

Les conséquences des déséquilibres mondiaux

De nouvelles données pour mieux évaluer le patrimoine extérieur des pays

Philip R. Lane et Gian Maria Milesi-Ferretti

Chaîne de montage de voitures américaines en Chine.

LES DÉSÉQUILIBRES extérieurs et la mondialisation financière sont depuis quelques années au centre des préoccupations de la politique économique internationale. Certains observateurs influents, comme Alan Greenspan, ancien président de la Réserve fédérale, et son successeur Ben Bernanke, ont même soutenu que la rapide intégration du système financier international pendant la dernière décennie a joué un grand rôle dans la persistance de ces déséquilibres en facilitant leur financement. De plus, les économies de marché émergentes, jusque-là destinataires des flux de capitaux internationaux, sont devenues une source

abondante de flux nets de capitaux étrangers et, surtout, elles ont joué ensemble un rôle important en finançant le déficit de plus en plus considérable des transactions courantes des États-Unis.

Faut-il donc s'inquiéter du fait que la mondialisation financière, en modifiant la structure des déséquilibres, a instauré dans l'économie mondiale un régime nouveau mais susceptible de durer? Le système est-il vraiment instable, ou les craintes que ces déséquilibres inspirent aux analystes sont-elles injustifiées? La réponse à ces questions nécessite une étude sérieuse. Il faut trouver le moyen de mesurer l'intégration financière internationale, distinguer les pays qui sont créanciers nets et débiteurs nets et évaluer l'ampleur de l'accumulation d'avoirs extérieurs.

En fait, il n'est pas si facile de dénicher ces informations. Par exemple, malgré les progrès remarquables accomplis ces dernières années, les données relatives aux avoirs et engagements extérieurs (ce que l'on appelle position extérieure globale dans la balance des paiements) présentent des lacunes graves, surtout si l'on remonte au-delà des dernières années. Cela signifie que, pour beaucoup de pays, nous ne connaissons ni leur patrimoine extérieur, ni l'ampleur et la composition de leur portefeuille extérieur, ce qui empêche toute analyse vraiment globale.

Nous avons essayé de remédier à ce problème en construisant un ensemble de données comprenant des estimations des avoirs et engagements extérieurs pour plus de 140 pays pendant la période 1970–2004. Bien que l'erreur de mesure risque d'être sensible dans le cas de certains pays pour lesquels on ne dispose guère de données sur les flux de capitaux et les portefeuilles transfrontaliers, le nombre de pays couverts offre une perspective globale utile sur la répartition internationale et l'évolution des avoirs extérieurs et permet d'analyser la viabilité des déséquilibres mondiaux sous l'angle de la politique économique.

Connaître les facteurs de vulnérabilité

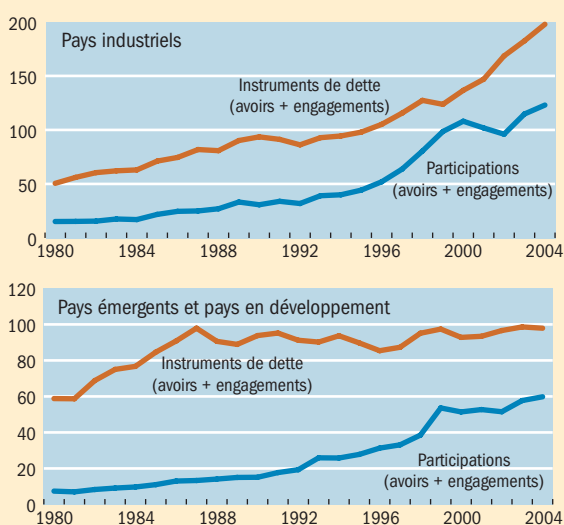
Pourquoi les informations sur la position extérieure nette, l'ampleur et la composition des portefeuilles extérieurs sont-elles si importantes? De toute évidence, l'évaluation de la viabilité extérieure nécessite de connaître l'exposition financière du pays au reste du monde, et les informations sur l'ampleur et la

Graphique 1

Les liens internationaux se renforcent

L'intégration financière internationale avance, surtout entre les pays industriels.

(somme des avoirs et engagements extérieurs en % du PIB total du groupe)



Source : Lane and Milesi-Ferretti (2006).

composition des portefeuilles internationaux sont essentielles pour comprendre l'interdépendance des pays et leur vulnérabilité financière.

Par exemple, une économie de marché émergente confrontée à un brusque ralentissement des entrées de capitaux sera plus vulnérable à une crise si elle a contracté des dettes importantes en monnaies étrangères — étant donné que le coût du service en monnaie locale augmente avec la dépréciation — que si elle a recouru davantage à l'investissement direct étranger (IDE), dont le rendement dépend du comportement de l'économie nationale.

De même, l'internationalisation des portefeuilles signifie que les chocs subis par un pays sont immédiatement transmis aux détenteurs étrangers d'instruments financiers émis par ce pays. Certes, ces relations d'interdépendance financière sont la preuve que le partage international des risques se généralise, comme cela est souhaitable, mais elles impliquent aussi que les événements internationaux auront des répercussions plus fortes sur le plan national et que les chocs violents sont plus susceptibles d'avoir des conséquences systémiques, ce qui nécessite une surveillance plus attentive de la part des autorités de réglementation et des décideurs.

Trois grandes tendances

Pour notre recherche, décrite de façon plus détaillée dans Lane et Milesi-Ferretti (2006), nous avons divisé les données sur les avoirs et les engagements en quatre grandes catégories : investissements de portefeuille en actions, IDE, réserves de change et dettes (y compris les titres de dette en portefeuille et les autres instruments, notamment les prêts, les dépôts et les crédits commerciaux). La position extérieure nette, donnée par la différence entre le total des avoirs extérieurs et celui des engagements extérieurs, mesure la position créditrice ou débitrice nette du pays vis-à-vis du reste du monde. La synthèse de ces données fait apparaître quelques grandes tendances.

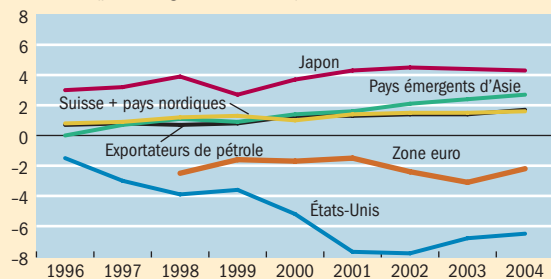
Premièrement, *l'intégration financière internationale a beaucoup progressé, surtout entre les économies avancées*. Certes, la tendance à l'internationalisation du négoce des avoirs est apparue au début des années 70, mais elle s'est accélérée depuis le milieu des années 90 (graphique 1). Dans les pays avancés, la détention d'avoirs transfrontaliers a fortement augmenté, qu'il

Graphique 2

L'évolution des déséquilibres

La position extérieure nette des États-Unis s'est fortement détériorée entre 1999 et 2001, mais elle s'est stabilisée par la suite malgré des déficits records du compte courant.

Positions extérieures nettes des principaux pays et régions créanciers et débiteurs (pourcentage du PIB mondial)



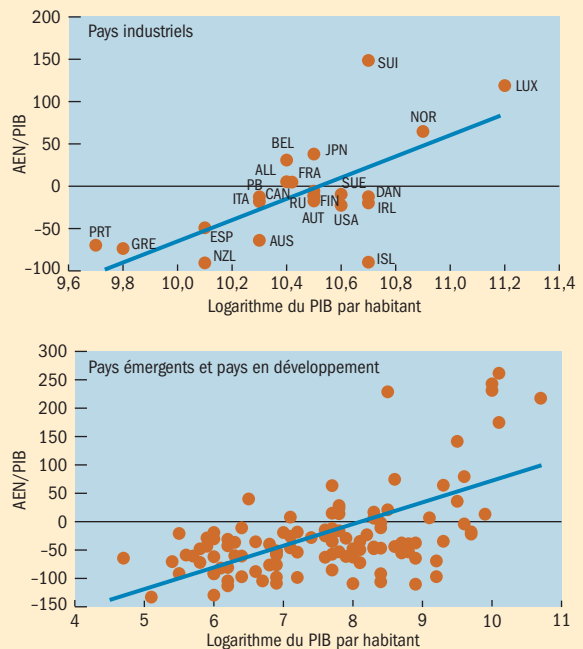
Source : Lane and Milesi-Ferretti (2006).

Graphique 3

Riches et pauvres

Les pays riches ont plus de chances d'être créanciers que les pays pauvres.

Avoirs extérieurs nets (AEN) et PIB par habitant, 2004



Source : Lane and Milesi-Ferretti (2006).

Note : AUS = Australie, AUT = Autriche, BEL = Belgique, CAN = Canada, DAN = Danemark, FIN = Finlande, FRA = France, ALL = Allemagne, GRE = Grèce, ISL = Islande, IRL = Irlande, ITA = Italie, JPN = Japon, LUX = Luxembourg, PB = Pays-Bas, NOR = Norvège, NZL = Nouvelle-Zélande, PRT = Portugal, ESP = Espagne, SUE = Suède, SUI = Suisse, RU = Royaume-Uni, USA = États-Unis.

s'agisse d'instruments de dette ou de participations (ces dernières comprenant l'IDE et les investissements de portefeuille). Dans les pays émergents et les économies en développement, on a aussi constaté un net accroissement des portefeuilles d'actions transfrontaliers, mais l'encours total des instruments de dette (avoirs, y compris les réserves officielles, et engagements) est resté relativement stable depuis le milieu des années 80. De toute évidence, des facteurs comme l'intensification des liens commerciaux, l'allègement du contrôle des capitaux, l'approfondissement des marchés financiers nationaux, les progrès des télécommunications et l'amélioration de l'accès à l'information jouent un rôle déterminant dans l'accélération de l'intégration financière internationale.

Deuxièmement, *les déséquilibres mondiaux se sont beaucoup amplifiés* ces dernières années, du fait que les économies émergentes d'Asie et les pays producteurs de pétrole sont devenus créanciers et que la position extérieure nette des États-Unis s'est dégradée (graphique 2). Toutefois, malgré l'énorme déficit des paiements courants, cette position est restée étonnamment stable depuis trois ans, énigme que nous aborderons plus loin. Quels pays sont les plus gros créanciers et les plus gros débiteurs en proportion de leur PIB? Bien que les pays riches soient en principe créanciers, la corrélation n'est pas évidente (graphique 3). En fait, à côté du niveau de développement, plusieurs autres facteurs — la démographie, l'ampleur de la

dette publique et les ressources naturelles — peuvent influencer la position extérieure.

Troisièmement, comme les avoirs et engagements extérieurs dépassent souvent aujourd'hui 100 % du PIB, **les différences de taux de rendement entre avoirs et engagements provoquent des mouvements de ressources entre pays** beaucoup plus importants qu'à l'époque où l'intégration financière internationale était moins poussée. Par exemple, si les avoirs et engagements extérieurs représentent 100 % du PIB, un écart de rendement de 2 points entre avoirs et engagements a le même effet sur la position extérieure du pays qu'un excédent ou un déficit commercial de 2 % du PIB. Ces différences de rendement peuvent être dues à plusieurs raisons, notamment la monnaie de libellé et la structure du portefeuille (par exemple, les portefeuilles d'actions assurent généralement un rendement à moyen terme plus élevé que les instruments de dette). Plus généralement, les portefeuilles «risqués» ont en moyenne un rendement plus élevé que les investissements prudents.

Les États-Unis en profitent, mais pour combien de temps?

Examinons le cas des États-Unis. En moyenne, les investisseurs américains ont obtenu un rendement plus élevé sur leurs avoirs que sur leurs engagements, surtout pendant la période 2002–04 (graphique 4). Ces taux de rendement comprennent les revenus des investissements, comme les dividendes ou les paiements d'intérêts sur les titres de dette, qui sont comptabilisés dans le compte courant, et les gains et pertes en capital dus aux fluctuations de la valeur des avoirs et des engagements. Ces effets de valorisation, déclenchés par les mouvements des cours des actions, des taux d'intérêt ou des taux de change, ne sont pas comptabilisés dans le compte courant. Ils peuvent donc provoquer des changements dans la position extérieure nette même si les emprunts nets du pays à l'étranger sont nuls.

Pour comprendre ces différences, il faut étudier de plus près la structure du portefeuille d'avoirs et d'engagements des États-Unis. À la fin de 2004, les investissements de portefeuille et l'IDE constituaient l'essentiel des avoirs extérieurs américains, alors que la plupart des engagements consistaient en instruments de dette (graphique 5). Il ne faut donc pas s'étonner que, vu le rôle essentiel du dollar comme monnaie de réserve

mondiale et l'importance du marché obligataire américain, les instruments de dette représentent une part importante (et croissante) des engagements des États-Unis. Le poids dominant des actions dans le portefeuille d'avoirs des États-Unis et celui des instruments de dette dans leur portefeuille d'engagements permettent d'expliquer l'écart positif de rendement entre ces deux catégories de titres.

En 2002–04, toutefois, les mouvements des taux de change et des prix des actifs ont aussi joué un rôle déterminant dans l'écart de rendement. Si les engagements des États-Unis étaient presque entièrement libellés en dollars EU, une proportion notable des avoirs (IDE, investissements de portefeuille, une partie des titres de dette et réserves de change) était libellée en monnaie étrangère, détenue surtout en Europe et dans d'autres économies avancées. Le net affaiblissement du dollar face aux monnaies de ces pays en 2002–04 a fait monter le rendement des avoirs extérieurs des États-Unis par l'effet de valorisation, évolution accentuée par les mouvements des cours, qui ont augmenté plus nettement à l'étranger qu'aux États-Unis (toutefois, les faits montrent aussi qu'en moyenne les investisseurs américains obtiennent des rendements supérieurs dans chaque catégorie d'avoirs, particulièrement pour l'IDE).

On peut maintenant comprendre pourquoi la position extérieure des États-Unis ne s'est pas notablement dégradée en 2002–04 malgré des emprunts extérieurs massifs. Dans une perspective de «zone dollar», les mouvements des taux de change et des prix des actifs ont accru la valeur des avoirs détenus à l'étranger par les Américains, tandis que, d'un point de vue «européen», l'affaiblissement du dollar a fait subir de lourdes pertes en capital aux détenteurs d'instruments de dette libellés en dollars.

Naturellement, le lecteur va penser qu'en raison de la remontée du dollar en 2005 les États-Unis vont subir une perte en capital due aux effets de change. C'est aller un peu vite. D'après les données, certes incomplètes, dont nous disposons, cette perte a été plus que compensée par une hausse des marchés d'actions dans le reste du monde (Europe, Japon et pays émergents d'Asie) plus forte qu'aux États-Unis. L'année 2005 a donc été la quatrième année consécutive de solides gains extérieurs nets en capital pour l'économie américaine. Ainsi, en 2005, le Morgan Stanley Capital International Index des marchés boursiers mondiaux (hors États-Unis) a progressé de 12 % en termes de dollars, contre une hausse de 4 % pour l'indice S&P 500.

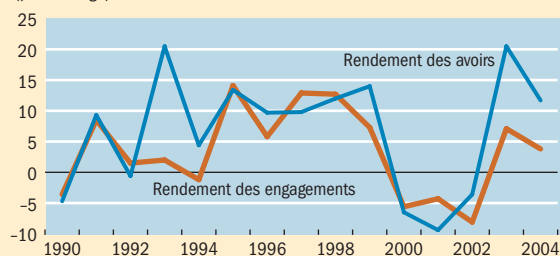
Combien de temps cet écart important entre les rendements des avoirs et des engagements des États-Unis pourra-t-il durer et permettre à ce pays d'enregistrer d'énormes déficits commerciaux sans subir une grave dégradation de sa position extérieure? Même si un écart positif de rendement peut persister et jouer un rôle croissant tant que l'intégration financière s'intensifiera, la simple logique montre que l'on ne peut pas soutenir pendant une période prolongée des écarts de rendement de l'ampleur constatée ces trois ou quatre dernières années — cela nécessiterait vraisemblablement une dépréciation continue du dollar, qui finirait par être intégrée dans les anticipations d'inflation et les écarts de taux d'intérêt. Une hausse des taux d'intérêt combinée à une chute mondiale des valeurs boursières pourrait alors inverser l'écart de rendement et déclencher une forte dégradation de la position extérieure des États-Unis. En résumé, il faudra bien procéder un jour à une correction substantielle du déficit commercial des États-Unis pour éliminer les déséquilibres extérieurs.

Graphique 4

De meilleurs rendements

Les investisseurs américains ont obtenu de meilleurs rendements sur leurs avoirs extérieurs que les étrangers sur leurs investissements aux États-Unis.

États-Unis : taux de rendement réel sur les avoirs et engagements extérieurs (pourcentage)



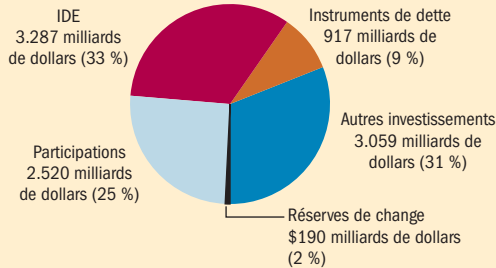
Source : Lane and Milesi-Ferretti (2005b).

Graphique 5

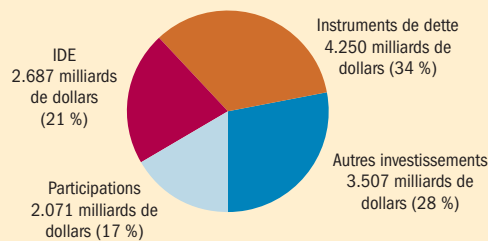
Ventilation des investissements

Les investisseurs américains ont privilégié les investissements directs étrangers (IDE) et les participations alors que les étrangers ont préféré les titres de dette américains.

Composition des avoirs extérieurs des États-Unis, 2004



Composition des engagements extérieurs des États-Unis, 2004



Sources : Bureau de l'analyse économique des États-Unis; Lane and Milesi-Ferretti (2006).

Les chances et les risques pour les marchés émergents

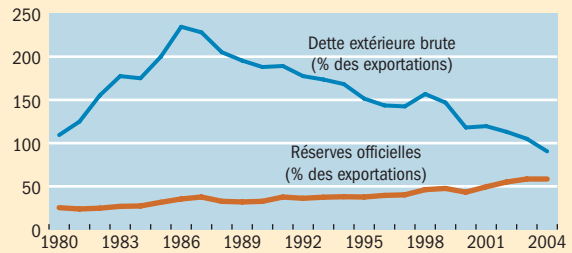
Comme on le sait, les mêmes «effets de valorisation» qui permettent aux États-Unis de stabiliser leur position extérieure ont, dans le passé, causé des ravages dans les soldes extérieurs des économies de marché émergentes. En fait, une dépréciation surprise de la monnaie exerce des effets contradictoires sur ces économies — leur solde commercial finit par se redresser, mais la position de leurs avoirs extérieurs nets risque de se dégrader s'ils sont débiteurs nets sur les instruments en monnaie étrangère. Ce conflit entre les effets du commerce et ceux de la valorisation explique en partie pourquoi les économies de marché émergentes s'inquiètent de la volatilité des taux de change et pourquoi il est si difficile de choisir la bonne politique de change, surtout en temps de crise. Il rappelle aussi qu'il est essentiel de mettre en place un marché de la dette en monnaie locale, d'accroître le rôle de l'IDE et des entrées d'investissements de portefeuille pour partager plus efficacement les risques, et aussi d'utiliser d'autres types d'instruments financiers comme les obligations indexées sur le PIB, dont le rendement est lié aux résultats de l'économie nationale.

On peut considérer la forte augmentation des portefeuilles d'actions et des investissements directs transfrontaliers et la nouvelle structure des emprunts et prêts internationaux comme des facteurs susceptibles de diminuer la vulnérabilité des marchés émergents aux chocs exogènes. Les engagements sous forme de titres de participation (y compris l'IDE) représentent aujourd'hui presque la moitié des engagements extérieurs dans l'ensemble des économies émergentes et des pays en développement. En outre, plusieurs économies émergentes ont diminué énormément leurs engagements extérieurs et sont même devenues créditrices nettes en obtenant un excédent

Graphique 6

Des réserves plus confortables

Les pays émergents et les pays en développement se sont peu à peu dotés de confortables réserves officielles tout en réduisant leur endettement extérieur.



Source : Lane and Milesi-Ferretti (2006).

significatif de leurs transactions courantes et en accumulant des réserves (graphique 6), ce qui réduit les risques de crise financière. D'autres, comme la plupart des pays d'Europe centrale et orientale, ont rapidement contracté d'importants engagements extérieurs nets, mais en recourant beaucoup au financement par actions, ce qui améliore le partage des risques en liant plus étroitement le rendement des engagements extérieurs aux résultats de l'économie nationale.

Dans le même temps, l'intensification de l'intégration financière internationale accroît automatiquement l'exposition aux chocs financiers exogènes, ce qui signifie qu'il faudra surveiller de près les points faibles des bilans, surtout dans les pays en développement dont les systèmes financiers sont relativement peu perfectionnés. ■

Philip R. Lane est professeur de macroéconomie internationale et Directeur de l'Institute for International Integration Studies au Trinity College de Dublin. Gian Maria Milesi-Ferretti est Chef de division au Département des études du FMI.

Bibliographie :

- Borensztein, Eduardo, and Paolo Mauro, 2002, "Reviving the Case for GDP-Indexed Bonds," IMF Policy Discussion Paper 02/10 (Washington: International Monetary Fund).
- Gourinchas, Pierre-Olivier, and Hélène Rey, 2005, "International Financial Adjustment," NBER Working Paper 11155 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Fonds monétaire international, 2005, «Mondialisation et déséquilibres extérieurs», Perspectives de l'économie mondiale, chapitre III, avril (Washington).
- Lane, Philip R., and Gian Maria Milesi-Ferretti, 2001, "The External Wealth of Nations: Measures of Foreign Assets and Liabilities for Industrial and Developing Countries," Journal of International Economics, Vol. 55, p. 263-94.
- , 2005a, "Financial Globalization and Exchange Rates," IMF Working Paper 05/03 (Washington: International Monetary Fund).
- , 2005b, "A Global Perspective on External Positions," IMF Working Paper 05/161 (Washington: International Monetary Fund).
- , 2006, "The External Wealth of Nations Mark II: Revised and Extended Estimates of Foreign Assets and Liabilities," IMF Working Paper, à paraître (Washington: International Monetary Fund).
- Tille, Cédric, 2003, "The Impact of Exchange Rate Movements on U.S. Foreign Debt," Current Issues in Economics and Finance, Vol. 9, No. 1 (New York: Federal Reserve Bank of New York).