



Être là où ça se passe :

Comment construire une vision juste des marchés mondiaux et en être un acteur ?

(Enregistré le 12 mai 2026)

Introduction

Quand on dit Banque de France, on pense France, évidemment, parfois Europe, mais rarement New York et Singapour. Or, si la finance est globale, sa compréhension reste fortement influencée par les lieux depuis lesquels on l'analyse. C'est pour cela qu'outre Paris, la Banque de France est présente à New York et Singapour.

Être là où ça se passe, comment construire une vision juste des marchés mondiaux pour en être acteur, c'est notre sujet du jour. Pour en discuter, je reçois trois invités :

Sophie Pérez, vous êtes directrice des Marchés de la Banque de France et pour vous situer dans le monde, vous travaillez au siège de la Banque de France, à Paris.

François Haas, vous êtes exceptionnellement avec nous à Paris aujourd'hui, mais en règle générale, vous êtes à New York en tant que responsable de la représentation aux Amériques.

Et Stéphane Latouche, nous profitons également de votre présence à Paris puisque vous êtes basé à Singapour, également en tant que responsable de la représentation, mais en Asie et dans le Pacifique.

Bienvenue dans Dialogue &co.

Partie 1 : Les Amériques et l'Asie vues depuis New York et Singapour : donner une couleur aux analyses économiques

Lucile Rives : Pour commencer, je voudrais vous inviter, François, à nous livrer vos propres perceptions économiques des Amériques. Depuis New York, qu'est-ce qui s'impose dans votre quotidien et que l'on percevrait peut-être moins bien depuis l'Europe ?

François Haas : Merci, Lucile. Je crois que la caractéristique principale des États-Unis, de l'économie américaine, c'est d'être une économie monde. C'est-à-dire qu'elle a une taille significative qui lui assure une grande autonomie : c'est la taille de son marché intérieur, l'ampleur de ses ressources et, également, une forte capacité d'attraction. C'est aussi une économie monde du fait de son influence internationale particulièrement importante. Et l'influence est aussi un pouvoir de contrainte, c'est le revers de la pièce. Cette influence et cette contrainte s'exercent au niveau des échanges internationaux et de la structure du système financier international, le dollar comme monnaie de référence étant la principale illustration de ce pouvoir. C'est donc une économie qui a une capacité d'influence sur l'ensemble de l'économie internationale absolument majeure : aujourd'hui, les États-Unis représentent entre 25 et 28 % du PIB mondial, soit pratiquement le tiers du PIB mondial.

Ce que l'on voit aujourd'hui, c'est que cette économie est de plus en plus contestée au plan international. D'une part parce qu'elle accumule des déséquilibres. D'abord un déséquilibre budgétaire : les États-Unis accumulent les déficits budgétaires depuis de nombreuses années. Ils ne sont pas les seuls, mais les déficits américains sont particulièrement significatifs. Aujourd'hui [en mai 2026], il est de l'ordre de 6 % du PIB. Si rien n'est fait, le système de sécurité sociale américain sera en cessation de paiement dans les 10-15 années à venir. Là encore, ce n'est pas spécifique aux États-Unis, mais ce qui frappe, c'est le caractère massif de cette évolution : sa durée, puisque ce n'est pas un phénomène nouveau, et son ampleur. Autre déséquilibre majeur : les déséquilibres commerciaux, c'est-à-dire le déficit de la balance commerciale américaine. C'est aussi une économie qui accumule des inégalités significatives. Ce n'est pas nouveau, le modèle américain est ainsi. Ce que l'on peut tout de même noter, c'est que ces inégalités sont particulièrement marquées, se développent de plus en plus et commencent, commencent uniquement, à devenir un sujet politique.

Dernier élément sur l'économie américaine : son dynamisme et sa plasticité, sa capacité à se renouveler en permanence, à absorber des chocs quelquefois massifs, sa capacité à gérer sur la durée des déséquilibres et à les exporter vers le reste du monde. C'est une des caractéristiques de cette économie monde et un des sujets de la présidence française du G7 : les déséquilibres mondiaux, *global imbalances* en anglais, qui reflètent d'un côté les déséquilibres budgétaires américains, de l'autre un déséquilibre lié au surinvestissement chinois et un manque d'investissement en Europe. Ces trois déséquilibres sont liés mais le déséquilibre américain fait partie des facteurs les plus importants dans la situation d'aujourd'hui. Tout dernier élément qui illustre le dynamisme de cette économie, et nous le voyons tous les jours aux États-Unis : la place de l'intelligence artificielle (IA) et les espoirs qu'elle suscite pour justement gérer les déséquilibres de cette économie, en termes de productivité par exemple. Aujourd'hui aux États-Unis, l'investissement dans l'intelligence artificielle sous toutes ses formes - on parle de data centers mais également de logiciels et autres - c'est plus de 70 % de l'investissement mondial dans l'IA. C'est colossal. Dernier exemple : au cours des premiers mois de cette année 2026, 50 % de la progression du PIB américain est porté par l'investissement dans l'IA, ce qui est aussi particulièrement spectaculaire.

La question est donc de savoir si l'économie américaine va être capable de maintenir sa prééminence internationale. L'administration américaine déploie énormément d'outils, quelquefois avec beaucoup de véhémence, pour maintenir cette prééminence, ce qui explique la fragmentation géopolitique que l'on observe et tous les débats que l'on peut avoir sur le rôle du dollar. La question est aussi de savoir si, à l'inverse, le reste du monde, et l'Europe en particulier, sera en mesure de résister et d'émerger dans cette situation très particulière. Le sujet de la souveraineté européenne est devenu un sujet central en Europe. C'est à la fois un sujet économique et un sujet politique.

Lucile Rives : Je vous propose que l'on change de continent et que l'on aille en Asie. Je me tourne vers vous Stéphane Latouche : Depuis l'Europe, l'économie asiatique est souvent décrite au travers de l'importance des flux commerciaux, spécialement venant de Chine, l'inscription dans le long terme, avec une stratégie économique structurée dans le temps, ou la montée en puissance de certaines économies régionales. Quand on observe l'Asie et le Pacifique depuis Singapour, quels sont les sujets ou les tendances économiques qui structurent la région ?

Stéphane Latouche : Bonjour Lucile. L'Asie-Pacifique se distingue avant tout par sa puissance et son dynamisme. Cet ensemble, à la fois vaste et hétérogène, s'organise principalement autour de la Chine, mais également, de plus en plus, autour de l'Inde. Il constitue aujourd'hui un pôle majeur de l'économie mondiale : il représente environ 60% de la croissance mondiale et concentre également près de 60% de la population mondiale. Dans ce contexte, on observe une transformation profonde de l'équilibre global. Historiquement centré sur l'axe euro-atlantique — États-Unis et Europe —, le centre de gravité de l'économie mondiale se déplace désormais clairement vers la zone indopacifique.

La croissance de la région illustre ce dynamisme, avec un taux d'environ 5% en 2025 et des perspectives, malgré certaines tensions internationales, situées entre 4 et 4,5%. Sur le plan économique, plusieurs dynamiques structurantes permettent de caractériser cette tendance.

La première dynamique réside dans la redistribution des chaînes de valeur. Ce phénomène, à l'œuvre depuis plusieurs décennies, a profondément affecté aussi bien les États-Unis que l'Europe. Aujourd'hui, environ 50% de la production manufacturière mondiale est asiatique — dont 30% pour la seule Chine — contre 16% pour l'Europe et 15% pour les États-Unis.

La deuxième dynamique est celle de l'essor des exportations. Profitant de cette réorganisation des chaînes de valeur, l'Asie est devenue une puissance exportatrice majeure. Cette évolution s'est traduite par une forte croissance des échanges. À titre d'exemple, les exportations de l'ASEAN (*Association of Southeast Asian Nations*) - les dix pays d'Asie du Sud-Est — ont doublé en l'espace de dix ans. De même, la Chine a enregistré en 2025 un excédent commercial record de 1 200 milliards de dollars, un niveau inédit. Ces performances illustrent directement les effets de la montée en puissance industrielle et commerciale de la région.

Une troisième dynamique, moins souvent mise en avant, est celle de l'intégration régionale accélérée. Contrairement à l'Europe, qui a privilégié la construction d'un marché unique avec

des mécanismes de coordination complexes, l'Asie a opté pour une multiplication d'accords de libre-échange. Ce réseau dense d'accords relie désormais la quasi-totalité des économies de la zone et soutient activement leur croissance. Ainsi, les pays de l'ASEAN exportent aujourd'hui davantage entre eux et vers le reste de l'Asie que vers les États-Unis, marquant un basculement majeur des flux commerciaux.

La quatrième dynamique concerne le positionnement stratégique de la région dans les technologies de l'information et de la communication, ainsi que dans le secteur des semi-conducteurs, porté par l'essor de l'intelligence artificielle. L'Asie produit aujourd'hui près de 95 % des puces mondiales. Ce leadership ne se limite pas aux principaux acteurs que sont Taïwan (TSMC), la Corée du Sud (Samsung), le Japon ou Singapour : il inclut également d'autres pays comme la Malaisie, où les semi-conducteurs représentent près de la moitié des exportations, ainsi que l'Indonésie, le Vietnam et, de manière croissante, l'Inde.

À ces évolutions s'ajoute le dynamisme des grandes économies émergentes de la région, en particulier l'Inde et l'Indonésie. Ces pays bénéficient d'une forte dynamique démographique qui soutient la demande intérieure. Ils disposent ainsi de marchés domestiques particulièrement dynamiques, leur permettant de maintenir des taux de croissance soutenus, de l'ordre de 5%, voire davantage grâce aux exportations - comme au Vietnam, où la croissance atteint fréquemment 7 à 8%. Cette dynamique démographique devrait se prolonger encore dans les années à venir.

Au total, l'Asie-Pacifique s'impose aujourd'hui comme un acteur central de l'économie mondiale. Elle constitue à la fois le cœur des chaînes de valeur industrielles et une plaque tournante du commerce international. Elle est, depuis plusieurs années consécutives, la première destination des investissements directs étrangers, dans un contexte où ceux-ci tendent à se stabiliser, voire à diminuer, dans d'autres régions du monde. L'Asie, et en particulier l'ASEAN, a démontré une remarquable capacité d'adaptation à la recomposition des chaînes de valeur dans un environnement international volatil et incertain.

En résumé, l'image traditionnelle d'une Asie réduite à un « atelier du monde », fondée sur une main-d'œuvre bon marché, apparaît désormais dépassée. La région s'affirme aujourd'hui comme un pôle de croissance global, de plus en plus intégré, innovant et dynamique.

Lucile Rives : Avant de vous passer la parole, Sophie, je voudrais rebondir sur cette notion de rente démographique que vous venez de décrire, notamment en Inde. Parce qu'à l'inverse, on entend aussi beaucoup parler du moindre dynamisme du marché intérieur chinois. Est-ce un vrai facteur de fragilité ?

Stéphane Latouche : Merci. Quelques éléments d'analyse concernant la Chine. Il apparaît clairement que la Chine est entrée dans une nouvelle phase de son développement, largement déterminée par des facteurs démographiques. Le pays enregistre aujourd'hui une diminution de sa population d'environ deux millions de personnes par an. Cette tendance devrait s'accroître dans les décennies à venir : selon les projections actuelles, la population chinoise pourrait être divisée par deux d'ici la fin du siècle, passant de 1,4 milliard à environ

700 millions d'habitants. Des dynamiques comparables sont d'ailleurs observées en Corée du Sud, au Japon et dans plusieurs autres économies asiatiques.

Dans ce contexte, le ralentissement de la croissance chinoise apparaît relativement logique. Après avoir bénéficié d'une forte dynamique démographique et accumulé des surcapacités dans de nombreux secteurs, le modèle économique chinois atteint certaines limites. L'une de ses principales faiblesses réside dans une allocation de l'épargne et de l'investissement largement centralisée, parfois peu efficiente.

Pour autant, un taux de croissance de 5% demeure particulièrement élevé. Dans un contexte de recul démographique, cela correspond à une progression du revenu par habitant supérieure à ce niveau, traduisant un enrichissement réel de la population. Le ralentissement devrait néanmoins se poursuivre : les projections suggèrent une croissance autour de 3 %, voire légèrement inférieure, à l'horizon de la fin de la décennie 2030. Malgré cette évolution, la diminution de la population continuera de soutenir une progression significative du niveau de vie moyen.

Par ailleurs, la Chine dispose d'atouts structurels considérables. Sa puissance manufacturière est largement reconnue, et les acteurs économiques soulignent la robustesse et l'efficacité de son écosystème industriel, organisé autour de grands clusters, notamment à Shenzhen et dans d'autres métropoles spécialisées. À cet avantage s'ajoute une capacité logistique exceptionnelle, unique à l'échelle asiatique. Les investissements massifs réalisés dans les infrastructures au cours des dernières décennies ont abouti à un système particulièrement performant. De nombreux industriels considèrent ainsi que la Chine est pratiquement le seul pays de la région à permettre une production en flux tendus à grande échelle. La combinaison de cette puissance industrielle et de cette efficacité logistique constitue un avantage compétitif majeur.

Plus récemment, la Chine s'est également illustrée par des investissements très importants dans les technologies d'avenir, notamment l'intelligence artificielle, les nouvelles technologies et les énergies vertes.

La stratégie du pays s'articule autour de deux échéances majeures. La première, à l'horizon 2035, vise à atteindre un niveau de PIB par habitant comparable à celui des économies développées. La seconde, en 2049, coïncidant avec le centenaire de la fondation de la République populaire de Chine, ambitionne de faire du pays la première puissance économique mondiale, tant en termes de PIB que d'innovation et d'exportations. Ces objectifs s'inscrivent dans un cadre plus large structuré autour de trois priorités : la stabilité, la sécurité et l'innovation. Ainsi, si le ralentissement de la croissance chinoise est bien réel, il ne remet pas en cause les fondamentaux du modèle. La Chine devrait continuer à s'imposer comme une puissance industrielle majeure, capable de générer de la richesse à grande échelle. Elle dispose en outre de ressources financières considérables, lui permettant d'absorber d'éventuels chocs économiques.

Enfin, il convient de souligner que, dans le contexte des tensions actuelles au Moyen-Orient, notamment en lien avec les enjeux énergétiques, la Chine apparaît comme l'une des

économies de la région Asie-Pacifique les moins exposées. Elle pourrait même en tirer un avantage relatif, se positionnant comme l'un des principaux bénéficiaires indirects de ces évolutions.

Lucile Rives : Sophie, ces signaux qui remontent de New York et de Singapour, comment les recevez-vous concrètement à Paris ? Est-ce qu'ils viennent confirmer les analyses qui sont faites à Paris ou est-ce qu'ils vous surprennent parfois ?

Sophie Pérez : Bonjour Lucile. Au regard de ces analyses, il convient d'insister sur la recherche de complémentarité entre les travaux menés à Singapour, à New York et à Paris. Cette complémentarité s'exprime, d'une part, à travers des études spécifiques à chaque zone géographique. À cet égard, les interventions de François et de Stéphane illustrent clairement la qualité de l'expertise développée au plus près des marchés locaux. D'autre part, cette complémentarité se manifeste également dans le traitement de thématiques communes, telles que les évolutions structurelles des marchés, par exemple celui de l'or. Dans ce cadre, la confrontation des points de vue — américain, asiatique et européen — constitue un atout majeur pour enrichir l'analyse et en renforcer la pertinence. Cette capacité d'analyse repose largement sur l'ancrage local de nos équipes. Nos collègues basés à Singapour et à New York entretiennent des relations directes avec les acteurs de marché ainsi qu'avec les banques centrales de leurs zones respectives. Ils ont ainsi accès à des informations de première main, difficilement accessibles autrement, ce qui constitue une source précieuse d'enrichissement collectif.

Ces travaux jouent également un rôle essentiel en interne à la Banque de France. Ils font l'objet d'une diffusion auprès des équipes en charge des marchés financiers, de la stabilité financière, ainsi que des analyses macroéconomiques. Le principal destinataire de ces productions demeure toutefois le gouvernement de la Banque de France. Dans le contexte actuel, marqué par une forte volatilité, et plus encore depuis le déclenchement du conflit au Moyen Orient, l'organisation de cette veille internationale prend tout son sens. Chaque matin, à Paris, le gouverneur dispose ainsi d'une analyse rapide — ou « flash », selon la terminologie interne — élaborée par les équipes de Singapour, offrant un premier éclairage sur les tendances asiatiques. Cette analyse est ensuite complétée par les équipes parisiennes, avant d'être enrichie à son tour par les travaux des équipes de New York, permettant ainsi une couverture continue des évolutions des marchés à l'échelle mondiale. L'objectif de ce dispositif est de garantir au gouvernement de la Banque de France un accès à une information à la fois actualisée et approfondie. Il permet de nourrir des analyses solides et d'éclairer les prises de position dans les discussions relatives à la politique monétaire, ainsi que dans les débats portant sur la stabilité financière. Enfin, ces travaux contribuent également à l'analyse des activités sur les marchés financiers, un troisième volet qui pourra être abordé ultérieurement.

Partie 2 : Comment et pourquoi construire un réseau de partenaires étrangers de la manière la plus concrète possible

Lucile Rives : Donner une couleur aux analyses transmises au gouvernement de la Banque, puis aux équipes opérationnelles de la Banque de France, constitue l'une des missions essentielles des bureaux de représentation et des salles implantées à l'international. Ces représentations ont également pour rôle de développer et d'entretenir un réseau de relations avec les acteurs locaux, qu'il s'agisse d'institutions financières ou non financières. Stéphane, est-ce que vous pouvez nous expliquer pourquoi une banque centrale a besoin d'un tel réseau et comment on le construit ?

Stéphane Latouche : Il n'est pas certain qu'un tel dispositif soit indispensable pour l'ensemble des banques centrales. À titre d'exemple, la Banque de France est aujourd'hui la seule banque centrale de l'Eurosystème à disposer d'un bureau de représentation en Asie. Pour autant, l'avantage comparatif qu'un tel dispositif procure apparaît très clairement. Sophie vient de le dire : disposer d'une lecture des marchés asiatiques dès le début de la journée au Siège est un atout considérable.

Je rappelle également la présence de la Banque de France en Asie ne se limite pas à son bureau de représentation. Trois experts sont aussi détachés auprès des services du Trésor dans les ambassades, à Tokyo, Pékin et New Delhi. Nous travaillons en étroite collaboration pour enrichir les analyses transmises au siège.

S'agissant du bureau de représentation, nous avons trois grandes missions. La première : porter les messages de la Banque de France et de l'Eurosystème. Dans un contexte géopolitique troublés, le message de l'Europe est attendu aujourd'hui. J'aimerais qu'il soit parfois même plus présent. Il y a, en Asie, une prise de conscience de la nécessité de rééquilibrer des relations historiquement très étroites avec les États-Unis.

Deuxième mission : le développement de partenariats nourris avec les institutions financières, qui sont nombreuses au centre financier de Singapour, et des banques centrales de la région.

Et troisième mission : l'analyse des dynamiques économiques et financières, en lien avec les activités de marché mais je préfère laisser Sophie vous les présenter.

Par ailleurs, à travers sa direction de la Fabrication des billets, la Banque de France a des capacités de production susceptibles d'être valorisées à l'international. Donc cela fait partie de mes missions d'établir des premiers contacts avec des banques centrales étrangères afin de promouvoir le savoir-faire de l'institution en matière de fabrication des billets. Plusieurs banques centrales asiatiques manifestent un intérêt en ce sens, soit en raison de capacités de production nationales insuffisantes, soit pour bénéficier d'apports technologiques, la direction de la Fabrication des billets étant une institution de référence. Des discussions sont actuellement en cours avec plusieurs institutions, même si leur contenu ne peut être détaillé aujourd'hui.

Lucile Rives : François, s'agissant du réseau américain, il n'est pas exactement structuré de la même façon qu'en Asie. Et lorsque nous avons préparé l'entretien, vous m'avez aussi parlé de l'importance de ce réseau pour les discussions et les négociations en matière de réglementation internationale. Est-ce que vous pouvez nous en dire plus ?

François Haas : Dans ses grandes lignes, Je rejoins pleinement ce qu'a dit Stéphane. Néanmoins, les relations que nous entretenons relèvent davantage de coopérations ponctuelles que de partenariats pleinement structurés, parce que la domination de l'économie américaine n'a pas d'équivalent en Asie.

De ce fait, une part significative de notre activité est centrée sur les États-Unis. C'est particulièrement vrai en ce moment, du fait des particularités de l'administration américaine en place et qui nous oblige d'ailleurs à rénover assez largement notre réseau au sein de l'administration elle-même puisque les têtes au sein de cette administration ont fortement changé et continuent à changer.

Nous entretenons néanmoins des coopérations actives avec plusieurs institutions : un expert est détaché auprès de la Réserve fédérale de New York, avec laquelle des travaux sont menés, notamment dans le domaine des systèmes de paiement. Par ailleurs, des échanges approfondis ont été développés avec la Banque du Canada, en particulier sur les enjeux liés à la régulation des cryptoactifs. Sur ce sujet, comme dans beaucoup de domaines, l'Europe a une longueur d'avance, même si ce n'est pas nécessairement su. Les cadres réglementaires tels que MiCA ou DORA sont utiles dans d'autres régions du monde, qui s'inspirent de nos meilleures pratiques de réglementation ou de supervision pour élaborer leurs propres cadres réglementaires. Les échanges réguliers dans ce domaine bénéficient à la fois à la Banque de France et à l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR).

Il convient d'ailleurs de souligner le rôle central de la réglementation financière dans le contexte actuel aux États-Unis. Bien que le cadre réglementaire international tende vers une forme d'harmonisation, les États-Unis continuent, de facto, de donner l'impulsion en matière financière.

À cet égard, la manière dont les autorités américaines mettront en œuvre les accords de Bâle III revêt une importance particulière pour l'équilibre et la cohérence du système réglementaire international. Ce sujet fait donc l'objet d'un suivi attentif.

Dans le même esprit, les initiatives récentes des États-Unis en matière d'encadrement des stablecoins, notamment à travers la loi dite « GENIUS », constituent un développement majeur. Alors même que l'Europe dispose déjà d'un cadre réglementaire avec MiCA, les orientations américaines auront un impact déterminant, tant pour l'Europe que pour la stabilité financière globale.

Ainsi, par rapport au modèle décrit précédemment pour l'Asie, le bureau de New York — et plus largement celui des Amériques — se caractérise aujourd'hui par une focalisation accrue

sur les États-Unis. Cette orientation reflète à la fois le poids structurel de cette économie et l'intensité des évolutions politiques et réglementaires en cours.

Lucile Rives : Sophie, comment est utilisé ce type de réseau pour les activités de marché de la Banque de France ?

Sophie Pérez : Ces éléments revêtent une importance particulière, dans la mesure où les activités de marché contribuent à nourrir et à structurer ce réseau de relations.

Par « activités de marché », on entend notamment la gestion des réserves, qui fera l'objet d'un développement ultérieur. À ce stade, il convient de se concentrer sur une activité spécifique, essentielle, qui permet à la Banque de France de développer des partenariats à l'échelle mondiale. Par « partenaires », il faut entendre principalement les banques centrales ainsi que les organisations internationales, auxquelles la Banque de France propose une gamme étendue de services dédiés à la gestion de leurs réserves de change.

Il s'agit en effet d'une véritable activité clientèle, à travers laquelle la Banque de France met à disposition de ses partenaires des outils et des solutions leur permettant de gérer leurs actifs dans des conditions optimales. Ces services portent notamment sur des dépôts à terme, libellés en euros — conformément à l'appartenance à l'Eurosystème — mais également dans d'autres devises.

L'offre couvre également un ensemble d'opérations de marché, incluant les transactions de change, les opérations sur l'or, les investissements en titres obligataires, ainsi que des services de conservation de titres.

Si ces institutions choisissent de recourir aux services de la Banque de France, c'est notamment en raison des garanties élevées qu'elle offre en matière de sécurité et de confidentialité. Ces deux dimensions sont en effet déterminantes dans la gestion des réserves de change et constituent un facteur de confiance essentiel.

S'agissant de l'étendue de ce réseau, la Banque de France compte aujourd'hui environ 90 partenaires répartis sur l'ensemble des continents, ce qui témoigne de l'importance de cette activité. Dans ce dispositif, la salle des marchés de Singapour joue un rôle central dans l'animation et le développement des relations avec les partenaires asiatiques.

Partie 3 : Analyses et réseaux au service des activités de marché de la Banque de France, notamment la gestion des réserves de change

Lucile Rives : Une autre activité opérationnelle de la Banque de France est la gestion des réserves de change de la France. Ces réserves sont gérées principalement à Paris, mais également dans les salles de marché de New York et de Singapour. Avant de discuter ensemble de l'importance d'avoir trois implantations pour gérer ces réserves, Sophie, est-ce que vous pourriez nous rappeler ce que sont les réserves de change ?

Sophie Perez : Les réserves de change correspondent aux avoirs en devises et en or détenus par les banques centrales ou, plus largement, par les États.

En France, leur cadre juridique est défini par le Code monétaire et financier (COMOFI). Celui-ci prévoit que « la Banque de France détient et gère les réserves de change de l'État en or et en devises et les inscrit à l'actif de son bilan ». Cette disposition s'applique aux réserves détenues au niveau national.

Par ailleurs, il convient de distinguer les réserves relevant de l'Eurosystème, en particulier celles de la Banque centrale européenne (BCE). Une partie de ces réserves est en effet gérée de manière décentralisée par certaines banques centrales nationales, dont la Banque de France. Celle-ci intervient ainsi à la fois pour le compte de l'État français et pour celui de la BCE.

Au-delà de cette définition institutionnelle, les réserves de change remplissent plusieurs fonctions essentielles. Leur utilisation dépend notamment du régime de change en vigueur — flottant ou fixe — ainsi que de la situation macroéconomique du pays concerné.

De manière générale, elles constituent un instrument de politique économique permettant d'influencer le taux de change. En cas de dépréciation jugée excessive ou trop rapide de la monnaie nationale, les autorités peuvent intervenir en mobilisant leurs réserves : il s'agit alors de vendre des devises sur le marché afin de soutenir la monnaie domestique, contribuant ainsi à stabiliser son évolution.

Lucile Rives : Est-ce quelque chose que l'on peut faire dans la zone Euro ? Je pensais que les réserves de change servaient à soutenir les monnaies quand elles étaient attaquées sur le marché des changes. Mais en régime de change flottant, cela peut aussi avoir cette fonctionnalité ?

Sophie Pérez : Les interventions de l'Eurosystème demeurent relativement rares. On peut toutefois citer certaines interventions unilatérales menées au début des années 2000, ainsi que la dernière intervention concertée du G7 sur la devise japonaise en 2011.

Plus récemment, il y a une dizaine de jours [début mai 2026], la Banque du Japon est probablement intervenue sur le marché des changes afin de ramener le yen à un niveau jugé plus approprié.

Ces exemples illustrent l'une des fonctions des réserves de change, à savoir la capacité d'intervenir sur les marchés de devises. Une autre fonction consiste à faire face à un éventuel déficit de la balance des paiements. Enfin, dans des situations extrêmes, ces réserves peuvent également être mobilisées afin de fournir de la liquidité au marché.

Lucile Rives : Dans quels actifs ces réserves sont-elles investies ? S'agissant des devises, on peut supposer, compte tenu de l'existence de salles de marchés à New York et à Singapour, qu'une partie des réserves est libellée en devises nord-américaines — notamment en dollar américain et en dollar canadien — ainsi qu'en devises asiatiques.

Pouvez-vous, Sophie, nous apporter des précisions sur la répartition de ces réserves, tant en termes de devises que de titres dans lesquels elles sont investies ?

Sophie Pérez : Comme précisé dans le dernier [Rapport Annuel de la Banque de France relatif à l'exercice 2025](#), le montant des réserves s'élève à 30,5 milliards d'euros.

Un processus de diversification est engagé depuis de nombreuses années. À la fin de l'année 2025, près de 50% des réserves de change étaient ainsi investies en dollars américains. D'autres devises contribuent également à cette diversification, notamment le dollar australien, la livre sterling, le dollar canadien et le won coréen. D'autres monnaies, en part plus limitée, complètent cet ensemble et représentent environ 3% des réserves.

En ce qui concerne leur allocation, ces réserves sont investies sous différentes formes : comptes à vue, dépôts à terme, ainsi qu'en titres obligataires, qu'ils soient à revenu fixe ou indexés. Ces éléments concernent les réserves de change hors or.

S'agissant précisément de l'or, celui-ci occupe une place particulièrement importante à la Banque de France, qui figure parmi les principales banques centrales détentrices. Les réserves s'élèvent à 2 437 tonnes, conservées dans un site hautement sécurisé, « la Souterraine », situé sous le siège de l'institution.

Lucile Rives : Des critères sont-ils définis en amont pour l'investissement des réserves de change françaises ? On peut notamment penser à des exigences de liquidité, de sécurité et, dans une certaine mesure, de rendement.

Sophie Pérez : Ces réserves sont effectivement gérées dans un cadre structuré, reposant sur un comité dit « actif-passif ». Une gouvernance spécifique définit une organisation en trois compartiments.

Le premier correspond à une tranche de liquidité, destinée à être mobilisable immédiatement en cas de besoin, notamment pour des interventions rapides.

Le deuxième compartiment, souvent qualifié de tranche de fonds de roulement ou tranche patrimoniale, vise à couvrir les frais de fonctionnement de la Banque de France. Cet objectif s'inscrit dans une perspective de préservation de l'indépendance financière, essentielle pour l'institution.

Enfin, la troisième tranche correspond à une poche d'investissement. C'est dans ce cadre que sont recherchés des revenus complémentaires, notamment par le biais d'une diversification sur différents marchés.

Lucile Rives : La présence de trois implantations — et donc de trois salles des marchés — apparaît pleinement justifiée. Permet-elle d'ouvrir des opportunités d'investissement spécifiques ? Et surtout, comment s'organise la coordination entre ces différentes entités pour la gestion et le placement des réserves de change ?

Sophie Pérez : Comme évoqué précédemment, la gestion des réserves de change repose sur une gouvernance structurée. Un comité actif-passif en définit les grandes orientations, tandis que la direction des Marchés est chargée de leur mise en œuvre opérationnelle.

Cette mise en œuvre s'appuie sur les trois principales implantations : Paris, New York et Singapour, qui fonctionnent en étroite coordination. Les équipes de Singapour sont notamment en charge de portefeuilles libellés en devises asiatiques, tandis que celles de New York gèrent des portefeuilles en devises des continents américains.

S'agissant des activités de marché liées à la clientèle, réparties entre Paris et Singapour, une coordination étroite est également assurée. Une politique commerciale commune est définie pour l'ensemble des partenaires, en concertation entre ces deux sites. Cette ligne directrice est ensuite mise en œuvre de manière cohérente sur les deux plateformes.

Partie 4 : Une vision mondiale de l'évolution de la composition des réserves de change

Lucile Rives : Je vous propose de conclure sur un sujet d'actualité qui vous concerne tous et qui a été évoqué à plusieurs reprises au cours de cet échange : l'évolution de la composition des réserves de change à l'échelle mondiale. Si le dollar conserve une place centrale dans les réserves internationales, l'endettement des États-Unis, ainsi que les incertitudes liées à certaines décisions récentes de l'administration américaine, ravivent les interrogations quant à son statut d'actif de réserve. Il ne s'agit pas d'un débat nouveau, mais celui-ci connaît aujourd'hui un regain d'actualité. Dès lors, observe-t-on un recul du dollar dans les réserves de change mondiales et, le cas échéant, au profit de quelles devises ? François, je vous propose de commencer.

François Haas : La réponse brève à cette question est affirmative. Si l'on s'appuie sur les données publiées par le Fonds monétaire international, certes incomplètes, mais les plus fiables disponibles, le dollar représentait environ 70% des réserves de change au début des années 2000. À la fin de l'année dernière, cette part s'établissait autour de 57%, ce qui traduit une évolution significative.

Dans le même temps, l'euro représentait environ 20 % des réserves de change. Si l'on intègre l'or, la répartition globale est légèrement différente : le dollar représente alors près de 56%, l'or environ 19% — reflétant à la fois des achats soutenus et la hausse de son prix — et l'euro autour de 16%.

Ces chiffres témoignent d'un mouvement de diversification progressive hors du dollar sur le long terme, avec une accentuation de cette tendance au cours des dernières années, notamment au bénéfice de l'or. Les banques centrales ont en effet été, récemment, parmi les principaux acheteurs de ce métal.

La question demeure toutefois de savoir si cette évolution traduit une simple diversification ou une forme de défiance vis-à-vis du dollar. L'an dernier, certains observateurs évoquaient

un possible mouvement de « *sell America* », qui ne s'est pas véritablement matérialisé. On observe plutôt une diversification des portefeuilles et une gestion accrue des expositions au dollar, sans désengagement massif des actifs libellés dans cette devise.

Ce constat ne concerne d'ailleurs pas uniquement les banques centrales. Les performances des marchés boursiers américains, en particulier dans le secteur technologique, incitent encore largement les investisseurs à maintenir une exposition significative aux États-Unis.

Ainsi, la diversification à l'œuvre s'inscrit dans une dynamique de long terme et ne reflète pas, à ce stade, une défiance généralisée. Néanmoins, certains facteurs — fragmentation géopolitique, creusement des déséquilibres internationaux, interrogations sur la fiabilité des États-Unis comme partenaires commerciaux et politiques — pourraient, à terme, nourrir une forme de défiance et entraîner un recul plus marqué du dollar.

Reste alors la question centrale des alternatives. À ce jour, elles demeurent limitées. Le renminbi chinois, malgré son importance croissante, se heurte encore à des contraintes qui l'empêchent de s'imposer comme une véritable monnaie de réserve à grande échelle.

L'euro, en revanche, constitue une alternative potentielle. Cette perspective est étroitement liée aux enjeux de souveraineté et d'intégration européens. Des projets tels que l'Union des marchés de capitaux pourraient, à terme, renforcer le rôle international de la monnaie unique. Par ailleurs, la création d'un actif sans risque européen — actuellement au cœur des débats — représenterait un levier supplémentaire en ce sens.

Toutefois, ces évolutions relèvent du moyen terme. Si une alternative crédible au dollar devait émerger, elle s'inscrirait nécessairement dans la durée.

Sophie Pérez : Je partage pleinement l'analyse de François. S'agissant du rôle international de l'euro, on peut également mentionner l'initiative annoncée en février dernier par Christine Lagarde, visant à élargir un dispositif existant permettant à la Banque centrale européenne de fournir aux banques centrales hors Eurosysteme un accès à la liquidité en euros, quelles que soient les circonstances.

Dans un environnement marqué par une forte fragmentation, une incertitude élevée et une grande volatilité, la capacité à agir comme prêteur en dernier ressort pour les banques centrales constitue un atout majeur. Ce rôle contribue directement à renforcer la dimension internationale de l'euro.

Stéphane Latouche : Pour compléter les propos précédents, il apparaît clairement que, depuis quelques mois — et plus précisément depuis l'arrivée de la nouvelle administration américaine et les incertitudes qu'elle suscite, une prise de conscience s'est opérée, en particulier parmi les banques centrales asiatiques, quant à leur surexposition au dollar et aux actifs américains dans la gestion de leurs réserves.

La nécessité d'une diversification est désormais largement admise. La première réponse observée a été un recours accru à l'or, contribuant à la forte hausse de son prix. Dans un second temps, les gestionnaires de réserves ont clairement indiqué qu'il ne s'agissait pas de substituer intégralement les actifs américains, mais plutôt de diversifier les portefeuilles de manière progressive et équilibrée. Cette stratégie est aujourd'hui activement mise en œuvre par la plupart des banques centrales. Concrètement, cela se traduit par une recherche de nouvelles opportunités d'investissement lors du réemploi des capitaux arrivant à échéance.

S'agissant de la zone euro, un constat s'impose au fil des échanges avec les banques centrales : une relative méconnaissance des marchés européens. L'attention demeure en effet très largement concentrée sur les États-Unis, au détriment de l'Europe. Certaines perceptions peuvent s'avérer surprenantes ; il n'est pas rare, par exemple, d'entendre que les obligations assimilables du Trésor (OAT) seraient difficiles d'accès, ce qui ne correspond pas à la réalité.

Plus généralement, les banques centrales, en tant qu'investisseurs, continuent de privilégier trois critères essentiels : la liquidité, la sécurité et, de manière croissante, le rendement. Ce dernier élément gagne en importance dans un contexte où les titres du Trésor américain offrent des niveaux de rémunération relativement élevés. Dans cette perspective, les investisseurs recherchent prioritairement des actifs notés AAA, notamment des instruments supranationaux européens. Or, l'offre disponible dans ce segment demeure limitée au regard des volumes demandés. Il existe ainsi une demande récurrente en faveur d'un renforcement de l'offre d'actifs européens de haute qualité.

S'agissant du renminbi, les limites évoquées précédemment demeurent. La Chine poursuit une stratégie d'internationalisation de sa monnaie, portée notamment par des considérations géopolitiques. Toutefois, cette dynamique se heurte au maintien de contrôles de capitaux stricts. Ces derniers s'expliquent en partie par les caractéristiques de l'économie chinoise, marquée par un niveau d'épargne élevé et, simultanément, une offre d'actifs financiers domestiques insuffisante et faiblement rémunérée. Cette situation incite les investisseurs chinois à se tourner vers des placements étrangers, ce qui conduit les autorités à maintenir un contrôle étroit des flux de capitaux.

Dans ce contexte, la libéralisation du compte de capital demeure progressive, encadrée et limitée. L'investissement en renminbi peut ainsi présenter un intérêt, mais il soulève encore des interrogations, notamment en ce qui concerne la liquidité et la capacité de retrait en période de tension.

Enfin, il convient de ne pas sous-estimer la capacité d'adaptation des États-Unis face à ces dynamiques de diversification. L'un des axes de réponse actuellement mis en avant consiste à soutenir le développement des stablecoins adossés au dollar. Ces instruments reposent en effet sur des réserves constituées d'actifs souverains américains, en particulier de bons du Trésor à court terme. À titre d'illustration, les deux principaux émetteurs de stablecoins en dollars détiennent aujourd'hui entre 250 et 270 milliards de dollars de ces titres.

Dans un contexte où la réduction du déficit budgétaire n'est pas une priorité immédiate, la question du financement de la dette américaine et de l'élargissement de sa base d'investisseurs devient stratégique. Les stablecoins apparaissent, à cet égard, comme un levier potentiel de réponse.

Conclusion

Lucile Rives : Pour terminer sur une touche très personnelle, est-ce que vous avez appris des choses sur la France et sur l'Europe en étant aussi loin ?

Sophie Pérez : Je suis basée à Paris mais pour autant, je trouve qu'il est toujours très utile de se rappeler qu'un planisphère n'est pas obligatoirement centré sur l'Atlantique et l'Europe. Cela me rappelle l'un de mes premiers cours à Sciences Po, où le professeur nous a projeté une hémisphère centrée Pacifique-Asie, ce qui change totalement la perspective.

Stéphane Latouche : Vue d'Asie, l'Europe apparaît d'abord comme un ensemble géographiquement éloigné. La région asiatique se perçoit elle-même comme particulièrement dynamique et innovante. Dans ce contexte, l'Europe est souvent associée à une forme de stabilité - une qualité largement reconnue, même si cette image tend à s'éroder quelque peu ces derniers temps.

Plusieurs facteurs expliquent cette évolution : la complexité de son organisation politique, parfois difficile à appréhender de l'extérieur, ainsi qu'un ralentissement économique perceptible. Il en résulte une forme de paradoxe. D'un côté, on observe depuis l'Asie une réelle volonté de diversification, de rééquilibrage des investissements et de développement de nouveaux partenariats. De l'autre, les États-Unis continuent d'offrir des opportunités d'investissement jugées plus attractives et conservent, à ce titre, des avantages significatifs.

Il existe néanmoins un intérêt renouvelé pour l'Europe, et l'enjeu sera de savoir si celle-ci saura y répondre de manière rapide et adaptée.

François Haas : Je souscris complètement à ce que Stéphane vient de dire. Des États-Unis, l'Europe est loin. Quand on parle d'Europe, beaucoup de gens pensent d'abord à la Grande-Bretagne. En même temps, en effet, il y a une attente renouvelée. Nous pouvons remercier le président Trump pour cela. Et il y a un espoir, une demande d'Europe. À voir si cet espoir sera satisfait.

Lucile Rives : Merci beaucoup à tous les trois d'être venus dans Dialogue &co.