

Pour une meilleure communication des données sur les réserves internationales

Les crises financières de la fin des années 90 ont révélé des lacunes dans les informations publiées par les pays sur leurs réserves internationales. La mise au point d'un nouveau formulaire et de nouvelles directives opérationnelles vise à promouvoir une meilleure divulgation de ces données.

Anne Y. Kester

LES CRISES financières internationales de ces dernières années ont fait ressortir l'importance que revêt la diffusion rapide de données exactes sur les réserves internationales des pays. La manière dont les pays comptabilisent leurs avoirs de réserve n'est pas toujours claire. Les pratiques actuelles, qui cachent les déficiences et les déséquilibres financiers, rendent difficile de prévoir les crises et d'y réagir. De surcroît, avec la mondialisation des marchés financiers et le développement de nouveaux instruments comme les produits dérivés (ainsi dénommés parce qu'ils sont rattachés à des actifs sous-jacents tels que des actions, obligations, devises ou marchandises), les banques centrales et les organismes publics exercent leurs activités sous de multiples formes, à l'échelle mondiale, qui font intervenir de nombreuses entités intérieures et étrangères, ce qui complique l'établissement de données sur les réserves. Pourtant, des informations exactes sur les avoirs de réserve officiels et les obligations connexes des pays sont indispensables pour estimer la vulnérabilité externe, tout particulièrement dans les pays qui appliquent des régimes de change dirigés ou fixes.

Pour contribuer au renforcement de l'architecture financière internationale, le FMI et un groupe de travail du Comité sur le système financier mondial de la Banque des règlements internationaux (BRI) ont mis au point, en consultation avec les autorités nationales, les statisticiens, les participants aux marchés et les utilisateurs de données, un nouveau formulaire pour la communication par les pays de données sur leurs réserves internationales et d'informations connexes. Ce formulaire, fondé sur un cadre novateur qui intègre des données sur les opérations portées au bilan et

hors bilan, assorties d'informations complémentaires, vise à aider les pays à dresser un état détaillé de leurs avoirs et engagements officiels en devises, ainsi que de leurs autres obligations. Le formulaire est une composante de la Norme spéciale de diffusion des données (NSSD) que le FMI a instituée en 1996 pour établir de bonnes pratiques en matière de diffusion des données économiques et financières. Les pays qui choisissent de souscrire à la NSSD communiquent leurs données au moins une fois par mois, dans un délai ne dépassant pas un mois.

Lacunes des données

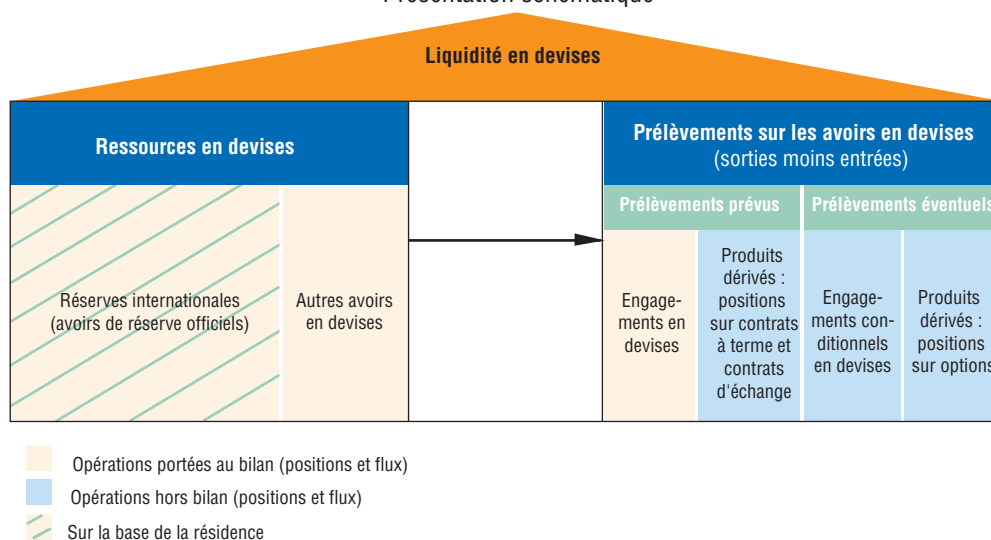
Les crises financières de la fin des années 90 ont révélé plusieurs failles majeures dans les informations publiées sur les avoirs de réserve.

Certains pays incluent dans les avoirs de réserve des actifs gagés (par exemple des actifs utilisés pour garantir des emprunts contractés par des tiers) bien qu'ils ne soient pas liquides et sans les identifier comme tels. Les autorités monétaires comptabilisent aussi souvent parmi les avoirs de réserve leurs dépôts en devises auprès de banques intérieures financièrement faibles et d'institutions étrangères qui leur sont apparentées, alors que ces actifs ne sont pas mobilisables en cas de crise. De surcroît, les avoirs de réserve ne sont pas nécessairement évalués à leur prix de marché.

Un manque d'informations sur les opérations hors bilan des autorités monétaires, qui peuvent influencer sur les ressources en devises, peut aussi fausser les évaluations des réserves de change. Pour apprécier pleinement dans quelle mesure un pays est exposé au risque de change et à d'autres aléas, et pour évaluer les perspectives des entrées et des sorties de devises, les dirigeants et les

Réserves internationales et liquidité en devises

Présentation schématique



participants aux marchés doivent disposer d'informations à propos des contrats sur produits dérivés détenus par les autorités monétaires.

Les données peuvent aussi présenter des lacunes en ce qui concerne les remboursements du principal et les paiements d'intérêts en devises au titre d'emprunts et d'obligations exigibles à court terme, les garanties de change accordées par l'État et la dette remboursable avant l'échéance (si les instruments de la dette sont assortis de dispositions permettant aux créanciers d'exiger un remboursement anticipé en cas de changement des conditions économiques). De plus, les données sur les réserves internationales n'incluent généralement pas d'informations sur les lignes de crédit non conditionnelles inutilisées, qui peuvent représenter soit une source de devises utilisable en cas de besoin, soit un moyen de ponctionner les réserves de change.

La composition variable, d'un pays à l'autre, des réserves internationales complique encore davantage l'évaluation, par les marchés et les institutions internationales, de la vulnérabilité aux chocs extérieurs et ne facilite pas les comparaisons internationales.

Le nouveau cadre de communication des données

Le nouveau formulaire saisit plusieurs dimensions des réserves internationales et des obligations en devises connexes des pays, et il remédie aux insuffisances décrites ci-dessus. Outre les habituelles données de bilan sur les avoirs et engagements extérieurs des autorités monétaires et de l'administration centrale, le formulaire prend en compte les opérations hors bilan (telles que des opérations faisant intervenir des produits dérivés comme les options et les contrats à terme, des lignes de crédit inutilisées ou des garanties de prêts), ainsi que les entrées et sorties de devises prévues et éventuelles résultant des positions de bilan et hors bilan. En outre, le formulaire inclut des informations relatives à la liquidité des réserves internationales, en identifiant les actifs grevés, et à l'exposition du pays aux risques de change (en ce qui con-

cerne, par exemple, les contrats d'option). Dans ses directives opérationnelles pour les formulaires de déclaration des données afférentes aux réserves internationales et aux liquidités en devises, le FMI a aussi mis au point une présentation type qui facilite les comparaisons de données entre pays.

Le formulaire comprend quatre sections : 1) les réserves officielles et les autres avoirs en devises, 2) les prélèvements nets prévus à court terme sur les avoirs en devises, 3) les prélèvements nets éventuels à court terme sur les avoirs en devises et 4) les informations connexes (postes pour mémoire). (Voir le graphique.) Ces informations peuvent être utiles pour analyser la vulnérabilité extérieure d'un pays, en particulier pour déterminer si ses réserves officielles et autres avoirs en devises lui suffiront pour faire face à ses obligations officielles à court terme en monnaies étrangères.

Réserves internationales

La cinquième édition du *Manuel de la balance des paiements* du FMI définit les réserves internationales d'un pays comme 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 le marché des changes — pour influencer sur le taux de change de la monnaie nationale — et de parer à d'autres besoins». Cette définition, qui est fondée sur le cadre comptable, s'applique aux réserves «brutes» et ne prend pas en compte les engagements extérieurs des autorités monétaires. Elle se limite aux créances des autorités monétaires sur les non-résidents et exclut les créances détenues par l'administration centrale. (Les non-résidents sont généralement définis comme les entités situées en dehors du territoire géographique de l'économie considérée. La résidence, dans ce cas, n'est pas déterminée par la nationalité ou par des critères juridiques, mais par la localisation des intérêts économiques de l'entité.)

Les termes «à la disposition immédiate» et «sous le contrôle» des autorités monétaires sont des critères déterminants

dans la définition des réserves internationales. Les actifs immédiatement disponibles sont liquides et négociables — c'est-à-dire qu'ils peuvent être achetés, vendus et liquidés rapidement et à peu de frais et que des acheteurs et des vendeurs sont disposés à les négocier. Ils doivent être libellés en monnaies convertibles pour pouvoir servir à financer des déséquilibres des paiements et à soutenir le taux de change.

L'or, les DTS et la position de réserve au FMI sont des avoirs de réserve parce que les autorités monétaires, qui les détiennent, peuvent en disposer immédiatement et sans condition. Les avoirs en devises (sous forme de monnaie et dépôts ou de titres) et les autres créances sont également disponibles et font donc partie des avoirs de réserve.

Les avoirs de réserve doivent exister réellement. Les lignes de crédit non utilisées ne sont pas des avoirs de réserve parce qu'elles ne constituent pas des créances effectives. Elles peuvent toutefois être déclarées parmi les informations complémentaires.

Les actifs engagés qui ne sont pas immédiatement disponibles et ceux qui sont grevés de quelque autre manière sont exclus des réserves ou doivent être identifiés dans les informations complémentaires. Les biens immobiliers détenus par les autorités monétaires ne sont pas inclus dans les avoirs de réserve parce qu'ils ne sont pas considérés comme liquides.

Seules les créances extérieures (c'est-à-dire les créances sur des non-résidents) effectivement détenues par les autorités monétaires sont considérées comme des avoirs de réserve. Cependant, la propriété n'est pas la seule condition du contrôle. Par exemple, si des entités institutionnelles (autres que les autorités monétaires) de l'économie déclarante détiennent le titre de propriété d'avoirs extérieurs mais ne sont autorisées à les utiliser que suivant les conditions prescrites par les autorités monétaires ou avec leur approbation explicite, on considère que ces actifs sont des avoirs de réserve parce qu'ils sont sous le contrôle effectif des autorités monétaires.

Les transferts aux autorités monétaires de créances en devises détenues par d'autres entités institutionnelles de l'économie déclarante, effectués juste avant certaines échéances comptables et annulés peu après (pratique relevant du «maquillage»), n'entrent pas dans les avoirs de réserve. Il convient de les déclarer parmi les informations complémentaires.

Liquidités en devises

La définition des liquidités en devises est plus large que celle des réserves internationales, pour plusieurs raisons.

Premièrement, les liquidités en devises comprennent, outre les avoirs de réserve à la disposition des autorités monétaires, les avoirs en devises de l'administration centrale. Ces deux éléments composent les ressources officielles immédiatement mobilisables pour répondre à la demande de devises. La demande de devises, quant à elle, comprend à la fois la demande effective (prévue) et la demande potentielle (les «prélèvements nets» sur les ressources en devises), qui peuvent résulter des engagements à court terme et des opérations hors bilan des autorités monétaires et de l'administration centrale. Le concept de liquidité repose sur le principe que les autorités doivent gérer prudemment leurs engagements comme leurs avoirs pour s'exposer le moins possible à

des chocs extérieurs. Deuxièmement, alors que les réserves internationales sont exclusivement les créances des autorités monétaires sur les non-résidents, les liquidités en devises recouvrent à la fois les créances en devises des autorités monétaires et de l'administration centrale sur les résidents et les non-résidents ainsi que leurs engagements envers eux.

La définition des liquidités en devises est aussi plus large que celle des réserves internationales nettes. Ces dernières sont les avoirs de réserve nets des engagements liés aux réserves à une date donnée, alors que les liquidités en devises prennent en compte les prélèvements à effectuer sur les ressources dans les douze mois à venir, par suite des opérations financières des autorités.

Principales caractéristiques du formulaire

Le formulaire permet d'évaluer plus facilement si un pays a suffisamment de réserves internationales et de liquidités en devises parce qu'il donne des informations sur les institutions à considérer et sur leurs activités financières internationales.

Institutions. Le formulaire prend en compte toutes les entités du secteur public qui sont chargées de réagir aux crises monétaires ou qui participent à cette action. En pratique, ces entités comprennent les autorités monétaires, qui gèrent ou détiennent les réserves internationales, et l'administration centrale.

Le formulaire définit les «autorités monétaires» comme un «concept fonctionnel» qui englobe la banque centrale (et d'autres entités institutionnelles comme les caisses d'émission et les agences monétaires) et certaines opérations qui relèvent généralement de la banque centrale, mais qui sont parfois exécutées par d'autres organismes publics ou par les banques commerciales. Ces opérations comprennent l'émission de monnaie, le maintien et la gestion des réserves internationales, notamment celles qui résultent de transactions avec le FMI, et le contrôle des fonds de stabilisation des changes. Conformément aux directives internationales en vigueur, le formulaire définit l'administration centrale comme l'ensemble des départements, bureaux, établissements et autres organismes qui sont des agents ou des instruments de l'autorité centrale d'un pays. Cette définition exclut les collectivités locales et les caisses de sécurité sociale à tous les niveaux de l'administration.

Activités financières. Pour les besoins de l'analyse de la liquidité, le formulaire précise que seuls les instruments réglés (c'est-à-dire rachetables) en devises sont à inclure parmi les ressources et les prélèvements. On considère en effet, en ce qui concerne les entrées et les sorties de devises résultant d'obligations contractuelles des autorités, que seuls les instruments réglés en devises peuvent directement s'ajouter, ou se soustraire, aux liquidités en devises. Les autres instruments, notamment ceux qui sont libellés en devises ou dont la valeur est rattachée à une monnaie étrangère (comme les options en devises ou les titres de dette libellés en monnaie nationale et indexés sur une monnaie étrangère) mais qui sont réglés en monnaie nationale, n'influent pas directement sur les liquidités en devises. Ils peuvent toutefois, en cas de crise, exercer indirectement une pression considérable sur les réserves, surtout lorsque la perspective d'une forte dépréciation de la

monnaie nationale incite les détenteurs à échanger les titres indexés contre des devises. Ces éléments sont par conséquent à déclarer parmi les postes pour mémoire.

Traitement des produits financiers dérivés. Le formulaire prend en compte diverses activités et transactions faisant intervenir des produits financiers dérivés, à savoir : 1) les flux de devises prédéterminés résultant de contrats à terme et de contrats d'échange souscrits par les autorités; 2) les flux éventuels résultant de leurs positions sur options; 3) la valeur nette, au cours du jour (c'est-à-dire ajustée au prix du marché), de l'encours des contrats sur produits financiers dérivés. Les transactions sur produits dérivés sont prises en compte de façon très détaillée dans le formulaire, parce que les évaluations du risque lié à ces activités ne sont pertinentes que si elles sont établies sur la base du portefeuille global, compte tenu des valeurs notionnelles (et nominales), des positions sur le marché au comptant et des équilibres entre ces deux éléments.

Le formulaire considère les produits financiers dérivés réglés en devises. Les informations y afférentes sont particulièrement importantes en temps de crise lorsque de fortes pressions s'exercent en faveur d'une dévaluation et que le pays considéré a déjà d'importantes obligations exigibles en devises. Étant donné que les entrées et les sorties de devises résultant de transactions des autorités sur produits dérivés peuvent faire intervenir différents risques, contreparties et échéances, le formulaire invite à communiquer des informations séparées sur les positions courtes et les positions longues. Les positions longues correspondent à des entrées qui augmentent les ressources en devises des autorités. Les positions courtes représentent des sorties qui réduisent ces ressources. Les valeurs nettes, au cours du jour, des produits dérivés à déclarer sont celles de l'encours des contrats réglés en devises, que la contrepartie soit ou non un résident.

Le formulaire comprend des «tests de résistance» des positions sur options des autorités, qui permettent d'estimer l'exposition de ces dernières aux fluctuations du taux de change. Les tests de résistance consistent à examiner les effets qu'exercent sur un portefeuille de fortes variations des principales variables financières. Ils diffèrent des simulations à partir de données rétrospectives parce qu'ils peuvent prendre en compte des situations qui ne se sont jamais produites.

Évaluation. Le formulaire stipule que les ressources en devises doivent être évaluées aux prix auxquels elles pourraient être liquidées sur le marché à la date de référence. S'il est difficile de déterminer les valeurs du marché de façon fréquente, des valeurs approchées peuvent les remplacer pour les périodes intermédiaires.

Les prélèvements sur les ressources en devises, qu'ils soient prédéterminés ou conditionnels, sont à évaluer en valeur nominale (effective) — c'est-à-dire la valeur du flux monétaire à la date à laquelle ce flux doit avoir lieu. En général, les remboursements du principal correspondent à la valeur nominale d'un instrument et les paiements d'intérêts reflètent les montants contractuels exigibles.



Anne Y. Kester est économiste principale au Département des statistiques du FMI.

Les entrées et les sorties de devises liées à des contrats à terme et à des contrats d'échange doivent être déclarées en valeur nominale. En ce qui concerne les options, il convient de communiquer la valeur notionnelle. La valeur notionnelle d'un contrat d'option est le montant de devises qui peut être acheté ou vendu lorsque le détenteur exerce l'option. Les valeurs de marché de l'encours des contrats sur produits dérivés doivent être communiquées sur une base nette, au cours du jour.

Horizon temporel. Étant donné que l'accent est mis sur la liquidité, l'horizon considéré est le court terme, qui, à des fins pratiques, est défini

comme une période d'un an maximum. Des ventilations plus fines, par horizon d'un mois maximum, un à trois mois et trois mois à un an, respectivement, permettent aux dirigeants et aux participants aux marchés d'évaluer les positions de liquidité des autorités dans l'intervalle.

Le formulaire prévoit la déclaration des flux de devises à court terme pour les différentes sous-périodes de l'horizon temporel d'un an, sur la base de l'«échéance résiduelle» des instruments financiers. L'échéance résiduelle est couramment définie comme le temps à courir jusqu'au remboursement final des obligations exigibles. En conséquence, les flux à prendre en compte sont ceux qui émanent d'instruments à court terme dont l'échéance initiale est inférieure ou égale à un an et d'instruments à plus long terme dont l'échéance résiduelle est inférieure ou égale à un an. Il faut aussi déclarer les remboursements du principal et les paiements d'intérêts exigibles dans un délai inférieur à un an au titre d'instruments dont l'échéance initiale est supérieure à un an.

Prévention des crises

La divulgation d'informations à jour sur les réserves internationales et de données connexes présente plusieurs avantages. Elle peut renforcer la responsabilité des autorités en informant le public des mesures prises et des risques de change encourus. Elle peut favoriser une correction plus rapide des mesures non viables et même limiter les effets de contagion défavorables en période de troubles financiers. Elle permet aux participants aux marchés de se faire une idée plus précise de la situation des différents pays, de la vulnérabilité des différentes régions et des possibilités de répercussions internationales, limitant ainsi l'incertitude et l'instabilité qui en découle sur les marchés financiers. L'accès à des données plus transparentes peut aussi améliorer l'efficacité des organisations multilatérales. **F&D**

Les directives opérationnelles — Operational Guidelines for the Data Template on International Reserves and Foreign Currency Liquidity (Washington, Fonds monétaire international, 1999) — peuvent être obtenues sur demande auprès du Département des statistiques du FMI ou consultées sur le site du FMI (<http://dsbb.imf.org/guide.htm>). Les directives opérationnelles donnent des précisions à propos du cadre analytique du formulaire, ainsi que des conseils à l'attention des pays pour remplir ce dernier.