevés.

L'information du public s'est accrue, ce qui n'a pas été sans affecter la gestion des risques elle-même. De plus en plus de banques centrales publient

...et meilleure information du public

à présent des informations plus complètes sur le cadre institutionnel, les placements potentiels et les performances. Certaines indiquent également la composition en monnaies de leurs réserves, même si, à l'exception surtout de la banque centrale russe, il ne s'agit pas encore de celles qui détiennent des parts substantielles des réserves mondiales.

### *Principaux déterminants des tendances*

Trois grandes forces :

Les tendances identifiées ci-dessus, en matière de gestion des réserves de change par les banques centrales, résultent de plusieurs développements majeurs dans l'environnement économique et institutionnel. Les plus importants sont : l'accumulation substantielle de réserves par certains pays ; les avancées de la technologie financière et l'expansion des marchés financiers ; les modifications du cadre de gouvernance externe dans lequel opèrent les banques centrales.

accumulation substantielle de réserves de change...

L'accumulation massive de réserves de change ces dernières années dans plusieurs pays a naturellement conduit à opter pour des stratégies davantage axées sur les rendements, tout en privilégiant les processus indispensables pour gérer une part de plus en plus importante des ressources nationales. Même s'il est difficile de mesurer avec précision le niveau « adéquat » des réserves, leur montant semble réellement bien au-dessus de la norme dans certaines économies, sur la base uniquement de considérations de liquidité (tableau V.3). C'est le cas, en particulier, de celles où cette accumulation ne répond plus au désir de se constituer un trésor de guerre, mais résulte plutôt des tentatives entreprises pour lutter contre l'appréciation de la monnaie nationale.

Réserves de change : niveau et indicateurs d'adéquation								
	Encours de réserves <sup>1</sup>		Réserves/ importations <sup>2</sup>		Réserves/masse monétaire <sup>3</sup>		Réserves/dette à court terme <sup>4</sup>	
	2000	2006	2000	2006	2000	2006	2000	2006
Chine	166	1 066	9	16	10	24	8	13
Japon	347	875	11	18	6	15	2	2
Taiïwan, Chine	107	266	9	16	19	34	8	8
Russie	24	295	6	20	44	77	2	5
Corée	96	238	7	9	29	38	2	2
Asie hors Chine <sup>5</sup>	325	647	6	7	27	30	2	2
Amérique latine <sup>6</sup>	136	271	5	7	23	25	1	2
Moyen-Orient <sup>7</sup>	75	178	9	8	25	30	2	2
Europe centrale et orientale <sup>8</sup>	69	181	5	4	39	36	2	1
Économies industrielles <sup>9</sup>	344	334	1	1	3	2	0	0

<sup>1</sup> En milliards de dollars EU. <sup>2</sup> En mois d'importation. <sup>3</sup> En %. <sup>4</sup> Dette extérieure à court terme (envers les banques déclarantes BRI) : créances consolidées de toutes les banques déclarantes sur les pays cités, d'échéance inférieure ou égale à 1 an, plus encours de titres de dette internationaux d'échéance jusqu'à 1 an ; sur la base de l'encours en fin d'année. Arabie Saoudite et Libye : hors titres de dette internationaux. <sup>5</sup> Hong-Kong RAS, Inde, Indonésie, Malaysia, Philippines, Singapour et Thaïlande. <sup>6</sup> Argentine, Brésil, Chili, Colombie, Mexique, Pérou et Venezuela. <sup>7</sup> Arabie Saoudite, Égypte, Émirats arabes unis, Jordanie, Koweït, Liban, Libye, Oman et Qatar. <sup>8</sup> Bulgarie, Croatie, Estonie, Hongrie, Lettonie, Lituanie, Pologne, République tchèque, Roumanie, Slovaquie et Slovaquie. <sup>9</sup> Canada, États-Unis, Royaume-Uni, Suisse et zone euro.

Sources : FMI ; Datastream ; BRI.

Tableau V.3

Les avancées de la technologie financière et l'expansion des marchés ont été déterminantes, d'une manière plus générale, dans cette évolution des méthodes de gestion. Comme pour le secteur privé, les progrès technologiques ont doté les banques centrales des outils nécessaires à une approche plus structurée de la mesure et de la gestion des risques, et leur ont sans doute permis de réduire leurs besoins en avoirs liquides. L'expansion des marchés financiers a élargi la palette des actifs qui procurent un niveau de liquidité acceptable et des rendements plus attractifs, tels que les titres adossés à des emprunts hypothécaires. Les banques centrales ont eu aussi plus de facilité à obtenir rapidement des fonds par mobilisation des sûretés. De plus en plus, elles ont également commencé à utiliser des produits dérivés en complément de leurs placements, avec la perspective d'étendre leur gamme d'investissements à travers ces marchés. Ainsi, l'émergence d'un marché actif de contrats dérivés sur défaut de crédit pourrait permettre aux banques centrales de gérer plus efficacement les risques liés à leur entrée sur le marché des obligations d'entreprise.

...avancées de la technologie financière et expansion des marchés...

Enfin, les modifications du cadre de gouvernance externe ont été multiples et profondes, ce qui explique en partie le caractère international des tendances observées. Partout, l'indépendance plus marquée octroyée aux banques centrales a permis de mettre en valeur la responsabilité et la transparence. C'est l'une des raisons qui ont conduit à améliorer l'information du public sur la gestion des réserves, à renforcer le processus de gouvernance interne et, parfois, à pousser les banques centrales à rechercher de meilleurs rendements. Dans le même temps, la réputation et la crédibilité ont pris une importance grandissante dans l'exercice des politiques. Les banques centrales ont ainsi davantage conscience de la nécessité de procédures saines de placement, tant en termes d'efficacité et de sécurité des transactions que dans la gestion des éventuels conflits d'intérêts. Le rôle d'instance de réglementation et de normalisation assumé par nombre d'entre elles pour le secteur privé, et qui leur confère d'ailleurs valeur de modèle, n'a fait que conforter ces incitations.

...et modifications du cadre de gouvernance externe

### *Défis*

Les principales tendances qui viennent d'être identifiées dans la gestion des réserves comportent d'importants défis pour les banques centrales. Si certains ont des implications qui se limitent essentiellement à l'organisation et au fonctionnement des institutions sur le plan interne, d'autres peuvent avoir des répercussions plus immédiates sur les marchés financiers et les cours de change. Pour illustrer ce second point, il est intéressant d'approfondir trois aspects : le choix du numéraire pour la conception du portefeuille ; la définition du compromis approprié entre risque et rendement pour les réserves ; le degré adéquat d'information du public. Dans les trois cas, il n'existe pas de solution toute prête ni même de réponse « correcte ». Ce sont plutôt des compromis difficiles qui doivent être trouvés entre plusieurs considérations. Quoi qu'il en soit, la manière de faire face à ces questions peut avoir des conséquences importantes.

La manière de relever les défis peut affecter les marchés

Question du choix du numéraire

Sur un plan stratégique, le choix de la devise, ou du panier de devises, comme référence dans les décisions de répartition du portefeuille – qui peut se démarquer de l'unité retenue pour les états comptables – est particulièrement déterminant pour la composition en devises des réserves. Dans l'hypothèse d'une convergence sur le long terme des rendements anticipés entre devises – ce qui est généralement le cas pour les décisions sur les allocations stratégiques des avoirs –, le choix du numéraire influence la composition du portefeuille de référence, surtout par son incidence sur la mesure de la variabilité des rendements. Concrètement, cette répartition comporte une représentation élevée des devises ayant une covariance plus forte avec le numéraire. L'adoption d'une approche plus structurée et formelle pour la gestion des réserves et l'apparition d'outils financiers plus élaborés ont mis récemment en évidence l'importance de ce choix.

Importance du rôle prévu des réserves

En principe, le choix du numéraire participe d'une analyse minutieuse des usages prévus des réserves ainsi que du cadre institutionnel au sens large, qui aide à définir la tolérance du détenteur des réserves à l'égard du risque. Auparavant, quand les réserves étaient essentiellement destinées à des interventions, la solution qui s'imposait pour le numéraire (largement implicite) consistait à prendre la monnaie la plus liquide, à savoir le dollar EU. De même, quand les transactions financières étaient moins importantes qu'aujourd'hui, le libellé des importations constituait une alternative tout indiquée. Par la suite, lorsque les réserves ont servi surtout à couvrir des engagements extérieurs, la composition par devise de ces engagements aurait pu s'avérer une référence utile.

La monnaie nationale devient une alternative

Deux tendances plus récentes semblent montrer que la monnaie nationale pourrait présenter un attrait de plus en plus grand en tant que numéraire. Premièrement, dans les pays, en particulier, où les réserves dépassent les besoins de liquidité et où l'investissement est la principale motivation, la monnaie nationale pourrait être considérée comme un meilleur critère d'optimisation du patrimoine. En outre, il se peut que les banques centrales soient devenues plus sensibles aux pertes, dans la mesure où celles-ci sont perçues comme une menace possible pour leur indépendance opérationnelle ou leur réputation (*infra*), ou bien si elles affectent leurs fonds propres. Cela tendrait alors à renforcer l'influence exercée par le régime de change sur la répartition par devise, en favorisant la devise (ou le panier) affichant la plus grande stabilité vis-à-vis de la monnaie nationale.

Comment trouver le bon compromis entre risque et rendement ?

Pour le détenteur de réserves, il est particulièrement délicat de trouver le bon compromis entre risque et rendement. Défi en soi s'il ne s'agissait que de la seule fonction de gestion, il le devient beaucoup plus quand il faut composer avec les multiples tâches assumées par les banques centrales. La manière de résoudre ce dilemme n'est pas sans implications pour l'éventail des placements retenu ainsi que pour le degré et la nature d'une gestion active des réserves.

La réponse dépend des coûts d'opportunité...

Si la gestion des réserves est à présent davantage axée sur les placements, ce qui a logiquement favorisé une stratégie privilégiant la rémunération, il n'existe pas de critère évident pour trouver le bon équilibre entre risque et rendement. C'est d'ailleurs dû en partie à la difficulté d'évaluer

le véritable coût d'opportunité des fonds. Ainsi, toutes les réserves sont *a priori* « empruntées », que ce soit en monnaie nationale ou en devises, de sorte que le coût de financement immédiat est facile à mesurer. Cependant, une estimation de leur véritable coût d'opportunité pour l'économie du pays ne peut éluder des considérations d'équilibre général, notamment sur la configuration que pourraient présenter les cours de change et les taux d'intérêt en l'absence d'accumulation de réserves. Cela dépendrait à son tour, naturellement, des différents usages qui pourraient être faits des réserves, sous la forme par exemple d'investissements d'infrastructure ou de baisses d'impôts.

Le fait que la gestion des réserves de change soit intégrée à d'autres fonctions rend encore la tâche plus compliquée. En raison notamment de leur sensibilité particulière au risque de réputation, les banques centrales sont généralement aussi très sensibles au risque de crédit et au risque opérationnel associés à l'activité de placement, bien au-delà sans doute de leur incidence directe sur les rendements des portefeuilles. En outre, plus la part des réserves augmente dans le bilan global de la banque centrale, plus la crainte de subir des pertes peut paradoxalement s'accroître et la tolérance à l'égard du risque, diminuer, reflétant le plus grand risque de répercussions négatives sur les fonds propres de l'institution. Le désir d'éviter une telle issue peut influencer sur la « localisation » de la fonction de gestion des réserves au sein du secteur public. C'est l'une des raisons qui ont conduit à la création de fonds de placement spéciaux, qui ne figurent pas au bilan de la banque centrale, dans certaines économies considérées comme ayant un niveau de réserves excédant les besoins de liquidité. Dans le même temps, le cas de la Norvège laisse penser que certaines de ces contraintes associées aux préférences en matière de risque sont étroitement liées au cadre institutionnel dans lequel opère la banque centrale. En Norvège, l'institut d'émission gère à peu près de la même façon ses propres réserves et le fonds de pension public.

...des atteintes possibles à la réputation...

D'une manière plus générale, on peut se demander jusqu'à quel point on devrait privilégier une approche davantage axée sur les rendements. Sur un marché de plus en plus mondialisé, les responsabilités conjointes qui incombent aux différentes autorités en charge de l'intérêt public – notamment fonctionnement des marchés et stabilité financière – fixent des limites à une telle orientation. Ainsi, il est tout à fait naturel que des investisseurs privés, répondant à des motivations individuelles, recherchent le rendement ou qu'en période de turbulences ils se désengagent ou se retirent du marché. Sur un plan global, en revanche, un tel comportement peut, s'il va trop loin, contribuer à l'instabilité financière.

...et d'autres objectifs stratégiques

Malgré la tendance à une transparence accrue, la question du bon dosage de l'information publique sur les réserves de change suscite bien des controverses. Dans le passé, ces interrogations se limitaient au montant global des réserves ainsi qu'aux interventions modifiant leurs encours. Or, comme les réserves ont augmenté, l'attention s'est reportée sur leur composition et sur les implications que sa modification pourrait avoir pour les marchés financiers. Ce sont là des données que les banques centrales ont toujours été plus réticentes à communiquer.

Le bon dosage de l'information

Certains compromis dépendent...

Abstraction faite des dispositions de gouvernance externe, et au risque d'être un peu trop schématique, le degré optimal d'information est apparu comme un compromis entre les gains d'efficacité générés par des informations plus complètes à l'adresse des marchés financiers et la perte de marge de manœuvre tactique qui en résulte pour le gestionnaire des réserves. Les divergences d'opinions portent donc sur des différences d'appréciation concernant le bon fonctionnement des marchés et les contraintes auxquelles l'information publique soumet les autorités dans la réalisation de leurs objectifs.

...de facteurs tels que les volumes concernés

La taille des réserves et la nature du régime de change sont des facteurs qui peuvent réduire le souci de transparence des gestionnaires de réserves. Si celles-ci sont substantielles (tableau V.3), l'hypothèse selon laquelle la banque centrale n'est qu'un simple acteur individuel sur les marchés des changes et les marchés financiers est moins tenable. Des considérations tactiques pourraient même jouer un rôle encore plus important si les informations relatives aux variations de la composition par devise étaient interprétées comme le signe avant-coureur d'une modification du régime de change administré. Ces informations pourraient aussi aider à dissocier les variations *ex post* du niveau des réserves dues à des effets de valorisation de celles qui résultent des interventions. Plus généralement, les modifications de la composition en devises s'apparentent techniquement à des interventions stérilisées des autorités dont les monnaies sont échangées, et les opinions diffèrent nettement sur l'incidence de telles transactions sur les cours de change.