

La position extérieure : éléments de mesure et utilité pour la politique monétaire et la stabilité financière

La position extérieure reflète la situation patrimoniale d'une économie vis-à-vis de l'extérieur. Elle permet de mesurer le degré d'ouverture financière d'un pays et fournit des indications sur le caractère soutenable de sa dette extérieure. À ce titre, elle constitue un outil utile dans le cadre du suivi de la stabilité financière. Bien que les études consacrées à la position extérieure soient relativement récentes, cet article examine un certain nombre de mécanismes au travers desquels cet agrégat peut influencer sur les variables pertinentes pour la politique monétaire, tels que les taux d'intérêt et les taux de change, à moyen et long termes. Ces variables peuvent, en retour, expliquer certaines évolutions de la position, compte tenu, notamment, des effets de réévaluation susceptibles d'induire des effets de richesse. En guise d'illustration, les évolutions de la position extérieure de la France au cours des années quatre-vingt-dix sont analysées rapidement. La conclusion suggère quelques pistes d'amélioration de cet agrégat statistique.

Frédéric LAMBERT
Laurent PAUL

*Direction de la Balance des paiements
Service des Mouvements de capitaux extérieurs*

NB : Une première version de cet article, en anglais, a été présentée, en août 2002, à la première conférence du comité Irving Fisher (IFC), organisée par la Banque des règlements internationaux (BRI) à Bâle. Cette version, plus complète, a été publiée dans le numéro d'octobre 2002 de l'*IFC Bulletin*.

La position extérieure, état du stock des avoirs et engagements extérieurs d'un pays, est un concept relativement récent, au regard d'autres agrégats statistiques conçus au niveau national. Ce n'est qu'en 1993, avec la publication de la 5^e édition du *Manuel de la balance des paiements*, que le Fonds monétaire international (FMI) a défini une série de principes communs relatifs à la déclaration et à la valorisation des créances et des engagements financiers de chaque pays vis-à-vis du reste du monde. Jusqu'alors, seul un nombre très limité de pays développés publiaient régulièrement une position extérieure, établie conformément à leur méthodologie propre. Aujourd'hui encore, les pays produisant des données agrégées relatives à la position extérieure sont peu nombreux : début 2002, 78 pays, dont la France, fournissaient au FMI une position extérieure, 57 sur une base annuelle et 21 sur une base trimestrielle ¹.

Les difficultés méthodologiques liées à la construction de la position extérieure, notamment en matière de valorisation des stocks et de rapprochement avec les flux financiers enregistrés dans la balance des paiements, expliquent en partie le développement lent de cet agrégat. Cependant, l'intérêt de l'indicateur ne s'est imposé que récemment, avec la mondialisation financière des vingt dernières années. Tant que les pays enregistraient un montant limité de flux financiers transfrontière, principalement d'origine publique, dans le compte financier de leur balance des paiements, les agrégats « avoirs de réserve » et « dette publique extérieure » suffisaient à évaluer la position nette vis-à-vis des autres pays. Avec le développement considérable des opérations financières transfrontière du secteur privé intervenu depuis le début des années quatre-vingt sous l'effet du mouvement général de libéralisation des flux de capitaux, il est toutefois devenu particulièrement utile de disposer d'une position extérieure complète et détaillée comportant une ventilation fonctionnelle (investissements directs ou de portefeuille, produits financiers dérivés, prêts et dépôts, avoirs de réserve) et sectorielle (administrations publiques, autorités monétaires, banques et « autres secteurs », c'est-à-dire entreprises, assurances et ménages).

Les statistiques de position extérieure reflètent à la fois le processus d'internationalisation croissante des grandes sociétés non financières et le rôle de plus en plus important des marchés de capitaux dans le financement des économies nationales. Néanmoins, la position extérieure est peu utilisée comme indicateur financier, et demeure souvent relativement ignorée des économistes. Cette situation résulte essentiellement de facteurs objectifs, à savoir l'absence d'un historique de données due à la nouveauté relative des agrégats, une fréquence généralement limitée à une périodicité annuelle, une disponibilité parfois tardive et l'utilisation de méthodologies différentes compliquant l'interprétation et les comparaisons internationales. Ceci ne remet toutefois pas en cause l'utilité de la position extérieure. Cet état statistique fournit aux autorités monétaires nationales, ainsi qu'aux institutions financières internationales, des informations exhaustives leur permettant d'évaluer les risques résultant d'un excédent ou d'un déficit extérieur durable enregistré par un pays, et les conséquences de chocs internes ou externes sur la valeur des stocks d'avoirs et d'engagements financiers extérieurs.

¹ Ces chiffres n'incluent pas la Banque centrale européenne, laquelle publie une position extérieure annuelle pour la zone euro depuis fin 1999 (agrégat reconstitué pour les années 1997 et 1998).

La première partie de cet article situe la position extérieure dans le panel des autres indicateurs statistiques et traite un certain nombre de questions méthodologiques, telles que les problèmes de valorisation, qui doivent être examinées préalablement à toute analyse. La deuxième partie montre l'utilité de la position extérieure pour le suivi de la stabilité financière et l'évaluation de l'incidence des décisions de politique monétaire. Enfin, la dernière partie suggère différentes pistes d'amélioration de ces statistiques à des fins d'analyse.

1. Qu'est-ce que la position extérieure ?

1.1 La place de la position extérieure parmi les autres indicateurs statistiques

Le *Manuel de la balance des paiements* (5^e édition) publié en 1993 par le Fonds monétaire international définit la position extérieure de la façon suivante : « La position extérieure globale est le bilan ou l'état du stock d'avoirs et engagements financiers extérieurs. Les éléments financiers qui constituent la position extérieure globale sont les droits et créances sur les non-résidents, les engagements à l'égard des non-résidents, l'or monétaire et les DTS ² ». Le FMI recommande l'établissement de positions extérieures sur une base annuelle, mais encourage leur publication trimestrielle. La position extérieure a été intégrée aux séries d'indicateurs statistiques répondant à la norme spéciale de diffusion des données (NSDD, ou SDDS en anglais) mise en œuvre par le FMI en 1996 et à laquelle cinquante pays ont adhéré à ce jour.

1.1.1. Position extérieure et balance des paiements

Dans la mesure où elle représente la situation patrimoniale d'un pays vis-à-vis de l'extérieur, la position extérieure est complémentaire des statistiques de balance des paiements. En effet, les flux recensés dans le compte financier (y compris les avoirs de réserve), ainsi que les réévaluations et autres ajustements, peuvent expliquer la variation de la position entre deux périodes. Il est donc possible de vérifier la cohérence des deux séries statistiques.

Le FMI a établi, en 1993, la distinction suivante entre les différentes sources de variation des stocks.

- Les flux de balance des paiements afférents au compte financier (y compris les avoirs de réserve) : hors erreurs et omissions, ces flux compensent ceux enregistrés au titre des comptes de transactions courantes et de capital ³, qui permettent de déterminer si un pays se trouve en situation excédentaire ou déficitaire.

² Droits de tirage spéciaux

³ Introduit par le 5^e *Manuel de la balance des paiements* du FMI, le compte de capital regroupe les transferts de capital avec l'extérieur (remise de dettes par exemple) et les acquisitions et cessions d'actifs non financiers non produits.

- Les modifications des prix des avoirs ou engagements financiers résultant, par exemple, de variations des cours boursiers : à l'exception des « autres investissements », enregistrés à leur valeur nominale, il est recommandé que tous les autres postes de la position extérieure soient valorisés aux prix de marché.
- L'incidence du « flottement des monnaies » (variations de taux de change) par rapport à la période précédente.
- Les autres ajustements ne résultant pas de transactions, tels que les reclassements, les allocations de DTS ou les annulations de dettes.

Les principales composantes de la position extérieure

	Position en début de période	Transactions (flux BDP)	Variations de prix	Variations de taux de change	Autres ajustements	Position en fin de période
Avoirs						
1 Investissements directs						
1-1 Capital social et bénéfices réinvestis						
1-2 Autres opérations						
2 Investissements de portefeuille						
2-1 Titres de participation						
2-2 Obligations						
2-3 Instruments du marché monétaire						
3 Produits financiers dérivés						
4 Autres investissements						
5 Avoirs de réserve						
Engagements						
1 Investissements directs						
1-1 Capital social et bénéfices réinvestis						
1-2 Autres opérations						
2 Investissements de portefeuille						
2-1 Titres de participation						
2-2 Obligations						
2-3 Instruments du marché monétaire						
3 Produits financiers dérivés						
4 Autres investissements						
Position extérieure nette						

Source : FMI, *Manuel de la balance des paiements* (5^e édition)

1.1.2. Position extérieure et dette extérieure

Il existe également un lien étroit entre la position extérieure et la dette extérieure qui, dans la pratique, représente une partie des engagements de la position extérieure. En ce qui concerne la dette extérieure, les organisations internationales ont déployé des efforts considérables en vue d'améliorer la transparence et la lisibilité des statistiques publiées par les différents pays. Ainsi, dans le cadre du NSDD, le FMI a programmé la publication d'un agrégat trimestriel relatif à la dette extérieure des pays participants à compter de fin mars 2003, date de référence. La méthodologie en matière d'élaboration des statistiques de dette extérieure a été mise à jour par l'*Inter Agency Task Force on Finance Statistics* (IATFF)⁴ dans un guide publié par le FMI en novembre 2001 et elle est parfaitement homogène avec

⁴ L'IATFF a été créée en 1996. Ses membres sont les organisations internationales participant à l'élaboration de statistiques financières : la Banque centrale européenne, la Banque mondiale, la Banque des règlements internationaux, le secrétariat du Club de Paris, le secrétariat du *Commonwealth*, la Conférence des Nations Unies pour le commerce et le développement, Eurostat, le Fonds monétaire international et l'Organisation de coopération et de développement économique (OCDE).

la méthodologie adoptée pour la position extérieure. La dette extérieure ne recouvre qu'une partie des engagements déclarés dans la position extérieure. Sont ainsi exclus les opérations en capital social au titre des investissements directs et de portefeuille⁵, les bénéfices réinvestis au titre des investissements directs étrangers, ainsi que les engagements recensés dans le poste des produits financiers dérivés. Toutefois, des informations complémentaires sont exigées pour l'établissement des statistiques de dette extérieure, notamment sous la forme d'une ventilation par échéances résiduelles (inférieure/supérieure à un an).

1.1.3. Position extérieure et compte du « reste du monde »

La position extérieure est articulée avec les comptes financiers nationaux (compte du reste du monde). Si les concepts et les méthodes utilisés sont, en général, identiques, notamment en matière de valorisation, des différences persistent en matière de présentation : les comptes nationaux se concentrent sur une analyse par instruments financiers et secteurs institutionnels, tels que définis dans le Système de comptabilité nationale (SCN 1993), qui prévoit un niveau de détail plus fin que celui fourni par la balance des paiements et la position extérieure. S'agissant de certaines rubriques afférentes au secteur du « reste du monde », les comptables nationaux font ainsi parfois usage de données différentes de celles provenant de la balance des paiements ou de la position extérieure, notamment lorsque certaines ventilations ne sont pas disponibles. En France, les écarts qui existaient, avant la publication du 5^e *Manuel de la balance des paiements*, entre la position extérieure et le compte financier du « reste du monde » ont cependant pratiquement disparu, grâce au rapprochement des données effectué conjointement par les services statistiques en charge de chacun des agrégats⁶.

1.2. Principaux problèmes pratiques à prendre en compte avant d'analyser la position extérieure

Les économistes ayant besoin, pour leurs analyses, de données financières dans des délais très brefs, le principal inconvénient de la position extérieure est manifestement sa périodicité limitée (au mieux trimestrielle, plus fréquemment annuelle) et ses longs délais de production, ces deux aspects étant d'ailleurs liés. Il est ainsi possible de publier une position extérieure estimée, pour partie, par cumul de flux, six à neuf mois après la date de référence⁷. Généralement, les chiffres relatifs aux investissements directs et de portefeuille doivent, néanmoins, être révisés lorsque les données effectives de stocks sont disponibles.

⁵ Pour mémoire, une prise de participation d'une entreprise étrangère dans une entreprise résidente, ou, inversement, d'une entreprise résidente à l'étranger, est classée comme un investissement direct dans la balance des paiements et la position extérieure, à partir du moment où l'investisseur détient 10 % au moins du capital de l'entreprise investie. En dessous de ce seuil de 10 %, l'investissement est classé comme un investissement de portefeuille.

⁶ « Le passage du compte financier de la balance des paiements et de la position extérieure aux comptes nationaux financiers », Fiche thématique n° 3.a., C. Gourvenec, P. Branthomme, *Rapport annuel du Conseil national du crédit et du titre*, 2001

⁷ Dans le cadre du NSDD, le FMI exige que la position extérieure annuelle soit publiée dans les six mois suivant la fin de l'année.

1.2.1. Difficultés relatives à la collecte des données

Les statisticiens doivent utiliser des données émanant de sources diverses pour établir la position extérieure et sont confrontés à des problèmes très proches de ceux rencontrés lors de l'élaboration de la balance des paiements. En principe, les données relatives aux bilans des autorités monétaires et du secteur bancaire (institutions financières et monétaires ou IFM, telles que définies au niveau européen) sont disponibles, tous les mois, dans le cadre de l'élaboration des statistiques monétaires, même si les données ne sont pas toujours fournies en valeur de marché. Les données des administrations publiques centrales sont généralement disponibles ; les autres administrations publiques fournissent également des statistiques annuelles de stocks. Toutefois, les créances et engagements des « autres secteurs » envers l'étranger sont plus délicats à évaluer. Alors qu'une grande partie des flux financiers des « autres secteurs » est collectée par l'intermédiaire des banques à l'occasion des règlements, des enquêtes sont nécessaires pour recenser les stocks de créances et de dettes vis-à-vis de contreparties non-résidentes, comme les investissements directs. En outre, les ménages et les entreprises peuvent faire montre d'une certaine réticence à fournir des informations statistiques, pour des raisons de confidentialité notamment, alors même que les services de collecte et de traitement des données sont liés par le secret statistique. Enfin, contrairement au secteur bancaire, les non-banques sont généralement moins habituées à fournir des informations en valeur de marché⁸.

La désintermédiation financière accroît la difficulté du recensement statistique, l'augmentation des transactions transfrontière ayant essentiellement concerné les « autres secteurs » dans les principales économies développées. Dans le cas de la France, les non-banques représentaient ainsi 48 % des avoirs et 52 % des engagements envers l'extérieur à fin 2000, alors que ces chiffres ne dépassaient pas 30 % au début des années quatre-vingt-dix.

La collecte de données relatives aux encours de produits dérivés, ainsi que leur valorisation, pose un problème particulier. Il est difficile de faire la distinction entre avoirs et engagements, dans la mesure où certains de ces instruments (*swaps*) peuvent passer de l'une à l'autre catégorie durant leur vie. En outre, différentes méthodes de valorisation peuvent être appliquées (coût de remplacement, valorisation à des équivalents de risque de crédit, valeur en situation de crise, etc.). Ces difficultés peuvent expliquer pourquoi un grand nombre de pays publiant une position extérieure n'intègrent pas de données relatives aux encours de produits dérivés. Jusqu'à présent, le montant net global des encours de ces instruments est toutefois resté faible.

Lorsque l'on ne dispose pas de véritables données de stocks, ceux-ci sont estimés à partir des flux, en intégrant les variations des taux de change et des cours. L'estimation est parfois fragile, en particulier en période de forte volatilité des marchés. Les flux de balance des paiements sont, en effet, enregistrés en valeur de marché au moment de la transaction, c'est-à-dire « au prix effectivement convenu

⁸ Les statistiques bancaires internationales de la BRI peuvent être utilisées comme des statistiques miroir pour obtenir des données relatives aux dépôts des non-banques auprès des établissements de crédit non résidents.

entre les parties » (FMI, 1993), tandis que les stocks doivent être valorisés aux cours constatés à la fin de l'exercice considéré. Il est, par conséquent, nécessaire de réévaluer les flux et les stocks initiaux afin de calculer des stocks finals estimés. En France, cette réévaluation est réalisée sous les hypothèses fortes d'une distribution uniforme des flux financiers de la balance des paiements au cours de l'année et d'une variation linéaire des taux de change et des prix sur la période considérée. Les premières estimations de la position extérieure doivent, par conséquent, être analysées avec prudence.

1.2.2. Problèmes de valorisation

Lorsque les données effectives de stocks sont disponibles, la méthode de valorisation des stocks est en soi problématique. On peut distinguer trois méthodes :

- la valorisation au coût historique (en utilisant les informations tirées de l'actif des bilans des investisseurs) ;
- la valeur comptable (information issue du passif des bilans des entreprises faisant l'objet d'un investissement direct, des émetteurs de titres et de tout bénéficiaire d'un investissement étranger) ;
- la valeur de marché (en utilisant les informations fournies par les marchés financiers)⁹.

Les prêts et les dépôts à court et à long termes accordés ou reçus des banques et des non-banques sont généralement enregistrés au coût historique, alors que les avoirs de réserve officiels le sont au cours de marché constaté à la fin de la période¹⁰. La question est toutefois plus compliquée pour les investissements directs en capital social et les investissements de portefeuille en titres domestiques ou étrangers.

Les méthodes de valorisation peuvent varier selon que l'instrument financier, support de l'investissement, est coté ou non. La plupart des investissements de portefeuille portent sur des instruments cotés, pour des raisons de liquidité. En revanche, on observe, du moins en France, que la plus grande partie des investissements directs concerne des entreprises non cotées.

Lorsque l'instrument servant de support à l'investissement est coté, la valeur de marché peut être estimée, soit sur une base agrégée en utilisant des indices de marché, soit titre par titre, à partir de bases de données publiques ou privées. Comme le montre Committeri (2000), les résultats obtenus par la deuxième méthode sont plus proches des valeurs effectives que les estimations agrégées.

⁹ Le *Bureau of Economic Analysis* (BEA) américain propose une quatrième méthode pour valoriser les investissements directs au coût de remplacement, « utilisant un modèle d'inventaire permanent pour les usines et équipements, des indices généraux de prix pour les terrains, et des facteurs d'ajustement spéciaux pour les stocks de marchandises » (Landefeld et Lawson, 1991). Cette méthode s'appuie sur les informations fournies à l'actif du bilan des entreprises d'investissement direct (entreprises investies).

¹⁰ La question de la valorisation au prix de marché des prêts et dépôts est ardue, comme le montre la discussion sur l'application, au bilan des banques, du principe de la comptabilisation à la « juste valeur ».

Dans le cas des investissements directs dans des sociétés non cotées, plusieurs méthodes peuvent être utilisées pour estimer la valeur de marché. La plupart d'entre elles reposent sur l'application, aux investissements dans des entreprises non cotées, de ratios calculés pour les sociétés cotées (ratio capitalisation boursière/capital nominal ou capitalisation/fonds propres en valeur comptable, *price earnings ratio*, etc.). Toutefois, une telle méthode suppose que les sociétés non cotées soient comparables aux sociétés cotées (taille, secteur d'activité, etc.), ce qui n'est pas toujours le cas.

La valeur de marché peut aussi être estimée en actualisant les flux nets de trésorerie (*cash flows*) futurs. Cette méthode, généralement utilisée par les analystes financiers, est facile à appliquer à condition que les *cash flows* futurs soient connus avec certitude (comme pour les titres à court terme à revenu fixe) ou qu'ils puissent être estimés assez facilement, après avoir choisi un taux d'actualisation idoine. Dans la pratique, pour valoriser les opérations en capital social, les résultats nets d'exploitation passés peuvent servir de valeur approchée des *cash flows* futurs, en utilisant un taux d'intérêt à long terme comme taux d'actualisation. Toutefois, la plupart du temps, les stocks d'investissement direct des sociétés, cotées comme non cotées, inclus dans la position extérieure demeurent recensés en valeur comptable (aucune valeur de marché n'est estimée)¹¹.

Le choix d'une méthode de valorisation ou d'une autre a des conséquences majeures. En 1990, le *Bureau of Economic Analysis* (BEA) américain a suspendu temporairement la publication de la position extérieure des États-Unis, en raison de préoccupations concernant les méthodes de valorisation (Landefeld et Lawson, 1991). Dans le cas de la position extérieure de la France, deux chiffres différents relatifs aux stocks des investissements directs sont publiés, l'un en valeur comptable et l'autre en valeur de marché. À fin 2000, la valeur de marché des investissements directs français à l'étranger et étrangers en France était plus de deux fois supérieure à la valeur comptable de ces encours. À cette date, la position extérieure de la France était positive (avoirs nets de 81,2 milliards d'euros), si l'on considère les stocks d'investissement direct en valeur de marché, mais négative (engagements nets de 127,0 milliards) si on les considère en valeur comptable. L'écart résulte de la forte progression des cours de bourse au cours des années 1999 et 2000. En 2001, les évolutions boursières ont entraîné une réduction des stocks d'investissements directs valorisés au prix du marché à la fin de l'année, dans la mesure où les principaux marchés ont fléchi sans interruption sur la période¹².

Il est, par conséquent, important de tenir compte des méthodes d'élaboration et de valorisation avant d'analyser la position extérieure, point qui sera traité dans la section suivante.

¹¹ Le Comité des statistiques du Système européen de banques centrales, auquel participe la Banque de France, examine une méthode mixte combinant valeur comptable, pour les investissements directs dans les entreprises non cotées, et valeur de marché, pour les investissements directs dans les entreprises cotées. Cependant, étant donné qu'une majorité d'États membres ne sont pas actuellement en mesure d'envoyer des données valorisées au prix de marché, la position extérieure de la zone euro est encore établie en valeur comptable.

¹² Les premières estimations effectuées par cumul de flux indiquent une réduction des stocks d'investissements directs en valeur de marché à fin 2001, en dépit d'un solde net positif des opérations d'investissements directs. Les stocks d'investissements directs étrangers en France sont ainsi revenus de 694,4 milliards d'euros à fin 2000 à 636,8 milliards à fin 2001, tandis que les stocks d'investissements directs français à l'étranger ont fléchi, de 1 090,5 milliards à 1 029,2 milliards.

2. La position extérieure comme outil d'analyse pour les banques centrales

2.1. La position extérieure, instrument de mesure de l'ouverture financière et indicateur de la stabilité financière d'un pays

2.1.1. Instrument de mesure de l'ouverture financière

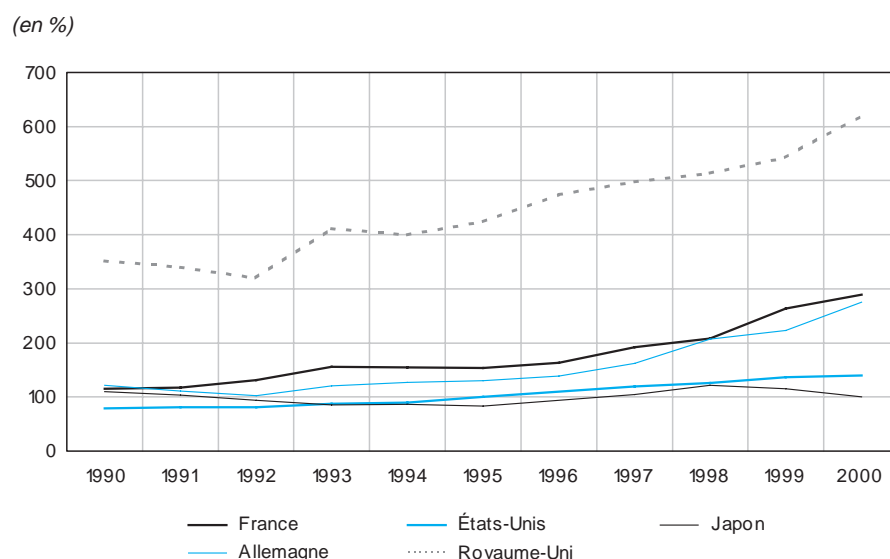
La position extérieure, dans toutes ses composantes, est probablement l'agrégat statistique qui fournit la meilleure indication du degré d'ouverture financière d'une économie. Elle sert ainsi de base au calcul du taux d'ouverture financière, défini comme le ratio du stock cumulé des avoirs et engagements extérieurs d'un pays par rapport à son PIB, soit formellement :

$$Ratio_{i,t} = \frac{\sum_{j \neq i} (A_{i,j,t} + A_{j,i,t})}{PIB_{i,t}}$$

où $A_{i,j,t}$ représente les avoirs du pays i détenus dans le pays j à la fin de la période t ($A_{j,i,t}$ représentant donc les engagements du pays i vis-à-vis du pays j) et $PIB_{i,t}$ le PIB du pays i au cours de la période t .

Ce ratio a fortement augmenté, sur la période récente, dans les principaux pays développés, suivant l'accroissement des flux financiers transfrontière. D'un peu plus de 100 % en France en 1990, il a quasiment triplé en dix ans et approche aujourd'hui les 300 % (stocks d'investissements directs mesurés en valeur comptable). La progression est plus encore forte si l'on considère les stocks d'investissements directs en valeur de marché. Le ratio atteint alors près de 400 % en 2000.

Graphique 1
Évolution du taux d'ouverture financière dans les pays du G5



Sources : FMI, *International Financial Statistics* et U.S. Bureau of Economic Analysis

NB : Les stocks d'investissements directs sont recensés en valeur comptable (coût de remplacement dans le cas des États-Unis).

Cependant, si les économistes ont largement recours à cet indicateur ou à ses variantes pour comparer les degrés d'ouverture financière des différents pays, celui-ci présente quelques insuffisances. En premier lieu, l'indicateur rapporte des stocks à des flux, le PIB servant de dénominateur afin de tenir compte de la taille relative des différents pays dans les comparaisons internationales. En second lieu, à moins que le coefficient de capital ne soit identique dans tous les pays, le ratio précédemment défini ne fournit pas de mesure adéquate de l'ouverture financière effective d'un pays par rapport aux autres, ni de la pénétration des capitaux étrangers dans l'économie. Les comparaisons intertemporelles sont également susceptibles d'être biaisées en cas de forte variation, au fil du temps, du coefficient de capital¹³. Dès lors, l'encours total des actifs financiers ou un indicateur de capitalisation national constituent sans doute un dénominateur plus approprié.

2.1.2. Indicateur de la stabilité financière d'un pays

En fournissant une mesure exhaustive du stock d'avoirs et d'engagements extérieurs d'une économie, la position extérieure permet d'évaluer le risque, pour un pays, de connaître une crise financière à court terme (raréfaction brutale de la liquidité) ou à long terme (risque d'insolvabilité), conformément aux méthodes d'analyse auxquelles les organisations internationales ont généralement recours¹⁴. Naturellement, ce risque est évalué de manière différente selon le degré de développement financier du pays.

Dans le cas des pays émergents, c'est le côté « engagements » de la position extérieure, et plus particulièrement l'agrégat relatif à la dette extérieure, qui reste le plus pertinent pour mesurer le risque de turbulences financières. En effet, hormis les avoirs de réserve, les créances extérieures (détenues, en majorité, par le secteur privé) ne permettent pas, la plupart du temps, de couvrir les engagements extérieurs, notamment ceux de l'administration centrale ou des administrations publiques. En outre, les revenus de ces avoirs ne sont généralement pas rapatriés, ce qui ne contribue pas à la réduction du déficit courant. Par exemple, c'était probablement le cas pour l'Argentine dont les engagements extérieurs s'élevaient à 226,8 milliards de dollars, soit 80 % du PIB, selon les données à fin 2000. Parallèlement, ses créances se chiffraient à 152,4 milliards de dollars (dont 26,9 milliards d'avoirs de réserve), entraînant une position extérieure débitrice de 74,4 milliards (26 % du PIB). Cependant, les encours de créances figurant dans la position extérieure de l'Argentine résultaient, dans une large mesure, de la fuite de capitaux de la part des agents privés locaux, et ne pouvaient donc pas être considérés comme une ressource permettant de faire face à une crise financière.

La position extérieure reste néanmoins utile pour ces pays, dans la mesure où elle fournit des informations rétrospectives concernant l'incidence de la libéralisation des mouvements de capitaux sur les différents types de flux financiers transfrontière. La levée progressive des dispositifs de contrôle des changes entraîne inévitablement un gonflement de ces flux, d'où la difficulté de prévoir le comportement des agents économiques et l'accroissement des risques de crise financière durant la période de transition. Ces risques résultent, soit d'une entrée non contrôlée (à court terme) de capitaux, soit d'une fuite de capitaux à l'étranger. Outre l'analyse des flux

¹³ Ce point est soulevé par Obstfeld et Taylor (2002).

¹⁴ On ne considère ici les crises financières que dans leur dimension extérieure.

financiers *via* la balance des paiements, la position extérieure peut ainsi permettre de suivre les conséquences de la libéralisation des mouvements de capitaux, par le biais des incidences observées sur la situation extérieure nette du pays.

Dans le cas des pays développés disposant d'une monnaie acceptée à l'échelle internationale, et qui ne présentent pas de risque de défaut, la position extérieure est, en revanche, un outil plus approprié que la seule dette extérieure pour évaluer la stabilité financière. En effet, la soutenabilité de la dette est mieux appréciée lorsqu'on considère l'ensemble des engagements enregistrés dans la position extérieure. Toutefois, l'évaluation ne doit pas se limiter au solde net de la position, mais doit également prendre en compte les stocks distincts d'avoirs et d'engagements extérieurs, qui permettent de mesurer les éventuels effets de richesse résultant des mouvements de taux de change et de taux d'intérêt. En outre, l'analyse des effets de richesse doit être menée non seulement au niveau global, mais également suivant les ventilations, par instruments et par secteurs, disponibles dans la position extérieure. La ventilation géographique des avoirs et des engagements enregistrés dans la position extérieure est utile pour analyser le risque de diffusion des crises. Dans le cas des pays créanciers, il s'agit d'une condition indispensable pour le calcul de leur exposition vis-à-vis d'un pays dont le risque de défaut est élevé. Des informations complémentaires sur les transferts de risque (*via* l'octroi de garanties) sont toutefois également nécessaires. S'agissant des pays débiteurs, les ventilations géographiques donnent une indication de leur dépendance vis-à-vis de certains partenaires. Elles sont, cependant, rarement disponibles pour l'ensemble des postes inclus dans la position extérieure.

La structure détaillée de la position extérieure fournit ainsi des informations intéressantes. Le ratio de la dette extérieure, d'une part, et des autres engagements, d'autre part, sur la somme des engagements figurant dans la position extérieure est un indicateur de la capacité d'un pays donné à attirer des sources « stables » de financement (investissements directs et investissements de portefeuille en actions) par rapport à des financements *via* un endettement à échéance fixe. Comme expliqué précédemment, les engagements figurant dans la position extérieure (notée PE) peuvent en effet être décomposés ainsi :

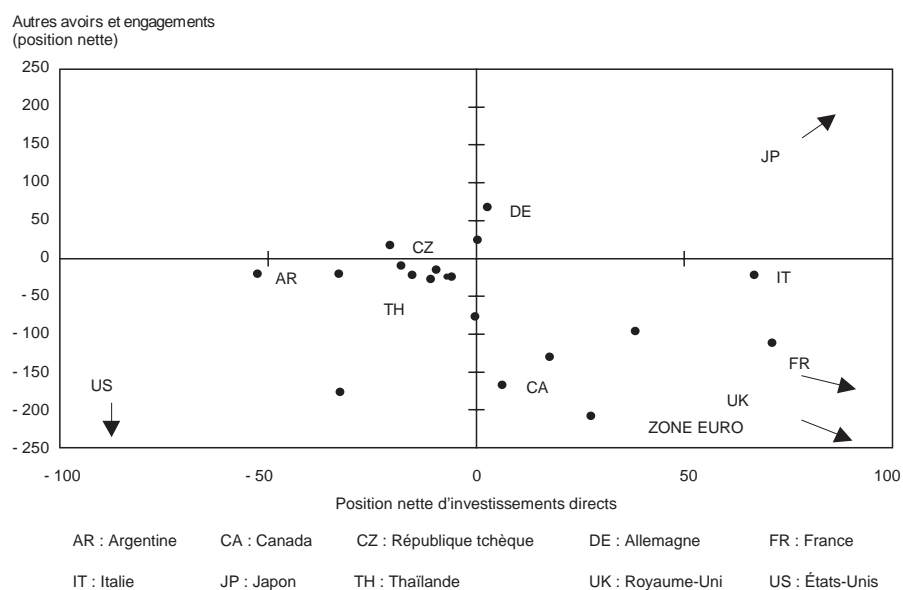
Engagements de la PE = Dette extérieure
+ Stocks d'investissements directs étrangers au titre des opérations en capital et bénéfices réinvestis
+ Stocks d'investissements de portefeuille en actions émises par des résidents
(+ Engagements relatifs aux produits financiers dérivés, que l'on peut négliger)

Selon Chang-Velasco (1998) et Frankel-Rose (1996), plus les stocks d'investissements directs étrangers sont faibles par rapport à la dette extérieure d'un pays, plus le risque de crise de change dans ce pays est élevé. Cependant, conformément au 5^e *Manuel de la balance des paiements* du FMI, les investissements directs ne regroupent pas seulement des investissements en capital social, mais également des prêts et placements entre entreprises affiliées (y compris des crédits commerciaux et des prêts à court terme), ce qui peut éventuellement conduire à relativiser le caractère « stable » de ces investissements durant certaines périodes.

La distinction entre le solde net des stocks d'investissements directs et celui des autres composantes de la position extérieure permet toutefois de regrouper les pays suivant le signe et l'ampleur de ces soldes.

Graphique 2
Structure de la position extérieure dans 25 pays à fin 2000

(En milliards de dollars)



Source : FMI, *International Financial Statistics*

En ce qui concerne les pays développés, la zone euro ainsi que la France et le Royaume-Uni affichent un solde positif pour les stocks d'investissements directs, qui est compensé par un solde négatif vis-à-vis du reste du monde pour les autres composantes de la position. Cette situation diffère de celle existant aux États-Unis ou au Japon, où les deux sous-rubriques sont du même signe : négatif dans le cas des États-Unis et positif dans celui du Japon.

S'agissant des autres pays, dans le cas, par exemple, de la République tchèque, futur membre de l'Union européenne, le solde négatif au titre des investissements directs est compensé par un solde positif au titre des autres composantes de la position extérieure alors que, en Argentine et en Thaïlande, les investissements directs et autres engagements nets contribuent tous deux au financement de l'économie.

Il est également intéressant de rapprocher le montant brut de la dette extérieure et les avoirs extérieurs les plus disponibles ou mobilisables. En général, l'évaluation d'un risque de raréfaction brutale de la liquidité, formalisée en partie par le FMI (2001), consiste à comparer la dette extérieure à court terme et les besoins de financement correspondant aux prévisions de déficit courant avec les avoirs de réserve.

Enfin, l'analyse de la soutenabilité de la dette par le biais de la position extérieure peut être complétée par l'évaluation de l'incidence des flux de revenus des investissements sur l'équilibre du compte courant. La dette extérieure est généralement considérée comme soutenable lorsque le ratio dette/PIB possède une limite finie. Sur une base intertemporelle, le solde des biens et services à l'état stationnaire peut être exprimé à l'aide de l'équation suivante (Lane et Milesi-Ferretti, 2001) :

$$sc = -r' \cdot pe \quad (1)$$

où sc représente le ratio du solde commercial par rapport au PIB, r' le taux de rendement des avoirs et engagements extérieurs, supposé identique dans les deux cas, et pe le solde net de la position extérieure rapporté au PIB. Cela signifie qu'à l'état stationnaire, le solde des transactions courantes devant être équilibré, un pays peut enregistrer un déficit au titre des biens et services égal au flux de revenus générés par sa position extérieure excédentaire ou, inversement, qu'un pays avec une position extérieure négative doit enregistrer un excédent au titre des biens et services égal au flux net de revenus versés au reste du monde, afin de stabiliser le niveau de sa dette extérieure au sens large, évaluée par la position extérieure nette¹⁵.

Il est cependant très difficile d'effectuer une analyse prospective. Le calcul des flux de revenus des investissements suppose une évaluation des taux de rendement futurs des différentes catégories d'avoirs et d'engagements. Dans le cas des investissements directs et de portefeuille en actions, ceux-ci dépendront essentiellement du rythme de croissance du PIB, qui est difficile à prévoir à moyen et long termes.

Le cas des États-Unis est intéressant dans la mesure où les flux nets de revenus des investissements de ce pays continuent d'être positifs, alors que sa position extérieure est de plus en plus négative depuis 1989. Cela résulte du fait que le rendement moyen des avoirs extérieurs des États-Unis apparaît très supérieur au coût moyen de leurs engagements extérieurs. Un calcul simple, effectué à partir des données relatives à l'année 2000¹⁶, montre que le rendement moyen des avoirs extérieurs des États-Unis est supérieur d'un point de pourcentage au rendement de leurs engagements extérieurs¹⁷. Par conséquent, le déséquilibre de la position extérieure des États-Unis n'a pas eu, jusqu'à présent, d'effet négatif sur leur compte courant et par suite, sur le taux de change du dollar.

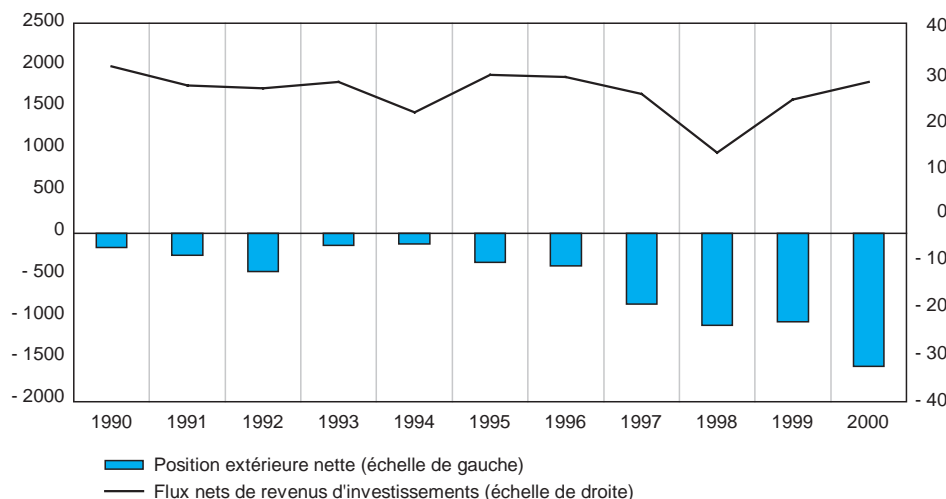
¹⁵ Dans un souci de simplification, les autres composantes des comptes courants et de capital, comme les revenus des travailleurs et les transferts courants, sont négligées.

¹⁶ On rapporte les flux de revenus enregistrés dans la balance des paiements américaine en 2000 (en considérant que ceux-ci résultent essentiellement de revenus des investissements) aux stocks d'avoirs et d'engagements extérieurs recensés dans la position extérieure des États-Unis à fin 1999.

¹⁷ La principale explication vient du faible taux de rendement apparent des investissements directs de l'étranger.

Graphique 3
Position extérieure nette et flux de revenus d'investissements aux États-Unis

(En milliards de dollars)



Source : FMI, *International Financial Statistics*

Ce dernier point soulève directement la question de la relation existant entre la position extérieure et certaines variables d'intérêt pour la politique monétaire.

2.2. Interactions entre position extérieure et variables de politique monétaire

L'ouverture financière mesurée *via* la position extérieure modifie, dans une large mesure, le cadre d'action de la politique monétaire nationale. En pratique, il existe une relation à double sens entre la politique monétaire, qui exerce une incidence sur la position extérieure, notamment *via* les effets de valorisation induits des avoirs et engagements extérieurs, et la position extérieure, qui est susceptible d'agir sur les indicateurs-clés, tels que les agrégats monétaires et le taux de change, *via*, par exemple, son incidence sur les revenus nets perçus de l'étranger (ou versés au « reste du monde ») par les agents économiques résidents.

L'interdépendance de ces variables est d'autant plus marquée que l'ouverture financière s'est accrue sous l'effet de l'explosion des flux d'investissements directs et de portefeuille jusqu'en 2002. Ce phénomène doit être évalué en tenant compte de l'ampleur des positions nettes respectives des différents secteurs (c'est-à-dire les autorités monétaires, les banques, les administrations publiques et les « autres secteurs »). Le comportement des agents économiques et les effets de richesse résultant éventuellement d'une variation de leurs avoirs financiers extérieurs peuvent, en effet, se révéler très différents.

Les banques centrales sont moins sensibles à une moins-value sur leurs avoirs de réserve, dans la mesure où la rentabilité de ces avoirs n'est pas, en soi, un objectif. De la même manière, les banques commerciales couvrent généralement une partie des risques relatifs à leurs avoirs et engagements extérieurs. Par ailleurs, leurs placements en actions sont peu élevés et leur part dans le montant total des investissements directs est généralement relativement faible. Par conséquent, les effets de richesse éventuels sont concentrés sur le secteur non bancaire (« autres secteurs », à savoir entreprises, assurances et ménages, ainsi que, éventuellement, les administrations publiques, dans la mesure où elles détiennent encore des participations significatives dans des entreprises industrielles et commerciales, qui, elles-mêmes, font des acquisitions à l'étranger), dont les avoirs et engagements extérieurs ne font généralement pas l'objet d'une couverture. Dès lors, une analyse par secteurs de la position extérieure est nécessaire.

La position extérieure du Japon illustre bien l'utilité d'une ventilation sectorielle. À fin 2000, le Japon affichait une position nette créditrice de 1 157,9 milliards de dollars, soit 25 % de son PIB. La ventilation par principaux secteurs s'établissait de la manière suivante :

Banque centrale (avoirs de réserve) :	361,0 milliards de dollars
Secteur bancaire ¹⁸ :	637,2 milliards de dollars
Non-banques :	159,7 milliards de dollars

Globalement, les non-banques ne représentent que 14 % de la position créditrice du Japon. En effet, bien que leur taux d'épargne soit particulièrement élevé, les ménages investissent principalement sur le marché japonais, en dépit du faible rendement des titres ou des dépôts libellés en yens. Les excédents courants du Japon font ainsi l'objet d'un recyclage à l'étranger par le biais du système bancaire et de la banque centrale. Les effets de richesse sont alors susceptibles d'être plus limités qu'on aurait pu le penser lorsque l'on examine uniquement les données agrégées.

L'utilité de la position extérieure pour la politique monétaire peut être appréciée simplement en étudiant les interactions avec des variables telles que le taux de change et le taux d'intérêt.

2.2.1. Position extérieure et taux de change

L'incidence de la situation patrimoniale d'un pays (c'est-à-dire sa position extérieure) sur le taux de change a fait l'objet de nombreuses études économiques. Selon Lane et Milesi-Ferretti (2002), la position extérieure influe sur le taux de change réel à long terme, défini en termes de prix à la consommation, par le biais de son incidence sur le compte de transactions courantes. L'accroissement des engagements aboutit en effet à une augmentation des paiements nets (intérêts ou dividendes) au profit du « reste du monde », qui doivent être financés à moyen terme par un excédent commercial (partie du solde des transactions courantes). Cela nécessite, en général, une dépréciation du cours de change, d'où une relation négative à long terme entre le

¹⁸ Données tirées des statistiques bancaires internationales publiées par la BRI.

solde commercial et le taux de change réel, et donc une relation positive entre la position extérieure nette et le taux de change réel d'après l'équation (1) de la section 2.1.2.

Inversement, le taux de change a, lui aussi, une incidence sur la position extérieure. En effet, toutes choses égales par ailleurs, une dépréciation de la monnaie nationale accroîtra l'importance des avoirs et engagements extérieurs libellés en devises étrangères par rapport à la richesse nationale (effet immédiat). La variation des avoirs et engagements extérieurs peut alors entraîner une modification du comportement des agents économiques qui affecte alors la position extérieure (effet retardé). Les anticipations de dépréciation de la monnaie locale peuvent, par exemple, encourager les agents économiques à accroître la part de leurs avoirs libellés en monnaie étrangère et inversement.

Les estimations effectuées sur la position extérieure de la France permettent d'évaluer l'ampleur de l'effet immédiat. Grâce aux stocks nets positifs d'investissements directs et de portefeuille, la position extérieure de la France est globalement longue en devises étrangères et courte en euros. Cela signifie qu'une dépréciation de l'euro tendrait à entraîner une amélioration de la position extérieure. C'est ce qui s'est produit en 1999 et en 2000, avec la baisse de l'euro par rapport au dollar. Toutes choses égales par ailleurs, la position nette de la France aurait en effet augmenté de 59,0 % entre 1999 et 2000, alors que l'euro baissait de 7,3 % par rapport au dollar.

Il est nécessaire de disposer d'une ventilation détaillée par monnaies des avoirs et engagements composant la position extérieure (tout au moins de leur répartition entre devises étrangères et monnaie nationale) afin d'estimer l'effet retardé du taux de change. Si le FMI encourage l'établissement de cette ventilation, celle-ci est rarement fournie dans les statistiques publiées. En outre, il est important d'évaluer le volume des opérations de couverture effectuées par les agents résidents sur leurs positions de change vis-à-vis d'autres pays (par le biais des opérations au comptant ou sur produits dérivés). Si les opérations de couverture, non retracées en tant que telles dans la position extérieure, peuvent affecter significativement l'effet de richesse induit par une variation du taux de change, l'étude de la position extérieure fournit néanmoins quelques éléments d'évaluation de l'ampleur de cet effet. On peut, en outre, supposer que la couverture des positions de change est principalement effectuée par les banques, comme précédemment souligné.

Une autre difficulté réside dans l'évaluation de l'incidence des fluctuations de change sur les différents types d'instruments sous-jacents. L'effet de richesse sur les agents économiques dépend de leur horizon en matière d'investissement. On peut ainsi avancer l'hypothèse suivant laquelle plus l'investissement est effectué dans une optique de court terme, plus l'incidence d'une perte de change est élevée. À l'inverse, les investissements directs demeurent globalement insensibles à des mouvements à court terme du taux de change.

2.2.2. Position extérieure, taux d'intérêt et effets de richesse

Il existe également une interaction entre position extérieure et taux d'intérêt. C'est principalement le cas dans les pays émergents ou dans les pays ayant adopté un régime de changes fixes. Un pays qui affiche une position débitrice et un déficit courant peut, en effet, avoir besoin d'accroître le rendement des investissements en provenance de l'étranger, en relevant ses taux d'intérêt pour attirer les financements étrangers. Si elle entraîne un creusement immédiat du déficit des revenus ¹⁹, la hausse des taux d'intérêt doit néanmoins permettre, à terme, une contraction de la demande intérieure et donc une diminution du déficit commercial, ce qui doit finalement conduire à restaurer l'équilibre du compte courant.

Réciproquement, tout comme les taux de change, les taux d'intérêt ont une incidence à la fois immédiate et retardée sur la position extérieure. S'agissant du très court terme, les mouvements de taux d'intérêt ont un effet immédiat très classique sur la valeur de marché des avoirs et engagements en titres de dette cotés. Une hausse des taux d'intérêt est ainsi supposée entraîner une diminution de la valeur de marché, tant des actions (en abaissant la valeur actualisée des bénéfices futurs des entreprises) que des obligations (selon la relation inverse classique entre prix des obligations et taux d'intérêt).

De telles évolutions sont éventuellement sources d'effets de richesse, affectant principalement les « autres secteurs », comme précédemment souligné. Confrontées à une perte de valeur de leurs investissements à l'étranger, les entreprises peuvent ainsi limiter leurs investissements futurs, en raison de la diminution de leur capacité d'emprunt, tandis que les ménages peuvent, soit accroître leur taux d'épargne pour reconstituer leur patrimoine, soit, au contraire, réduire leur épargne pour maintenir leur consommation.

Ces mécanismes sont identiques à ceux observés pour les avoirs et les engagements nationaux, excepté le fait que les avoirs et engagements vis-à-vis de l'étranger peuvent créer des effets de richesse plus marqués, compte tenu de l'incidence à court terme des taux de change et du développement des « comportements moutonniers ». Par conséquent, plus le volume des avoirs et engagements extérieurs est important par rapport à l'ensemble des actifs financiers des « autres secteurs », plus ces effets seront importants, surtout si les variations de change sont jugées durables. Toutefois, seules quelques entreprises et certains ménages sont concernés par de telles répercussions, même dans les économies les plus ouvertes. C'est particulièrement le cas des sociétés multinationales, en raison de leurs investissements directs à l'étranger, ou des ménages ayant investi une grande partie de leur épargne en actions étrangères. Mais l'impact des comportements de ces agents économiques sur l'économie nationale dans son ensemble reste encore à déterminer.

Outre l'impact indirect des évolutions de taux d'intérêt sur les avoirs et engagements extérieurs *via* les effets de richesse, la variation des indices boursiers induite par les mouvements de taux peut également entraîner des arbitrages entre titres de participation et titres à revenu fixe, et ainsi affecter la composition par instruments des investissements de portefeuille.

¹⁹ Cet effet concerne essentiellement les titres à taux variables ou indexés et les investissements à court terme lors de leur renouvellement.

Pour conclure sur l'utilité de la position extérieure pour la politique monétaire, nous pouvons nous référer à la structure de la position extérieure telle qu'analysée dans la partie 2.1. Le deuxième graphique permet d'identifier quatre cas principaux pour la position extérieure, posant chacun des problèmes très différents aux banques centrales.

Le Japon est caractéristique du premier cas. Sa position extérieure est créditrice grâce aux stocks d'investissements directs et d'autres avoirs à l'étranger. Dans un tel contexte, les principaux risques sont ceux d'une appréciation du yen qui réduirait la valeur des actifs libellés en devises et, également, d'une baisse des taux d'intérêt étrangers ou d'une chute des indices boursiers étrangers.

Les États-Unis sont un exemple du cas inverse, avec une position débitrice résultant tant des investissements directs que des autres types d'investissements. En théorie, dans ce cas, une dépréciation du dollar et une hausse des taux d'intérêt étrangers constitueraient les risques essentiels. Néanmoins, il faut considérer cette situation en tenant compte du fait qu'une grande part de la dette extérieure américaine est libellée en dollars, principale monnaie de réserve internationale. En outre, si une baisse du cours du dollar a une incidence négative sur la position extérieure nette, elle entraîne, par la suite, une diminution du besoin de financement des États-Unis, *via* une amélioration du solde du compte de transactions courantes.

Le troisième cas s'applique à la zone euro, où l'équilibre de la position extérieure nette résulte d'investissements directs à l'étranger financés par des emprunts libellés en devises enregistrés dans le poste « autres engagements ». Les risques principaux sont ici de deux ordres : une baisse des indices boursiers étrangers, avec pour conséquence une diminution de la valeur des créances sur l'extérieur, et une hausse des taux d'intérêt étrangers, qui entraînerait une augmentation du coût des emprunts.

Il n'existe pas actuellement d'exemple très net du dernier cas de figure, à savoir une position d'investissements directs négative contrebalancée par d'autres avoirs nets positifs vis-à-vis de l'étranger. Dans ce cas, les risques varient en fonction de la monnaie dans laquelle sont libellés ces avoirs. S'ils sont en devises, le pays est soumis à un risque de change. S'ils sont libellés en monnaie nationale, le risque est lié à d'éventuelles évolutions divergentes de la valeur des avoirs et des engagements, au cas où le rendement des investissements directs effectués sur le territoire national progresserait plus vite que celui des créances nettes sur l'extérieur.

2.3. La position extérieure de la France

La Banque de France publie une position extérieure annuelle depuis 1989. Les données relatives aux stocks d'investissements directs sont disponibles en valeur comptable depuis cette date, et en valeur de marché depuis 1994 (ces statistiques sont publiées dans la revue *International Financial Statistics* du FMI). La création de cet agrégat, antérieure au 5^e *Manuel de la balance des paiements* du FMI, a coïncidé avec le démantèlement complet du contrôle des changes en France, organisé par le décret du 29 décembre 1989, plusieurs mois avant la libéralisation totale des flux de capitaux au sein de l'Union européenne à compter du 1^{er} juillet 1990.

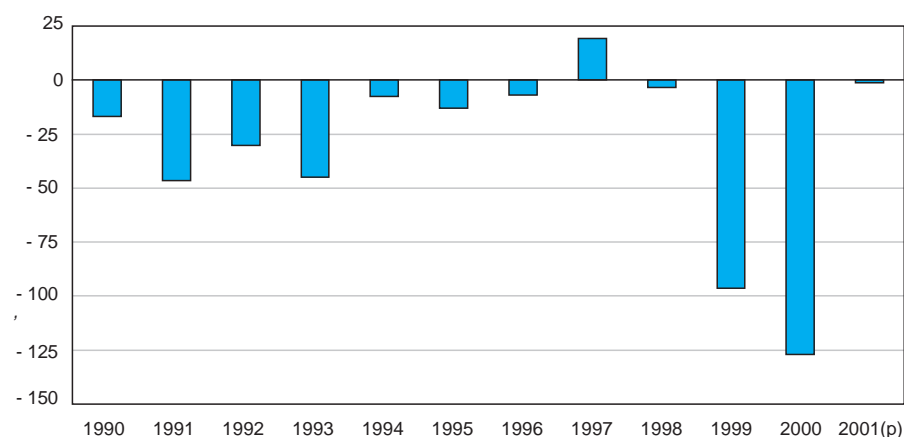
Au cours des années quatre-vingt-dix, la France a enregistré le plus fort taux de croissance des pays du G5, s'agissant des stocks d'avoirs et d'engagements extérieurs. Elle présente actuellement le taux d'ouverture financière le plus élevé, après le Royaume-Uni (cf. graphique 1). Cette tendance résulte essentiellement de la forte progression des stocks d'investissements directs (tant pour les avoirs que pour les engagements).

Ces évolutions ont été largement indépendantes de celles du compte de transactions courantes de la balance des paiements. En dépit de l'excédent enregistré par ce compte à partir de 1992, la position extérieure de la France a été continuellement négative jusqu'en 1996. Positive durant une seule année, en 1997, elle est redevenue négative à partir de 1998. Les chiffres provisoires pour 2001 font ressortir une position nette proche de zéro. Les effets liés aux réévaluations ont, par conséquent, joué un rôle essentiel dans ces variations.

La part des investissements directs et de portefeuille a progressé de façon continue au cours de la période. Les stocks d'investissements directs (en valeur comptable), qui représentaient seulement 15 % de l'encours total des créances sur l'étranger en 1990, ont atteint 25 % en 2001 ; de même, leur part dans les engagements est passée de 11 % à 15 %. Sur la même période, la part des investissements de portefeuille est passée de 11 % à 34 % des avoirs et de 28 % à 46 % des engagements.

Graphique 4
Position extérieure nette de la France
 (avec stocks d'investissements directs en valeur comptable)

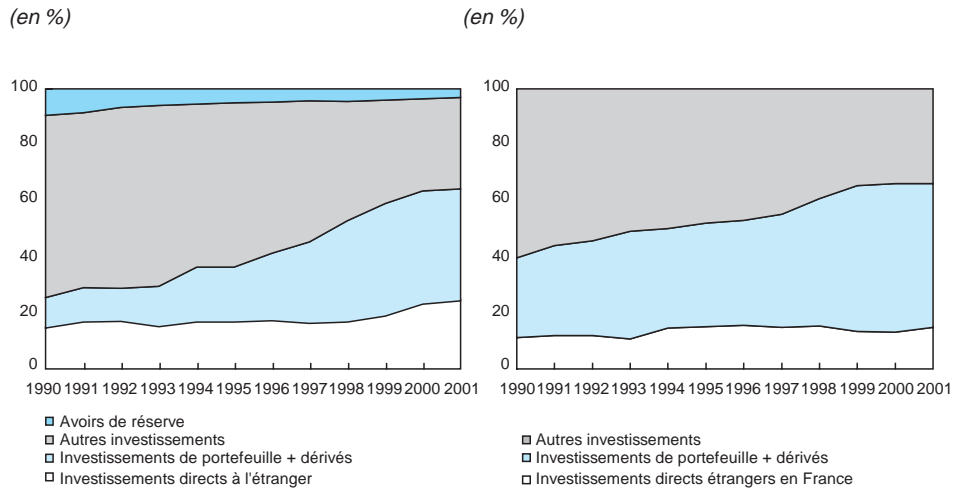
(En milliards d'euros)



(p) : chiffres provisoires

Source : Banque de France, direction de la Balance des paiements

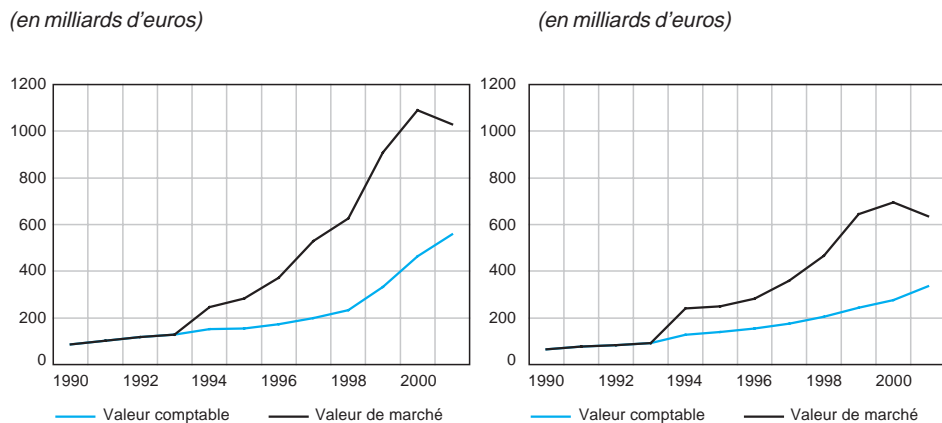
Graphique 5
Avoirs extérieurs de la France **Engagements extérieurs de la France**



Source : Banque de France, direction de la Balance des paiements

La croissance des stocks d'investissements directs français à l'étranger et d'investissements directs étrangers en France résulte, principalement, de flux déclarés en balance des paiements, qui ont spectaculairement progressé à la suite du processus d'internationalisation des entreprises françaises. Les effets de valorisation sont, néanmoins, particulièrement marqués, les indices boursiers français et étrangers ayant fortement progressé jusqu'en 2000. De fait, l'écart entre les estimations relatives aux investissements directs en valeur comptable et en valeur de marché montre que plus de la moitié de la progression des actions intervenue depuis 1990, tant pour les avoirs que pour les engagements, est liée à des effets de valorisation.

Graphique 6
Stocks des investissements directs français à l'étranger **Stocks des investissements directs étrangers en France**



Source : Banque de France, direction de la Balance des paiements

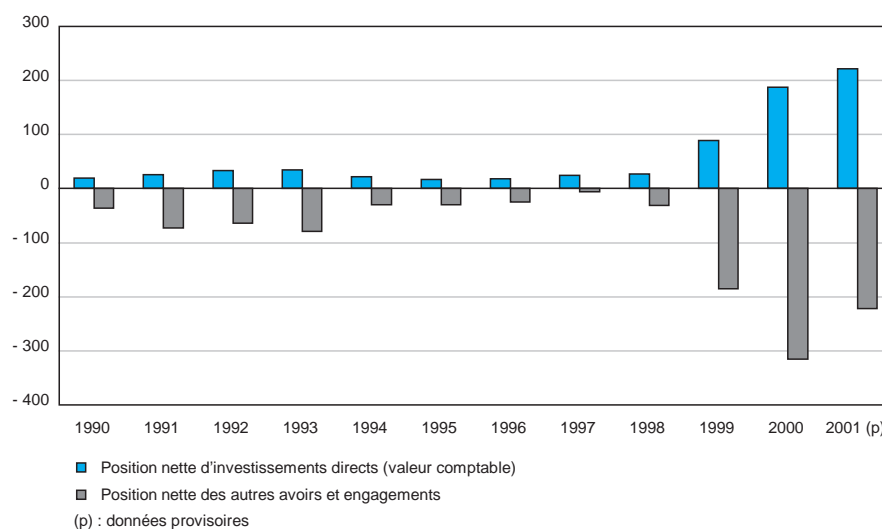
Les stocks d'investissements de portefeuille ont également bénéficié de l'augmentation des flux et des effets de valorisation résultant de la hausse des indices boursiers, ainsi que du recul des taux d'intérêt dans les années quatre-vingt-dix. La structure des investissements de portefeuille est cependant différente du côté des créances et du côté des engagements. Les investisseurs français privilégient les titres de dette, qui constituent 76 % de leurs portefeuilles à fin 2001 (contre 50 % en 1990). Les investisseurs non résidents détiennent, pour leur part, légèrement plus d'actions : celles-ci représentent 43 % de leurs portefeuilles en titres français à fin 2001, contre 25 % en 1990.

La différence de structure est le fait de différents types d'investisseurs. S'agissant des résidents français, les banques sont les principaux investisseurs à l'étranger et privilégient les opérations sur titres de dette, pour lesquels le risque de perte en capital est nettement moindre. Du côté des investisseurs non résidents, en revanche, la part des investisseurs non bancaires est nettement plus importante : il s'agit principalement de fonds de pension américains ou britanniques qui privilégient des investissements dégageant des rendements élevés à long terme.

Position nette des investissements directs et autres avoirs et engagements nets ont connu des évolutions divergentes ces dernières années. Tandis que le solde net positif des stocks d'investissements directs s'est accentué, en raison du nombre et de l'importance des opérations effectuées par les entreprises françaises, la position nette au titre des autres avoirs et engagements est devenue de plus en plus négative. On peut relier ces deux phénomènes. Les sorties au titre des investissements directs ont, en effet, été financées par une progression de la dette extérieure, soit sous forme de titres émis par les investisseurs, soit sous forme d'emprunts de banques résidentes auprès de leurs correspondants non résidents.

Graphique 7
Structure de la position extérieure de la France

(en milliards d'euros)



Source : Banque de France, direction de la Balance des paiements

La composition de la position extérieure de la France reflète la stratégie de levier des entreprises françaises qui financent leurs investissements directs par des prêts à court terme et améliorent en apparence leur rentabilité financière, mesurée par le rendement du capital social (*Return On Equity* ou ROE). À l'instar de la zone euro dans son ensemble, la France se classe ainsi dans le troisième groupe de pays identifié précédemment (cadran sud-est du graphique 2 : position nette d'investissements directs positive et autres avoirs et engagements nets négatifs).

La nécessité d'améliorer la fréquence d'établissement et la qualité de la position extérieure

Avec le développement et la complexité croissante des échanges financiers internationaux, la position extérieure présente un intérêt théorique évident. Toutefois, les nombreuses difficultés pratiques liées à son calcul et, dans une certaine mesure, le manque de détails, (s'agissant, notamment, de la ventilation sectorielle) expliquent pourquoi son utilisation demeure, à certains égards, délicate.

La position extérieure est plus utile pour l'analyse rétrospective, afin de mieux comprendre les événements passés, que pour la prévision ou pour la mise en œuvre de décisions de politique économique et monétaire. Certes, ceci vaut pour la plupart des agrégats statistiques dont l'élaboration demande un certain temps après la fin de la période à laquelle ils se rapportent, mais c'est particulièrement vrai pour la position extérieure, marquée, en outre, par une faible fréquence des données.

Pour que la position extérieure puisse figurer parmi les indicateurs opérationnels régulièrement suivis par les banques centrales, plusieurs conditions devraient être remplies :

- les délais de publication devraient être réduits et la périodicité de cet indicateur accrue. La publication d'une position extérieure trimestrielle, objectif encouragé par le FMI, apparaît à cet égard hautement souhaitable. Il est, par ailleurs, essentiel de réduire les délais de publication à moins d'un trimestre après la fin de la période de référence, comme cela est aujourd'hui prévu pour les agrégats de dette extérieure dans la norme spéciale de diffusion des données ;
- la comparabilité entre les agrégats fournis par les différents pays devrait également être renforcée. Les statistiques relatives à la position extérieure publiées par le FMI cachent, en effet, d'importants écarts méthodologiques qui limitent grandement leur utilisation. En particulier, peu de pays (États-Unis, Australie, France...) semblent aujourd'hui en mesure de fournir des stocks d'investissements directs en valeur de marché, ainsi que le recommande le 5^e Manuel de la balance des paiements du FMI. De façon générale, il serait souhaitable que les pays déclarants fournissent davantage d'informations sur les indices de valorisation utilisés pour les investissements directs et de portefeuille (problème de diffusion des « métadonnées ») ;

- les ventilations par devises, rarement disponibles, sont enfin essentielles à l'estimation des effets de richesse. Les ventilations géographiques, au moins pour les principaux pays de contrepartie, seraient également d'un grand intérêt.

Ces améliorations supposent que les efforts en matière de méthodologie et d'harmonisation, déjà très tangibles, consentis par la communauté statistique internationale se poursuivent au cours des prochaines années.

Bibliographie

Banque de France, ministère de l'Économie, des Finances et de l'Industrie (2002), *Rapport annuel sur la balance des paiements et la position extérieure de la France 2001*

BIS, Commonwealth Secretariat, Eurostat, Imf, OECD, Paris Club Secretariat, Unctad And World Bank (2001), *External debt statistics : guide for compilers and users*, FMI, novembre

Blomberg (G.), Östberg (J.), (1999), « Market valuation of external position – a new picture of Sweden's international dependence », *Sveriges Riksbank Quarterly Review*, n° 2

Bergqvist (R.), Lundberg (T.), (1996), « Aspects of Sweden's external debt », *Sveriges Riksbank Quarterly Review*, n°4

Chang (R.), Velasco (A.), (1998), « The Asian Liquidity Crisis », *NBER Working Paper*, n° 6796, novembre

Committeri (M.), (2000), « Effects of Volatile Asset Prices on Balance of Payments and International Investment Position Data », *IMF Working Paper WP/00/191*, novembre

IMF (1993), *Manuel de la balance des paiements (5^e édition)*.

IMF (2001), *Balance of Payments Statistics Yearbook*.

IMF, International Financial Statistics (publication mensuelle).

European Central Bank (2001), European Union Balance of Payments/ International Investment Position Statistical Methods, novembre.

European Central Bank (2001), Review of the International Role of the Euro

Faruqee (H.), (1995), « Long-Run Determinants of the Real Exchange Rate: A Stock-Flow Perspective », *IMF Staff Papers*, vol. 42, n° 1, mars

Federal Reserve Bank of New York (1989), « Studies on U.S. External imbalances », vol. 13/4, 14/1, Winter-Spring, *Quarterly Review*.

Frankel (J.A.), Rose (A.K.), (1996), « Currency Crashes in Emerging Markets: Empirical Indications », *NBER Working Paper*, n° 5437, janvier

Gagnon (J.E.), (1996), « Net Foreign Assets and Equilibrium Exchange Rates: Panel Evidence », Board of Governors of the Federal Reserve System, *International Finance Discussion Paper*, n° 574, décembre

Landefeld (J.S.), Lawson (A.M.), (1991), « Valuation of the U.S. Net International Investment Position », *Survey of Current Business* 71, n° 5, mai, 40-49

Lane (P.R.), Milesi-Ferreti (G.M.), (2001), « Long-Term Capital Movements », *NBER Working Paper*, n° 8366, juillet

Lane (P.R.), Milesi-Ferreti (G.M.), (2002), « External Wealth, the Trade Balance and the Real Exchange Rate », *CEPR Discussion Paper*, n° 3153, janvier

Obstfeld (M.), Taylor (A.M.), (2002), « Globalization and Capital Markets », *NBER Working Paper*, n° 8846, mars

Oliveira Martins (J.), Plihon (D.), (1990), « L'impact des transferts internationaux d'épargne sur les déséquilibres extérieurs », *Économie et Statistique*, n° 232, mai

Patat (J.P.), (1994), « Non-residents' holdings of French government securities », *Cahiers économiques et monétaires de la Banque de France*, n° 43

Penalosa (J.M.), Sastre (T.), (2001), « Flow of funds analysis in the experience of the Banco de Espana », in Klöckers, H.J.Willeke, Caroline (ed.), *Monetary Analysis: Tools and Applications*, ECB, août

Senior (S.), Westwood (R.), (2001), « The external balance sheet of the United Kingdom: implications for financial stability ? », *Bank of England Quarterly Bulletin*, Winter

Sparling (R.P.), (2002), « Dutch external assets », *De Nederlandsche Bank Statistical Bulletin, Special Issue*, février

Wooldridge (P.D.), (2002), « Uses of the BIS statistics: an introduction », *BIS Quarterly Review*, mars