

# Revers de fortune

Gian Maria Milesi-Ferretti

**L**A CRISE financière actuelle a un impact spectaculaire sur les cours des actifs et les taux de change dans le monde entier. Les bourses ont perdu au moins 40 % de leur valeur. Les marges de taux d'intérêt sur les obligations souveraines et sur celles des entreprises ont beaucoup augmenté. Les taux de change sont très instables : si le yen s'est vivement apprécié, les monnaies de la plupart des pays émergents et de certaines économies avancées (le Royaume-Uni, par exemple) ont accusé de fortes baisses. Outre leurs répercussions sur l'activité macroéconomique, ces facteurs influent sensiblement sur les avoirs et les engagements des principaux pays créanciers ou débiteurs.

Prenons l'exemple des États-Unis, premier emprunteur mondial. Comment la crise a-t-elle modifié la position de ce pays vis-à-vis du reste du monde? Selon de premières estimations, la dégradation de sa position extérieure nette en 2008 (la différence entre les créances financières du reste du monde sur ce pays et celles de ses résidents sur le reste du monde) a été la plus forte jamais observée : plus de 2.000 milliards de dollars, et ce malgré la baisse sensible de la valeur boursière de son patrimoine. Cette baisse a fait subir des pertes aux détenteurs étrangers d'actifs des États-Unis et largement excédé les emprunts nets de ce pays (son déficit courant), qui n'ont atteint que quelque 650 milliards de dollars. De même, les variations des cours des actifs et des taux de change ont fortement modifié la position extérieure nette des pays (Chine, Japon et exportateurs de pétrole, notamment) dont les excédents courants avaient été élevés en 2008.

Nous étudions dans le présent article comment la crise se répercute sur la position extérieure nette des pays prêteurs ou emprunteurs, ainsi que les conséquences probables de ces évolutions. Nous expliquons d'abord comment les économistes évaluent cette position, examinons en détail celle des États-Unis et des pays

créanciers et concluons par quelques réflexions sur la façon dont ces événements pourraient directement ou indirectement influencer sur la résolution des déséquilibres mondiaux.

## Comment évaluer les positions extérieures nettes

Il est facile d'expliquer le malaise que suscitent des déséquilibres mondiaux persistants, c'est-à-dire les déficits courants élevés, et les emprunts extérieurs qu'ils engendrent, de pays comme les États-Unis et les excédents courants massifs de pays comme la Chine ou les grands exportateurs de pétrole et les prêts extérieurs qu'ils consentent. Prenons un pays déficitaire qui finit par accumuler d'importants engagements extérieurs dont il doit assurer le service (par un excédent commercial). Sa capacité à attirer des capitaux étrangers peut aussi décliner à mesure que sa position extérieure se dégrade, ce qui provoque une dépréciation du taux de change et alourdit le coût de l'emprunt extérieur.

Les risques inhérents à des engagements extérieurs élevés sont, à l'évidence, fonction du contexte mondial. Les investissements étrangers augmentent d'autant plus que l'intégration financière internationale se développe, facilitant ainsi l'emprunt mondial. Quand survient une crise financière, les risques découlant d'un recours massif à l'emprunt extérieur peuvent s'accroître de façon spectaculaire (voir les expériences de la Hongrie et de la Lettonie).

Pour mesurer la position extérieure nette d'un pays, les économistes recherchent en général ce que l'on appelle la position extérieure globale nette (PEGN), soit la différence entre les créances financières du reste du monde sur ses résidents et les créances financières de ses résidents sur le reste du monde. Deux facteurs peuvent influencer sur la PEGN : les prêts ou les emprunts extérieurs nets (qui reflètent les excédents ou les déficits courants) et les variations de la valeur des avoirs et des engagements du pays imputables aux fluctuations

Frappés par la crise financière, prêteurs et emprunteurs mondiaux assistent à des variations spectaculaires de leurs comptes extérieurs

des taux de change et des cours des actifs. Par exemple, la PEGN de la Chine s'améliore si ce pays détient beaucoup de bons du Trésor des États-Unis et que leur valeur augmente par suite d'une baisse des taux d'intérêt américains, mais se dégrade si une appréciation du renminbi par rapport au dollar réduit la valeur en renminbi des avoirs de la Chine libellés en dollars. La PEGN n'est pas un indicateur du patrimoine global d'un pays : par exemple, si la productivité des entreprises d'un pays augmente, la valeur de marché de ces entreprises s'accroît, de même que le patrimoine du pays. Cependant, si des étrangers possèdent une fraction du capital de ces entreprises, la PEGN du pays peut se dégrader, car certaines des plus-values reviennent au reste du monde.

### Évolution aux États-Unis

Pourquoi alors la PEGN des États-Unis s'est-elle autant dégradée? Quelles seront les conséquences de cette dégradation?

Pour comprendre cette dégradation, il est utile de rappeler qu'à la fin de 2007, la position des États-Unis était négative à hauteur de 2.200 milliards de dollars (voir graphique 1). Les avoirs extérieurs se composaient surtout d'investissements de portefeuille sous forme de participations et d'investissements directs étrangers (IDE) et les engagements extérieurs, de titres de créance (bons du Trésor ou obligations de sociétés). La position nette de la participation (différence entre la somme des avoirs et des engagements au titre des investissements de portefeuille sous forme de participations et des IDE) était positive (environ 3.000 milliards de dollars) et la position nette de la dette négative (plus de 5.000 milliards). Les avoirs extérieurs étaient pour l'essentiel libellés en devises et les engagements presque exclusivement en dollars.

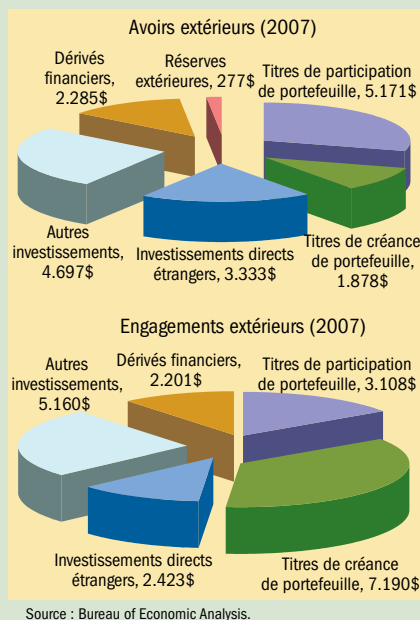
Après avoir réalisé de fortes plus-values des années durant, les bourses se sont effondrées en 2008, ravagées par la crise financière. Les résidents des États-Unis ont subi de fortes moins-values nettes, ce pays étant pour l'essentiel «long» en titres participatifs vis-à-vis du reste du monde. Ces pertes ont en outre été aggravées par le fait que les bourses des autres pays ont davantage baissé, sous l'effet par ailleurs d'une certaine appréciation du dollar. Au total, une dégradation de quelque 1.300 milliards de dollars de la position des investissements de portefeuille

Graphique 1

### États-Unis : position nette négative

À la fin de 2007, la position nette des participations était positive (3.000 milliards de dollars), mais celle de la dette était négative (5.000 milliards de dollars).

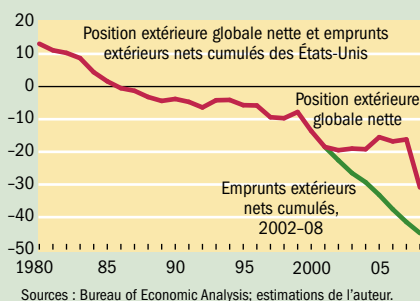
(milliards de dollars)



Graphique 2

### Inversion de tendance

Aux États-Unis, les plus-values nettes de la période 2002–07 se sont inversées en 2008. (en pourcentage du PIB)



sous forme de participations est sans doute imputable au recul des cours des actions. De surcroît, l'appréciation du dollar a réduit la valeur des IDE en cette monnaie, amplifiant encore la dégradation de la position nette des participations des États-Unis.

Bien que la crise mondiale ait débuté dans un segment du marché américain des créances et ait fait varier considérablement les cours des obligations, l'impact net de ces variations sur la position de la dette des États-Unis sera sans doute modeste. À la fin de 2007, les étrangers détenaient beaucoup de bons et d'obligations garanties ou non du Trésor et d'obligations de sociétés (respectivement, 2.400, 1.600 et 2.800 milliards de dollars). La valeur des obligations garanties ou non du Trésor a augmenté à mesure que les taux d'intérêt baissaient, alors que celle des obligations de sociétés (dont les titres à garantie hypothécaire émis par le secteur privé) a diminué. Les moins-values nettes sur obligations de sociétés ont sans doute dépassé les plus-values sur obligations garanties ou non du Trésor.

Parallèlement, les avoirs des résidents en obligations émises à l'étranger ont subi des moins-values à cause de la baisse des cours des obligations libellées en dollars sur les marchés émergents, des obligations de sociétés en Europe et des titres garantis par des actifs (obligations émises aux Îles Cayman, garanties par des hypothèques aux États-Unis et achetées par des résidents américains) et de l'effet de l'appréciation du dollar sur la valeur des obligations en monnaie étrangère détenues aux États-Unis. Les moins-values nettes réalisées par les résidents américains sur ces titres de créance pourraient dépasser celles réalisées par les résidents étrangers sur les obligations des États-Unis.

Au total, la moins-value nette du portefeuille extérieur des États-Unis devrait être de l'ordre de 1.500 milliards de dollars, voire plus forte si les IDE étaient estimés à leur valeur boursière. Ce chiffre très élevé illustre une fois encore comment, dans un monde caractérisé par des avoirs transfrontaliers en instruments financiers considérables, les variations de la valeur de ces instruments peuvent étouffer l'impact des prêts ou des emprunts nets. Il fait aussi ressortir le danger d'extrapoler des rendements trop optimistes comme solution de rechange pour ajuster les

soldes courants : comme le montre le graphique 2, les États-Unis ont réalisé, entre 2002 et 2007, de fortes plus-values nettes qui leur ont assuré une PEGN stable malgré un recours massif à l'emprunt extérieur. Ces plus-values tiennent aux rendements très élevés des avoirs en titres participatifs étrangers des investisseurs américains, dont la valeur a augmenté beaucoup plus rapidement que celle des avoirs en titres participatifs américains des investisseurs étrangers et à la dépréciation sensible du dollar, qui a accru la valeur des avoirs en devises des Américains. Ces deux tendances se sont inversées en 2008.

### Évolution dans les pays créanciers

Quels sont les pays qui ont réalisé les plus-values nettes correspondantes en 2008? Et de façon plus générale, quel a été l'impact des variations spectaculaires des taux de change et des cours des actifs sur les avoirs et les engagements mondiaux? Il convient d'abord de souligner que la baisse mondiale des cours en bourse a réduit sensiblement la valeur boursière du patrimoine financier dans presque tous les pays, le recul de l'immobilier résidentiel et commercial ayant en outre aggravé ce choc dans certains d'entre eux. Les pays où les avoirs des étrangers en actions locales dépassent fortement ceux de leurs résidents en actions étrangères (la plupart des pays émergents et la zone euro) ont réalisé des plus-values nettes sur leur position extérieure, encore que leur patrimoine global ait diminué. D'après nos premières estimations, l'amélioration de la position extérieure nette due aux cours des titres participatifs pourrait être pour la zone euro et pour plusieurs grands pays émergents (Brésil, Chine, Corée, Inde et Russie, notamment) de l'ordre de 1.000 et de 200 milliards de dollars, respectivement.

De façon plus générale, comment les variations des cours des actifs et des taux de change modifient-elles la position extérieure des grands créanciers : Chine, Japon et exportateurs de pétrole? Si ces économies ont enregistré en 2008 des excédents courants élevés qui, toutes choses égales par ailleurs, ont encore renforcé leur PEGN, ces variations ont aussi joué un rôle important. Plus précisément :

- En termes de valeur boursière, la Chine a sans doute réalisé sur ses obligations garanties ou non du Trésor des États-Unis, dont la valeur a augmenté à cause de la baisse des taux d'intérêt dans ce dernier pays, de fortes plus-values qu'il convient d'ajouter à celles (voir supra) sur la position nette des investissements de portefeuille sous forme de participations (les étrangers possèdent davantage d'actions de sociétés chinoises, certificats américains d'actions étrangères inclus, que les résidents chinois possèdent d'actions étrangères). L'appréciation du renminbi, par rapport au dollar notamment, a par ailleurs accru la valeur en dollar des IDE en Chine. En définitive, il est probable que les plus-values nettes ont été positives et que la valeur boursière de la PEGN de la Chine a plus progressé que ne le laisse penser l'excédent courant.

- Malgré son excédent courant, le Japon a sans doute subi des moins-values nettes sur sa PEGN, à cause essentiellement de l'appréciation spectaculaire du yen en 2008 (plus de 30 % en termes effectifs nominaux). Les avoirs extérieurs du Japon étant surtout libellés en devises et ses engagements en yen, la valeur en yen des avoirs a diminué par rapport aux engagements.

- Calculer l'impact des variations des cours des actifs sur la valeur des avoirs extérieurs des pays exportateurs de pétrole est un véritable travail de Romain, faute d'informations sur le niveau et la structure de ces avoirs. Cette valeur a sans doute reculé du fait de la baisse mondiale des cours des actions, mais il est difficile de mesurer ce recul avec précision (pour une estimation des pertes subies par les fonds souverains des pays du Gulf Cooperation Council, voir Setser and Ziemba, 2009).

### Impact sur les déséquilibres mondiaux

Comment relier ces faits et, de façon plus générale, l'actuelle crise économique et financière, à la perspective d'une résolution des déséquilibres mondiaux? S'il est difficile de répondre à cette question en quelques paragraphes, nous avançons ci-après plusieurs pistes de réflexion :

- L'ajustement extérieur a été engagé, en partie du moins, avant la crise : abstraction faite des importations de pétrole touchées par les cours sans précédent de l'énergie, le déficit courant des États-Unis régresse depuis la fin de 2005 grâce, entre autres, à l'affaiblissement sensible du dollar depuis son niveau record de 2002.

- Le rôle d'amortisseur joué par les titres participatifs ayant beaucoup diminué, la position très négative de la dette des États-Unis apparaît désormais plus vulnérable, aussi est-il important de continuer de réduire le déficit courant.

- Les *Perspectives de l'économie mondiale du FMI* semblent indiquer que cette réduction aura lieu grâce notamment à la baisse spectaculaire des cours du pétrole (elle pourrait y contribuer à hauteur d'au moins 150 milliards de dollars en 2009) et au très fort recul de la demande aux États-Unis.

- De façon plus générale, le volume des échanges internationaux est en chute libre à cause de la baisse sensible de la production et de la demande mondiales. Dans chaque pays, la balance commerciale et le solde courant évolueront en fonction de la gravité et de la durée de la crise par comparaison avec les partenaires commerciaux, facteurs sur lesquels pèsent à l'évidence de grandes incertitudes.

Pour ce qui est des principaux créanciers :

- Dans les pays exportateurs de pétrole, l'effondrement des recettes pétrolières amplifie la dévalorisation des avoirs extérieurs; en fait, leur excédent courant de 2008 (600 milliards de dollars) pourrait disparaître en 2009.

- Au Japon, la baisse des cours des produits de base tendrait à amortir le repli de l'excédent courant, tiré par la forte appréciation du yen et le recul de la demande extérieure.

- En Chine, dont les comptes extérieurs profiteront du recul des cours des produits de base, il serait vital de stimuler fortement la demande intérieure pour contrer le risque d'un grave ralentissement et faciliter le rééquilibrage extérieur. ■

*Gian Maria Milesi-Ferretti est Sous-Directeur du Département des études du FMI.*

#### Bibliographie :

Setser, Brad, and Rachel Ziemba, 2009, "GCC Sovereign Wealth Funds: Reversals of Fortune", Council on Foreign Relations Working Paper (Washington); voir [www.cfr.org/content/publications/attachments/CGS\\_WorkingPaper\\_5.pdf](http://www.cfr.org/content/publications/attachments/CGS_WorkingPaper_5.pdf).