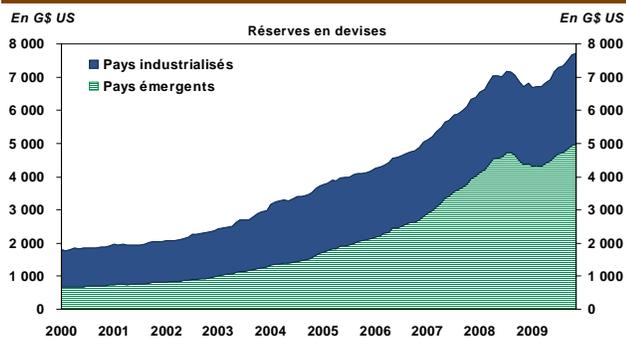


La diversification des réserves des banques centrales se poursuit Le Canada en bénéficie-t-il?

Depuis la fin de la crise financière, l'attrait « valeur refuge » de la devise américaine s'est estompé et les rumeurs de diversification de portefeuille ont repris de plus belle. En parallèle, les préoccupations des marchés quant au financement du déficit astronomique du gouvernement américain refont surface. Les achats de titres du Trésor par les étrangers demeurent très élevés, mais il semble que les désirs de diversification de portefeuille des banques centrales des pays émergents sont bénéfiques à d'autres devises.

Pour le vérifier, le COFER (Composition of Foreign Exchange Reserves) des principales devises recensées par le Fonds monétaire international (FMI) est particulièrement utile. Le COFER est subdivisé en deux parties : les économies industrialisées (33 pays) et les pays émergents (107 pays). La répartition des devises des portefeuilles des pays émergents est sans doute la plus intéressante. Certes, le Japon étant un des plus grands détenteurs de *Treasuries*, il demeure un joueur incontournable, mais les pays émergents détiennent de loin les réserves de devises les plus importantes. De plus, ceux-ci continuent de les accumuler à un rythme effréné (graphique 1).

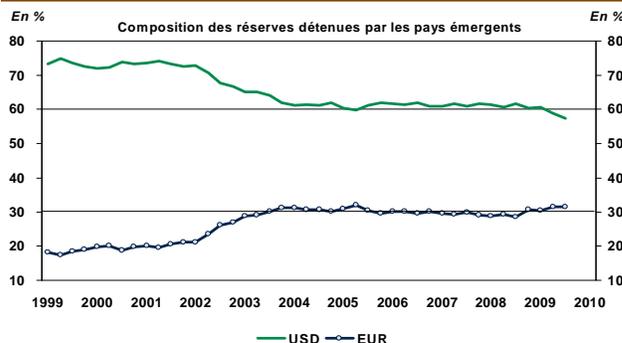
Graphique 1 – Réserves en devises détenues dans le monde : la part des pays émergents augmente rapidement



Sources : Fonds monétaire international et Desjardins, Études économiques

De 2002 à 2008, les banques centrales des pays émergents ont contré en partie la dépréciation du billet vert en augmentant constamment leurs achats de titres américains. Ainsi, malgré une baisse de 37 % de l'indice pondéré du billet vert pendant la période, la valeur de leurs actifs détenus en dollars américains, après une diminution de 2002 à 2004, s'est stabilisée, en moyenne, à près de 61 % du total des réserves au cours des quatre années qui ont suivi (graphique 2).

Graphique 2 – Le poids du dollar américain dans la composition des réserves des pays émergents continue de diminuer



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Dernièrement, en dépit d'une appréciation du billet vert, la valeur des actifs des banques centrales des pays émergents détenus en dollars américains a chuté sous les 60 %, signalant que la diversification des réserves a repris de plus belle. L'euro, la seule véritable solution de rechange au billet vert, continue d'en bénéficier, mais, contrairement aux années précédentes, il n'est plus le seul. Cette situation, compatible avec un désir croissant de diversification de portefeuille, s'est effectuée au bénéfice des « autres monnaies », dont la part est passée de 1,5 % du total des réserves à la fin de 2007 à 3,2 % au cours de l'été 2009 (graphique 3 à la page 2).

François Dupuis
Vice-président et économiste en chef

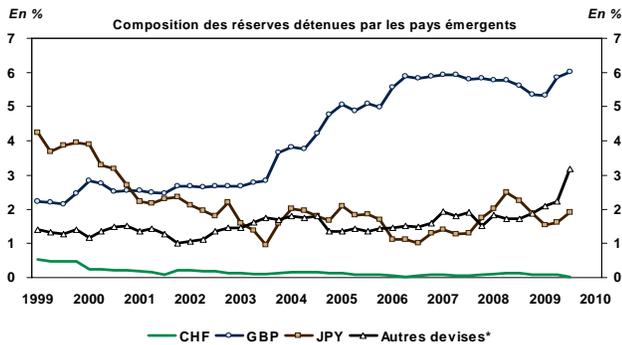
Martin Lefebvre
Économiste principal

Yves St-Maurice
Directeur et économiste en chef adjoint

Hendrix Vachon
Économiste

514-281-2336 ou 1 866 866-7000, poste 2336
Courriel : desjardins.economie@desjardins.com

Graphique 3 – La diversification des portefeuilles des banques centrales pourrait s'accélérer



* Non déterminées.
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Le FMI ne définit pas les monnaies qui entrent dans la catégorie « autres devises » du COFER, mais il est largement perçu que l'engouement récent pour les matières premières et la qualité du crédit (AAA) placent les dollars australien et canadien en tête des devises marginales convoitées (graphique 4).

Graphique 4 – Le dollar canadien est la septième devise la plus échangée, juste derrière le dollar australien

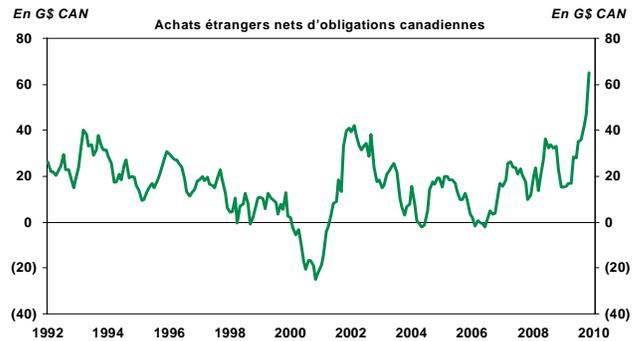
Rang	Devises	2001	2004	2007
1	Dollar américain	90,3	88,7	86,3
2	Euro	37,6	37,2	37,0
3	Yen japonais	22,7	20,3	16,5
4	Livre sterling	13,2	16,9	15,0
5	Franc suisse	6,1	6,1	6,8
6	Dollar australien	4,2	5,5	6,7
7	Dollar canadien	4,5	4,2	4,2
8	Couronne suédoise	2,6	2,3	2,8
9	Dollar de Hong Kong	2,3	1,9	2,8
10	Couronne norvégienne	1,5	1,5	2,2
11	Dollar néo-zélandais	0,6	1,0	1,9
12	Peso mexicain	0,9	1,1	1,3
13	Dollar de Singapour	1,1	1,0	1,2
14	Won coréen	0,8	1,2	1,1
15	Rand sud-africain	1,0	0,8	0,9
16	Couronne danoise	1,2	0,9	0,9
17	Rouble russe	0,4	0,7	0,8
18	Zloty polonais	0,5	0,4	0,8
19	Roupie indienne	0,2	0,3	0,7
	Autres devises	8,3	8,0	10,1
	Toutes les devises*	200,0	200,0	200,0

* Les totaux égalent 200, car chaque transaction implique deux devises.
Sources : Banque des règlements internationaux et Desjardins, Études économiques

Avec les besoins de diversification annoncés dernièrement par certaines banques centrales, l'appétit des étrangers pour les titres canadiens risque de se poursuivre (graphique 5). Cela aurait certainement un impact important sur le marché obligataire canadien et sur le taux de change.

Il serait toutefois surprenant que les banques centrales de pays émergents liquident leurs stocks de titres américains. La plupart d'entre elles, et plus particulièrement celles des pays asiatiques, demeurent tributaires du commerce international et continuent de miser sur des politiques mercantilistes orientées vers un taux de change faible afin d'accroître leur part de marché. Par conséquent, il ne serait pas dans leur intérêt de provoquer une dépréciation désordonnée du billet vert. Par contre, une partie des flux de capitaux futurs, ne serait-ce que 1 % à 2 % additionnels, investis dans des titres canadiens pourrait avoir des répercussions majeures.

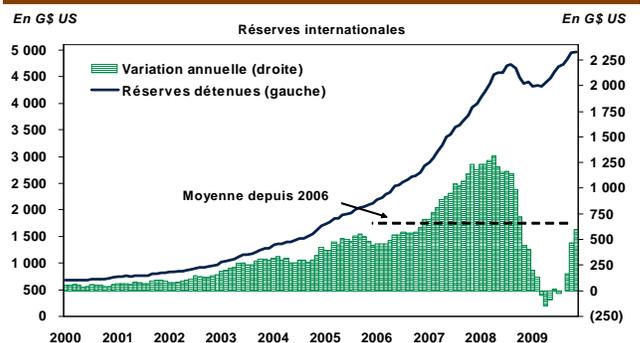
Graphique 5 – La demande des étrangers pour les titres canadiens est en forte hausse



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Le stock de réserves agrégé des pays émergents a augmenté d'environ 600 G\$ US en 2009, pour atteindre près de 5 000 G\$ US (graphique 6). À l'exception de 2008, où le commerce international a chuté, le stock de réserves s'accroît d'année en année. Par conséquent, une augmentation additionnelle des réserves de 600 G\$ US, pour atteindre 5 600 G\$ US en 2010, paraît une estimation conservatrice.

Graphique 6 – Les réserves internationales détenues par les pays émergents sont en forte hausse



Sources : Fonds monétaire international et Desjardins, Études économiques

Dans ces conditions, et sans aucune diversification, l'accroissement anticipé des réserves des pays émergents en 2010 conduira à une hausse de 21 G\$ US pour les titres exprimés dans les « autres monnaies », soit de 175 G\$ US en 2009 à 196 G\$ US en 2010. Si l'on fait l'hypothèse additionnelle que la part des titres détenus en dollars américains diminuera d'un point de pourcentage, soit de 57,5 % au troisième trimestre de 2009 à 56,5 % à la fin de cette année, il faut rajouter un montant marginal de 4,5 G\$ US, soit pour un montant total de 25,5 G\$ US en 2010 (tableau 1 à la page 3). Or, les montants totaux pourraient être encore plus importants. Outre nos hypothèses conservatrices (dont la répartition de la baisse de 1 % des achats de titres américains dans l'ensemble des autres devises du COFER), les achats de titres canadiens ne se limitent pas à ceux effectués par les banques centrales. Entre

Tableau 1 COFER* pays émergents

	2009**		2010		2010 (si une baisse de 1 % du USD)		Effet total	Effet marginal
	En G\$ US	En %	En G\$ US	En %	En G\$ US	En %		
USD	2 875	57,5	3 220	57,5	3 164	56,50	289,00	-56,00
EUR	1 570	31,4	1 758	31,4	1 800	32,14	229,84	41,44
GBP	300	6,0	336	6,0	344	6,14	43,84	7,84
JPY	80	1,6	90	1,6	91	1,64	11,84	2,24
Autres	175	3,5	196	3,5	200	3,58	25,48	4,48
Total	5 000		5 600		5 600		600,00	

* Composition des réserves en devises; ** Basée sur la répartition du COFER de T3 2009.

Sources : Fonds monétaire international et Desjardins, Études économiques

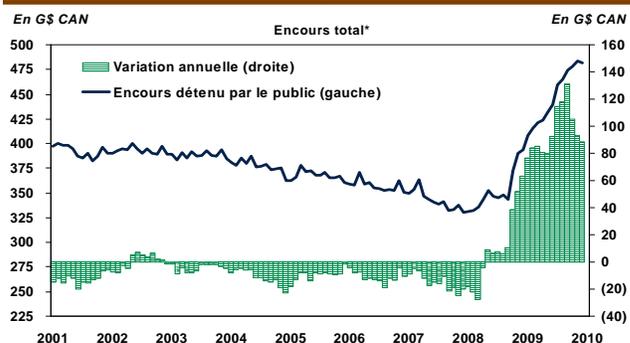
autres, certains gros gestionnaires privés ont déjà annoncé leur stratégie pour 2010, avec un biais pour le Canada.

Bien entendu, l'ensemble de ces montants ne sera pas investi uniquement au Canada et les flux se feront graduellement sur l'ensemble de l'année. Par ailleurs, il est difficile de dire avec précision quel en sera l'impact net ou final. Les cambistes s'entendent pour dire que chaque entrée nette d'un milliard de dollars équivaut à un minimum de 50 points sur le taux de change canadien. Par conséquent, si les banques centrales des pays émergents investissent 5 G\$ US de leurs réserves au Canada, il pourrait en résulter une dépréciation de la paire USD/CAD de 250 points, soit de 1,0642 \$ CAN, aujourd'hui, à 1,0392 \$ CAN, en cours d'année.

Le problème est que l'effet s'annonce éphémère ou transitoire. L'identité de la balance des paiements stipule que, dans un système de taux de change flottant, une augmentation du solde au compte capital (dont l'entrée de capitaux étrangers) doit être compensée par une diminution équivalente du solde au compte courant. Cela peut se faire par deux conduits. D'une part, l'appréciation du dollar canadien devrait mener à une augmentation des importations, par le biais de la hausse du pouvoir d'achat des Canadiens, ou à une baisse des exportations. D'autre part, les revenus nets de placements vont se détériorer davantage en raison des intérêts payés aux étrangers sur leurs investissements canadiens. La sortie de capitaux ramènerait ainsi le huard à la baisse.

À court terme, au-delà des effets potentiels sur le huard, une diversification accrue des réserves des banques centrales entraînerait vraisemblablement des pressions baissières sur les taux d'intérêt. Les besoins de financement du gouvernement du Canada et des provinces seront importants encore en 2010 (graphique 7). Par conséquent, la venue de nouveaux joueurs pourrait permettre de limiter les effets d'éviction sur les sociétés émettrices.

Graphique 7 – Les besoins de financement du gouvernement canadien ont fortement augmenté au cours de la crise



*Exclut la part détenue par la Banque du Canada et la part détenue par le gouvernement fédéral.
Sources : Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

Déjà avantagé par des politiques d'assouplissement moins agressives qu'aux États-Unis, le marché obligataire canadien profitera de la forte demande pour les valeurs mobilières afin de maintenir une performance supérieure à celle du marché américain (graphique 8). Peut-être dans quelques années parlerons-nous du *conundrum* du marché obligataire canadien.

Graphique 8 – La performance relative du marché canadien va demeurer supérieure



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques