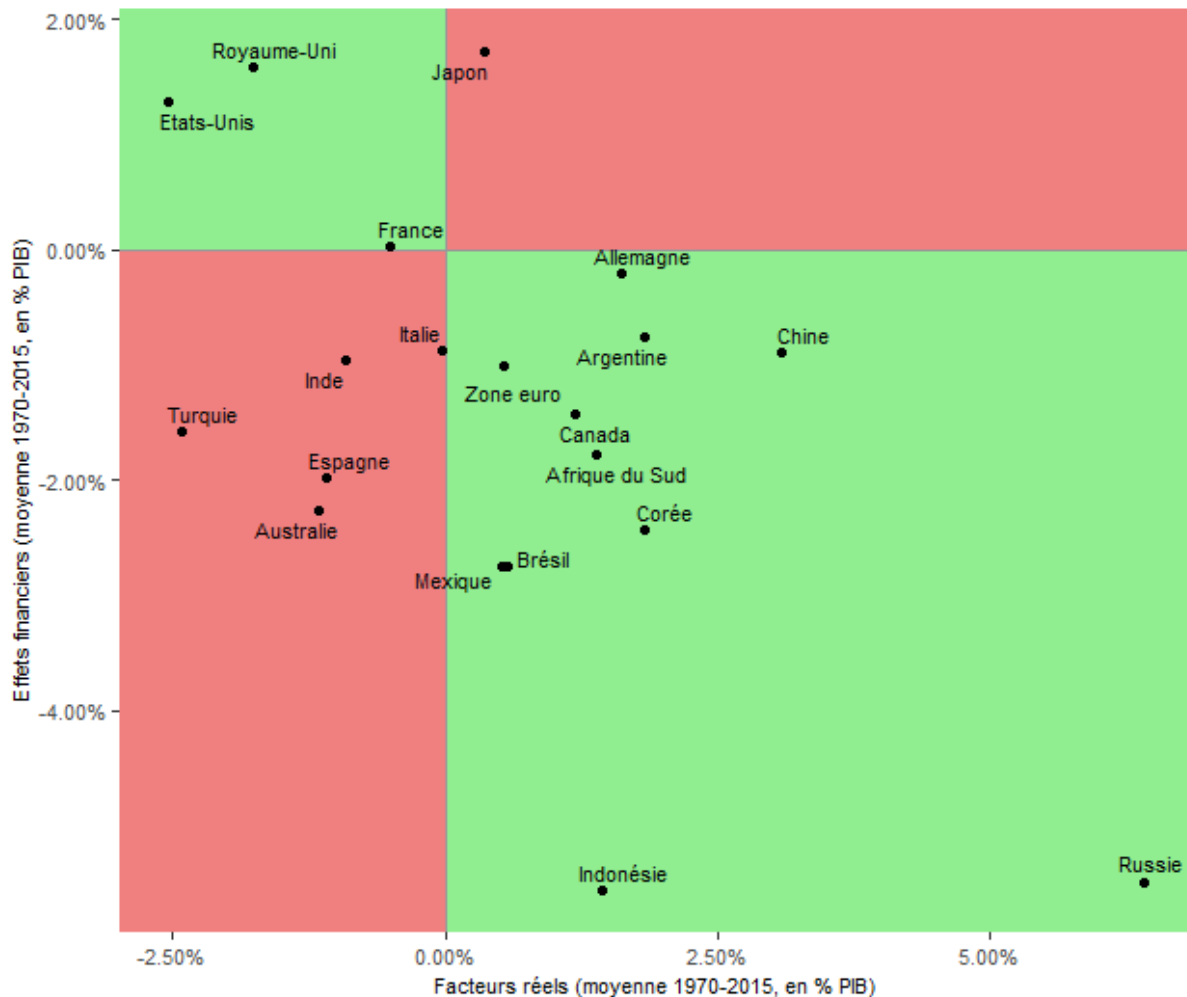


Divergence des positions extérieures nettes : effet boule de neige ?

Par [Bruno Cabrillac](#) et Baptiste Meunier

Les positions extérieures nettes (PEN) des pays du G20 divergent depuis 1990. Si cela résulte en partie de déséquilibres persistants des soldes de biens et services, les PEN ont leur propre dynamique : le portefeuille génère revenus et plus ou moins-values. Cette dynamique a eu un effet stabilisateur au prix de risques financiers pour certains débiteurs, par ex. les États-Unis, et d'une accumulation excessive d'actifs sûrs par certains créditeurs.

Graphique 1 – Effets financiers et facteurs réels



Sources : Lane et Milesi-Ferretti (2017), calculs des auteurs

La PEN résulte de deux facteurs : ses effets financiers et les facteurs réels

La PEN représente le solde net des créances et engagements vis-à-vis des non-résidents. Pour les pays du G20, les PEN ont divergé depuis 1990 : d'une situation de quasi-équilibre pour tous les pays, elles se sont polarisées et sont devenues fortement débitrices ou créditrices selon les pays.

Comptablement, la PEN d'un pays résulte d'une part de déterminants réels (solde commercial, revenus du travail, etc.) et d'autre part de deux déterminants financiers (effets de valorisation, i.e. plus ou moins-values sur les portefeuilles liés aux évolutions du prix des actifs financiers ou du taux de change si les portefeuilles sont libellés en devise étrangère ; revenus nets d'investissement, i.e. dividendes et intérêts tirés des actifs nets). Ces déterminants financiers ne dépendent que de la PEN elle-même, de sa structure en actifs et du montant des actifs nets ; ils sont donc assimilables à une dynamique interne de la PEN.

Il est central pour l'étude des déséquilibres mondiaux de savoir quel est l'impact de ces effets financiers, d'autant plus que l'exacerbation des positions extérieures a fortement accru leur ampleur depuis 30 ans. Si les impacts des effets financiers et des facteurs réels sont de même signe, la divergence de la PEN est auto-entretenu avec un effet « boule-de-neige ». Une PEN négative (positive) à cause de l'accumulation de facteurs réels subirait des effets financiers négatifs (positifs) qui la polariserait davantage. Une telle situation serait préoccupante car elle rendrait plus difficile la résorption des déséquilibres mondiaux engagée en G20.

Les effets financiers ont en général un effet stabilisateur, lié à la structure des portefeuilles

Les effets financiers ont été plutôt stabilisateurs en moyenne et sur long-terme sur 1970-2015. Dans la plupart des pays G20 (14, ceux dans les aires vertes), ils ont été de signe opposé à celui des facteurs réels : la dynamique financière a compensé l'effet des postes réels. Autrement dit, la divergence de leurs PEN aurait été plus importante sans ces effets financiers. Ça n'a pas été le cas pour les pays dans les aires rouges (6) dont les effets financiers ont exacerbé la polarisation de leur PEN.

Cet effet stabilisateur a résulté des revenus d'investissement et de l'effet marché (cf. graphique 2) et concerne principalement deux types de pays :

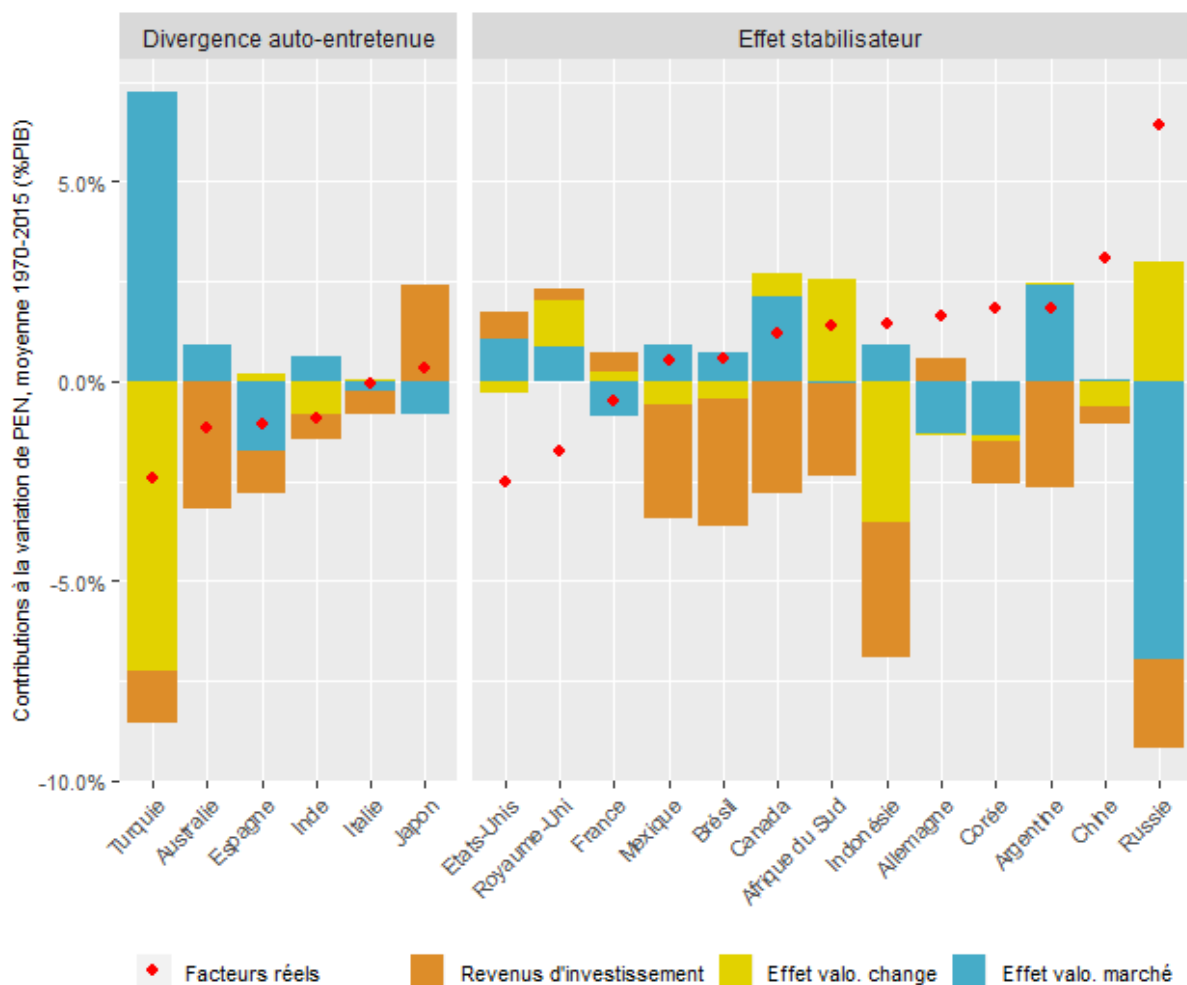
- Avancés déficitaires qui émettent une monnaie de réserve appuyée par un centre financier mondial (États-Unis, Royaume-Uni). Ces pays financent leurs déficits sous forme de titres de dette et réalisent des investissements sortants en actions et IDE : en raison des différences de rendement entre ces classes d'actifs, ils perçoivent à l'actif un rendement moyen supérieur à celui qu'ils versent au passif. Cela est renforcé par les différences de rendements, au sein d'une même classe d'actifs, avec des créances moins rémunératrices que leurs engagements – par ex. aux États-Unis un rendement plus élevé des IDE sortants qu'entrants, cf. [Bosworth et al. \(2007\)](#). Les

effets financiers ont un effet positif, compensant le déficit de la balance des biens et services

- Émergents excédentaires (Argentine, Chine, Afrique du Sud, Mexique, Brésil, Corée, Indonésie, Russie) qui à l'inverse investissent en titres de dette pour un passif composé d'actions et IDE. Les effets financiers, négatifs, compensent l'excédent persistant des autres postes

Les émergents déficitaires (Inde, Turquie) sont au contraire confrontés à un effet boule-de-neige : leur PEN, constituée de titres de dette à l'actif et d'actions et IDE au passif, génère des revenus et effets de valorisation négatifs qui exacerbent l'effet du déficit commercial.

Graphique 2 – Contributions moyennes aux variations de PEN



Sources : Lane et Milesi-Ferretti (2017), Benetrix, Lane et Shambaugh (2015), calculs des auteurs

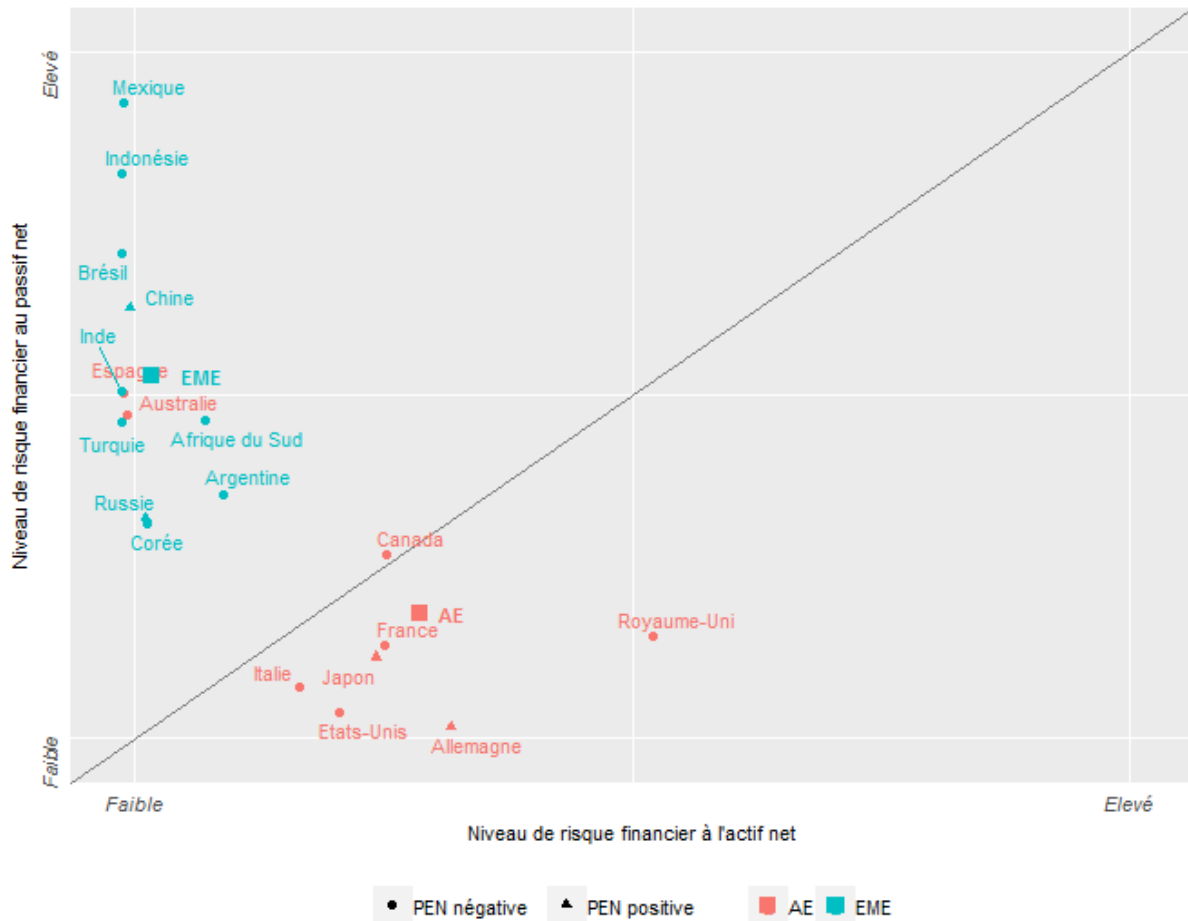
Les effets change n'ont en revanche pas eu de rôle stabilisateur, en moyenne et sur longue période. Un pays à PEN positive devrait pourtant voir son change s'apprécier, produisant un effet de valorisation négatif. En effet, une appréciation fait que les actifs libellés en devises étrangères valent moins en devise locale ; or tous les pays possèdent plus d'actifs que de passifs libellés en devises étrangères, l'impact net d'une appréciation est donc négatif.

La composition de la PEN reflète une prise de risque qui peut être déstabilisante en cas de crise

Les effets financiers sont la conséquence d'une prise de risque exposant la PEN au cycle financier. Avoir des produits financiers plus risqués à l'actif qu'au passif induit des rendements positifs en période de hausse des marchés mais expose la PEN à une forte dégradation en cas de crise : la dévalorisation de l'actif (actions, IDE) sera plus forte que celle du passif (titres de dette dont la valeur peut à l'inverse augmenter sous l'impact de la baisse des taux et de l'effet refuge). Dans les pays dont la devise est une monnaie refuge, la dégradation sera exacerbée par l'appréciation du change. Aux États-Unis, ce mécanisme est analysé comme un corollaire du privilège exorbitant du dollar dans [Gourinchas, Rey et Govillot \(2010\)](#) : en période de croissance, les États-Unis fournissent des actifs sans risque et obtiennent des effets de valorisation positifs ; en période de crise, les effets négatifs sont assimilables au paiement d'une prime d'assurance.

Pour le mesurer, nous calculons un risque pondéré à l'actif et au passif net (cf. figure 3). À chaque classe d'actif est attribué un poids : la moyenne des coefficients RWA de Bâle III en *investment grade*. Les réserves ont un poids nul, les IDE ont le même poids que les actions. La diagonale représente un risque neutre : un pays situé au-dessous (au-dessus) aura un risque supérieur (inférieur). Plus un pays est loin de la diagonale, plus l'effet est élevé. L'asymétrie entre avancés et émergents s'observe par un risque moyen largement supérieur des premiers.

Graphique 3 – Risque financier de la position extérieure (moy. 1970-2015)



Sources : Lane et Milesi-Ferretti (2017), calculs des auteurs

Au total et sur le long terme, les effets financiers de la PEN ont plutôt un effet stabilisateur. Cela ne correspond pas à un mécanisme naturel, mais à un état du monde – et du système monétaire international – caractérisé par des avancés déficitaires, mais avec des actifs plus risqués que leur passif au rendement global plus élevé, et des émergents excédentaires, mais avec des actifs moins risqués que leur passif au rendement global plus faible. Ces effets sont donc une conséquence sur longue période du paradoxe de Lucas – flux de capitaux des émergents vers les avancés – et du privilège exorbitant des monnaies internationales qui impliquent entre autres une accumulation d'actifs sans risque par les émergents.