

GRANDEUR ET DÉCADENCE DE L'ACCUMULATION D'ACTIFS ÉTRANGERS : CAUSES ET CONSÉQUENCES

MATTHEW HIGGINS *

THOMAS KLITGAARD *

La tempête financière qui s'est abattue sur les marchés mondiaux en 2008 a spectaculairement ralenti le rythme de l'accumulation de richesses par les gouvernements de nombreuses économies en développement. Les réserves de change des pays asiatique et des pays exportateurs de pétrole s'étaient gonflées, et un certain nombre de pays cherchaient à augmenter les rendements de leurs avoirs en transférant des actifs du bilan de leur Banque centrale vers des fonds souverains. À la fin de 2008, cependant, les gouvernements de nombreux pays ont réagi à l'extension de la crise en utilisant leurs réserves pour soutenir leurs monnaies et stabiliser leurs marchés financiers nationaux.

189

Cet article commence par examiner les causes de la croissance rapide des actifs publics étrangers au cours des dernières années. Les interventions sur les marchés des changes et la croissance des recettes en pétrodollars - les deux principales sources de financement des récentes sorties de capitaux publics - ont des conséquences très différentes pour la politique monétaire nationale et pour la perspective de retour sur investissement qui est celle des investisseurs souverains. L'article analyse ensuite comment la crise de 2008 a affecté les perspectives d'investissements publics transfrontaliers, et indique qu'il

* Banque de la Réserve fédérale de New York.

Les opinions exprimées dans cet article sont celles des auteurs et ne reflètent pas nécessairement la position de la Banque de la Réserve fédérale de New York ou de la Réserve fédérale.

est peu probable d'assister à une reprise rapide des sorties importantes de capitaux publics observées ces dernières années. Nous terminons en étudiant les conséquences du ralentissement probable des acquisitions d'actifs publics pour les marchés financiers mondiaux. Il nous semble qu'en raison du moindre effet de levier des opérations extérieures des investisseurs privés, le fait que les investissements publics étrangers se caractérisent par un ratio d'endettement nul pourrait accroître progressivement leur importance dans le fonctionnement du marché mondial.

LA CROISSANCE DES AVOIRS PUBLICS EXTÉRIEURS

Le montant des actifs publics transfrontaliers a fortement augmenté ces dernières années. Cette croissance rapide est très facilement démontrée par la croissance des réserves de change des banques centrales, le réservoir traditionnel, et de loin le plus important, de la richesse extérieure publique (cf. tableau 1). À la fin de 2003, les réserves de change mondiales atteignaient le montant déjà considérable de 3 200 Md\$. En septembre 2008, elles avaient plus que doublé et atteint 7 400 Md\$. Mais ce qui est remarquable, c'est que la quasi-totalité de l'augmentation des réserves mondiales était le fait des économies en développement, avec des augmentations particulièrement fortes dans les pays en développement d'Asie et les pays exportateurs de pétrole d'Europe et du Moyen-Orient.

190

Tableau 1
Les avoirs de réserve mondiaux
(Md\$)

	2003	2008	Variation
Monde	3 198	7 361	4 162
Pays développés	1 228	1 539	310
Japon	663	974	311
Zone euro	223	220	-3
Marchés émergents	1 970	5 822	3 852
Afrique	92	347	256
Asie	1 249	3 257	2 008
Europe*	241	952	711
Amérique Latine	195	516	321
Moyen-Orient**	194	750	557

* Comprend aussi les anciennes républiques de l'URSS situées en Asie.

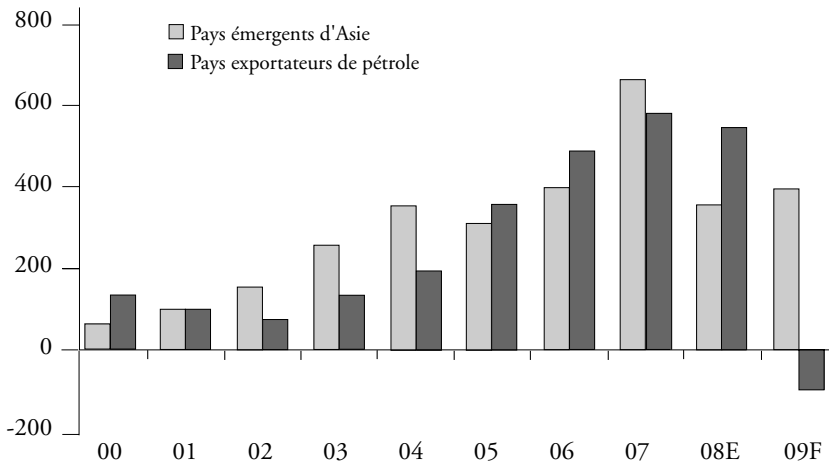
** Les actifs à l'étranger de la Banque centrale saoudienne non comptabilisés comme des réserves de change par les autorités saoudiennes sont reclassés comme des avoirs de réserve ici.

Source : FMI, International Financial Statistics. Les chiffres indiquent le total des réserves moins les avoirs en or. Les données de 2008 sont à fin septembre.

Les fonds souverains ont également crû rapidement ces dernières années, bien qu'aucune série statistique détaillée ne soit disponible. Cependant, certaines estimations situent les actifs gérés par l'ensemble de ces fonds à 3 900 Md\$¹. Même si ces chiffres incluent quelques doublons ou sont exagérés pour d'autres raisons, les investissements des fonds souverains restent suffisamment importants pour peser sur le fonctionnement des marchés financiers mondiaux.

L'accélération récente de l'accumulation de réserves publiques s'est produite en deux vagues qui se recouvrent partiellement². La première vague a commencé au début de 2003 avec l'intervention des banques centrales d'Asie sur les marchés des changes pour contrer les pressions en faveur de la réévaluation de leurs monnaies (cf. graphique 1). La seconde, qui a commencé en 2005, est venue du secteur public des pays exportateurs de pétrole qui cherchaient à recycler leurs recettes en pétrodollars sur les marchés internationaux de capitaux³.

Graphique 1
Accumulation publique des actifs étrangers
(Md\$)



Sources : FMI, Perspectives économiques mondiales, estimations des auteurs et prévisions.

ÉPARGNE, INVESTISSEMENTS
ET FLUX DE CAPITAUX INTERNATIONAUX

Nous pouvons mieux comprendre la manière dont les investissements publics transfrontaliers affectent les marchés financiers mondiaux en les replaçant dans le contexte des balances mondiales d'épargne et

d'investissement. Les différences entre taux épargne et taux d'investissement entre les pays déterminent la structure des flux internationaux de capitaux⁴. En termes de comptes publics, les sorties nettes de capitaux d'un pays sont la différence entre l'épargne nationale et les investissements domestiques, ils sont également l'équivalent de la balance des paiements courants de ce pays. Un pays qui épargne plus qu'il n'a besoin pour ses investissements domestiques envoie l'excédent de son épargne à l'étranger pour acquérir des actifs étrangers. À l'inverse, un pays qui connaît un déficit d'épargne, comme les États-Unis, peut maintenir un taux d'investissement plus élevé en empruntant à l'étranger. Pour l'ensemble du monde, le total de l'épargne doit être égal au total de l'investissement, avec des différentiels positifs entre épargne et investissement dans certains pays et des différentiels négatifs dans d'autres.

Le tableau 2 montre les tendances récentes des flux de capitaux mondiaux. En 2008, les pays exportateurs de pétrole ont été les principaux fournisseurs d'excédents d'épargne, réalisant des investissements transfrontaliers pour un montant de 660 Md\$. La Chine a investi 375 Md\$ à l'étranger, le Japon et les économies émergentes d'Asie, en dehors de la Chine, apportaient également des excédents d'épargne⁵.

192

Tableau 2
Les flux d'épargne nette dans le monde
(mesurés par les données des comptes courants, Md\$)

	2007	2008	2009
Chine	372	375	320
Autres pays émergents d'Asie	139	70	100
Japon	212	175	160
Exportateurs de pétrole	466	660	- 100
États-Unis	- 731	- 645	- 470
Autre + erreurs	- 458	- 635	- 10

Source : FMI, Perspectives économiques mondiales, octobre, Consensus Forecasts, estimations des auteurs. Hypothèse d'un prix du pétrole de 50 dollars le baril en 2009.

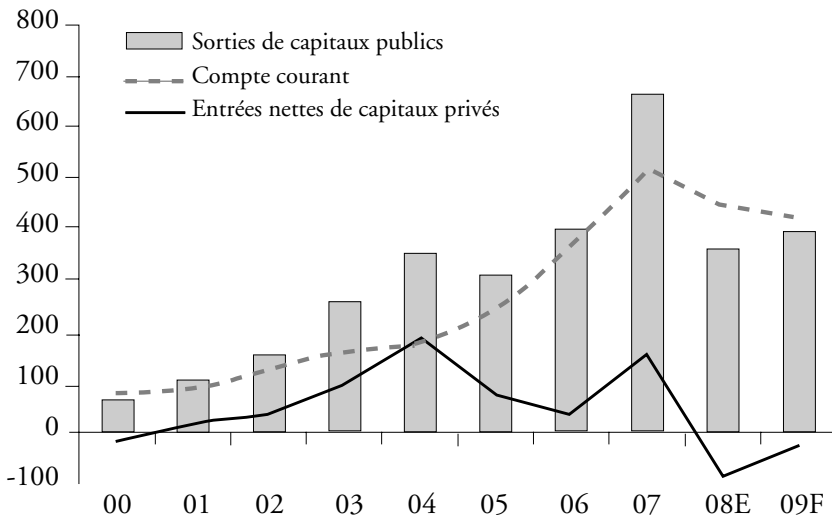
Les États-Unis ont été la principale destination de ces excédents étrangers, absorbant un total de 645 Md\$. Sans ces entrées de capitaux étrangers, les États-Unis auraient dû procéder à des ajustements en réduisant leurs dépenses de consommation et d'investissement. Le déficit assez important indiqué dans la ligne « autre +

erreurs » est essentiellement dû à l'échec de l'annulation de la somme des soldes courants des différents pays⁶.

Dans un pays qui a un excédent d'épargne, les sorties de capitaux qui en résultent peuvent être le fait d'investisseurs privés ou publics : « Balance des comptes courants = Sorties nettes privées + Sorties nettes publiques ».

Dans les pays émergents d'Asie, les sorties publiques ont en fait dépassé les excédents des comptes courants ces dernières années (cf. graphique 2). La raison en est que, en termes nets, les investisseurs privés ont préféré investir dans des fonds importants dans la région, en dépit de ses excédents d'épargne. En conséquence, les gouvernements d'Asie ont non seulement exporté les excédents d'épargne de la région, mais ont aussi recyclé d'importantes entrées de capitaux privés.

Graphique 2
Les achats publics d'actifs étrangers
dans les pays émergents d'Asie
(Md\$)



Sources : FMI, octobre 2008, Perspectives économiques mondiales, estimations des auteurs. Les pays émergents d'Asie incluent tous les pays asiatiques sauf ceux du Moyen-Orient, l'ex-URSS et le Japon.

En revanche, les pays exportateurs de pétrole ont connu peu de mouvements de capitaux privés dans un sens ou dans l'autre au cours des dernières années (cf. tableau 3 ci-après). En conséquence, les sorties nettes de capitaux publics ont connu une évolution comparable à celle des paiements courants.

Tableau 3
Les investissements nets étrangers
des pays exportateurs de pétrole
 (Md\$)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	Total
Investissement net étranger	134	219	403	498	466	660	2 380
Investissement privé	1	26	49	12	-116	120	92
Investissement public	133	193	355	486	581	540	2 288
Réserves de change	72	127	211	293	380	354	1 437
Autres	61	66	144	194	201	186	851

Sources : FMI, Perspectives économiques mondiales, rapports annuels du fonds de pension public norvégien, estimations des auteurs.

Notre survol rapide des tendances des mouvements mondiaux de capitaux a mis en évidence deux faits. En premier lieu, les marchés émergents d'Asie et les exportateurs de pétrole ont été les principales sources d'excédents d'épargne dans le monde entier. En second lieu, ces excédents ont été entièrement transférés par le secteur public. Une attention particulière aux déterminants de l'accumulation d'actifs étrangers dans ces deux groupes nous aidera à expliquer pourquoi les investisseurs publics ont monopolisé les sorties nettes de capitaux.

194

*LES DÉTERMINANTS DE L'ACCUMULATION D'ACTIFS
 PAR LES INVESTISSEURS PUBLICS*

Dans les pays émergents d'Asie, l'accumulation d'actifs par le secteur public est liée presque entièrement à l'achat de réserves de change par les banques centrales. En effet, de 2003 à 2008, à peine 100 Md\$, sur plus de 2 300 Md\$ d'investissements publics à l'étranger, ont été effectués en dehors des banques centrales⁷.

La raison traditionnelle de la constitution de réserves de change est l'auto-assurance, qui vise à disposer des ressources nécessaires pour affronter d'éventuelles turbulences sur les marchés des changes. À de tels moments, les investisseurs convertissent massivement la monnaie locale en dollars ou en d'autres monnaies de réserve. Les efforts pour répondre à cette demande en utilisant les réserves de la Banque centrale peuvent réduire considérablement celles-ci, ce qui redouble la volonté des investisseurs d'acheter des actifs étrangers avant que la monnaie locale ne s'affaiblisse. Un stock important de réserves peut constituer une démonstration publique de la volonté de défendre la parité de la monnaie nationale et contribue à prévenir les attaques contre celle-ci.

L'auto-assurance explique sans doute une partie de la croissance des réserves depuis la fin des années 1990. Après tout, plusieurs pays de la région ont souffert des attaques déstabilisantes sur leurs monnaies pendant la crise asiatique. Cependant, les réserves de change en Asie sont tout simplement devenues trop importantes pour cette fonction, et il faut trouver un autre motif à l'accumulation de réserves durant ces dernières années. Une mesure habituelle du degré de protection d'une économie contre une crise de change est le ratio entre les réserves et la dette en devises à court terme (échéance à un an). Un ratio de 1 ou plus est considéré comme un degré élevé de protection. Mais toutes les grandes banques centrales asiatiques ont un ratio qui dépasse 1,5 - et souvent bien plus - et cela s'observe depuis des années (avant 2005). Les banques centrales asiatiques ont également entretenu d'importantes protections contre les crises conformes aux normes de réserves les plus exigeantes recommandées par certains auteurs⁸.

À notre avis, les banques centrales d'Asie ont surtout accumulé des réserves pour pouvoir résister aux pressions du marché pour renforcer le cours de leurs monnaies nationales. Ces dernières années, la plupart des pays émergents d'Asie ont enregistré des excédents courants et plusieurs ont également connu des entrées nettes de capitaux privés. Si les banques centrales régionales n'avaient pas compensé ces entrées de change par des sorties publiques - c'est-à-dire des achats de réserves -, les monnaies asiatiques se seraient appréciées, réduisant la compétitivité des entreprises asiatiques sur les marchés mondiaux. Les achats de réserves ont donc contribué à protéger le secteur exportateur en tant que source de croissance.

Certes, la taille des excédents d'épargne des pays émergents d'Asie n'est pas une variable exogène qui devrait être répartie entre investisseurs publics et privés. Au contraire, la dimension des excédents actuels dépend de la taille et de l'efficacité des interventions sur les changes. Une appréciation des monnaies nationales entraînerait une réduction des exportations, une croissance des importations et donc de moindres déficits des paiements courants. Cela dit, nous n'avons pas connaissance d'estimations fiables sur la marge d'appréciation que les devises asiatiques auraient connue en l'absence des fortes accumulations de réserves de ces dernières années.

L'essor des recettes en pétrodollars explique le niveau important des excédents d'épargne des pays exportateurs de pétrole au cours des dernières années. Avec des économies trop étroites pour utiliser ces fonds sur le plan national, il semblait sensé de les recycler sur les marchés internationaux de capitaux. Le rôle déterminant joué par le secteur public dans le recyclage des pétrodollars ne devrait pas surprendre. Dans la plupart des principaux pays exportateurs de pétrole, les compagnies

pétrolières sont détenues par l'État. Ailleurs, les taxes sur la production de pétrole constituent une large part des recettes publiques.

Il faut noter que les gouvernements des pays exportateurs de pétrole n'ont que rarement acheté des actifs étrangers dans le but de peser sur les cours de leur monnaie nationale. Au contraire, ils ont seulement recherché des investissements intéressants pour la manne des pétrodollars. Nous expliquons plus loin pourquoi cette différence avec la situation des marchés émergents d'Asie est importante pour la politique monétaire nationale et pour les perspectives de rendement des investisseurs souverains.

*RÉSERVES, BILANS DES BANQUES CENTRALES
ET COMPROMIS RISQUE/RENDEMENT
DES INVESTISSEURS PUBLICS*

Le bilan simplifié d'une banque centrale permet que l'« actif » du bilan comporte des avoirs en monnaie nationale, en général des fonds d'État, et des actifs en devises étrangères, généralement sous la forme d'obligations d'États étrangers. La colonne « passif » comprend les dépôts des banques privées et du gouvernement auprès de la Banque centrale et la monnaie nationale en circulation. Ensemble, ces engagements constituent la masse monétaire d'un pays. Le passif peut également contenir des titres émis au nom de la Banque centrale elle-même. Si l'on déplace ces titres vers la colonne des actifs du bilan en les soustrayant des avoirs domestiques, on obtient la formule suivante : « Base monétaire = Actifs domestiques nets + Réserves de change ».

Cette formule montre que l'accumulation de réserves a des conséquences directes sur la politique monétaire. Lorsqu'une banque centrale achète des devises étrangères, elle les paie soit en émettant de la monnaie nationale, soit, si le vendeur est une banque privée domestique, en créditant son compte auprès de la banque nationale. Il en résulte une augmentation de la base monétaire et, en raison de l'effet multiplicateur, un accroissement plus important de la masse monétaire nationale élargie.

Souvent, cette injection de liquidités dans l'économie ne sera pas la bienvenue. Une augmentation de la masse monétaire tend à faire baisser les taux d'intérêt, ce qui peut entraîner avec le temps une surchauffe de l'économie et des poussées inflationnistes. Si la Banque centrale veut éviter de telles conséquences, elle peut stériliser ses achats de devises en procédant à une vente en compensation de certains de ses actifs domestiques, comme des titres d'État. Elle peut également émettre des titres de dette domestique, comme les bons de la Banque centrale.

L'effet de telles opérations est d'absorber la liquidité qui avait été injectée dans l'économie par des achats de réserves.

Dans les pays émergents d'Asie, les banques centrales ont stérilisé la majeure partie des achats de réserves, avec un ratio base monétaire/PIB restant relativement stable en dépit de l'accroissement explosif des réserves de change⁹. Il faut noter que la baisse des actifs nets domestiques des banques centrales est largement due à des émissions de papier de ces banques plutôt qu'à la vente d'actifs existants. En résumé, les banques centrales asiatiques ont acheté des réserves de change en émettant des instruments monétaires domestiques. Cela mérite d'être répété. L'accumulation de réserves dans les marchés émergents d'Asie est en grande partie financée par la dette.

Le résultat est que les bilans des banques centrales asiatiques sont affectés d'un important déséquilibre entre les monnaies. Elles pourraient subir d'importantes pertes en capital si les monnaies locales venaient à s'apprécier contre le dollar et les autres monnaies de réserve. En fonction de ses réserves actuelles, une appréciation de 10 % du dollar de Singapour contre le dollar américain provoquerait une perte en capital domestique représentant plus de 10 % du PIB. De même, à Taïwan, une hausse de 10 % de la monnaie entraînerait une perte équivalente à 6 % du PIB. Bien que la Chine et la Corée s'en tireraient mieux dans cette hypothèse, elles subiraient respectivement tout de même des pertes de l'ordre de 4,5 % et 2,5 % du PIB.

Les conséquences potentielles d'une accumulation de réserves par l'endettement vont au-delà du risque de change. Examinons la perspective d'investissement de la Banque populaire de Chine il y a à peine quelques mois. Vers la mi-mai, les projections des marchés concernant le taux annuel d'appréciation du RMB (ou yuan) contre le dollar américain, sur la base des contrats à terme non livrables (NDF) à douze mois, étaient légèrement supérieures à 9 %. En outre, la Banque centrale servait un taux de près de 4 % sur les nouveaux instruments de stérilisation. La Banque centrale aurait donc été obligée d'offrir un taux plancher d'environ 13 %, rien que pour rester en phase avec le niveau anticipé de la monnaie locale^{10,11}. Il faut noter que le taux plancher pour les autres banques centrales des marchés émergents d'Asie est sensiblement moins intimidant.

Dans le contexte de la crise financière mondiale actuelle, les pressions des marchés dans la région se sont retournées et au lieu de pousser à la hausse, elles poussent à la baisse. Cependant, il est important de garder en mémoire que l'accumulation de réserves de change dans la région a été effectuée pour freiner la pression à long terme en faveur d'une appréciation de la monnaie nationale. Dans ce contexte, les excédents courants des pays émergents d'Asie restent généralement

importants, et les gains actuels de productivité devraient favoriser, sur le long terme, une appréciation par rapport au dollar et aux autres monnaies de réserve¹². Très probablement, la pression des marchés en faveur d'une appréciation des monnaies locales reprendra lorsque la phase aiguë de la crise sera passée.

La leçon d'ensemble est que les interventions sur les changes pour résister aux pressions à la hausse des marchés sur les devises locales comportent un risque d'accroissement des pertes en capital automatiques pour les banques centrales et, si l'on additionne la Banque centrale et le Trésor, des bilans publics consolidés.

Par contre, les accumulations d'actifs publics dans les pays exportateurs de pétrole comportent peu de ces risques monétaires et d'investissements. La principale raison en est qu'elles ont été financées par des ressources, et non par de la dette.

Il faut d'abord noter que les investissements des pays exportateurs de pétrole n'ont bien souvent pas été incorporés dans les bilans de leurs banques centrales. Selon nos estimations, sur 2 300 Md\$ d'investissements à l'étranger sur la période 2003-2008, environ 900 Md\$ ont été effectués par le canal de fonds souverains ou d'autres véhicules d'investissement extérieurs aux banques nationales. Plus important encore, lorsque le recyclage des pétrodollars s'est effectué par le canal des banques centrales, il a généralement été de nature passive, sans conséquences concrètes pour la liquidité domestique ou pour le taux de change de la monnaie nationale.

Examinons le cas de l'Arabie Saoudite. Comme d'autres pays exportateurs de pétrole, l'Arabie Saoudite a ancré sa monnaie au dollar américain. Bien que ce pays maintienne un certain nombre de mesures de contrôle des changes, cet ancrage ne laisse guère de marge de manœuvre en matière de politique monétaire et les taux d'intérêt suivent de près ceux des États-Unis. Parce que l'industrie pétrolière est contrôlée par le gouvernement, les recettes des exportations pétrolières vont immédiatement dans les coffres de l'État. Si ces fonds étaient simplement convertis en monnaie locale et dépensés, cela entraînerait une croissance équivalente de la masse monétaire, et l'ancrage au dollar deviendrait impossible. En fait, la plupart des revenus d'exportation qui ne sont pas dépensés pour les importations sont déposés à la Banque centrale qui les utilise pour acheter des titres étrangers ou effectue des dépôts dans les banques étrangères. Il en résulte une croissance parallèle des actifs étrangers de la Banque centrale et de ses engagements à l'étranger (sous la forme de dépôts publics). En conséquence, l'accumulation de réserves par l'Arabie Saoudite est automatiquement stérilisée, et la masse monétaire reste stable. En outre, parce que les dépôts gouvernementaux sont

réalisés en devises étrangères, la Banque centrale ne court pas de risques de change.

Certes, le secteur public saoudien dans son ensemble, la Banque centrale et le Trésor pourraient encourir des pertes en capital si la monnaie saoudienne venait à s'apprécier contre le dollar et les autres monnaies de réserve. Mais le fait que les réserves saoudiennes ont été au départ obtenues par un recyclage automatique des pétrodollars, et non par des efforts pour maintenir la valeur de la monnaie nationale au-dessus du niveau voulu par les marchés, rend cette éventualité peu probable. En outre, le secteur public consolidé se retrouve confronté à un taux plancher considérablement inférieur pour obtenir un rendement positif de ses avoirs car l'accumulation des actifs étrangers a été fondée sur des ressources plutôt que financée par l'émission d'une dette nationale en devises servant des taux d'intérêt.

La comparaison entre la Chine et l'Arabie Saoudite illustre les situations très différentes que rencontrent les secteurs publics de ces deux pays en matière de politique monétaire et de problèmes que présentent leurs investissements. Mais les principaux points soulevés par cette comparaison valent dans leur ensemble pour les secteurs publics des pays émergents d'Asie et les pays exportateurs de pétrole.

À notre avis, le niveau impressionnant des taux planchers auxquels doivent faire face les pays émergents d'Asie est l'une des principales raisons qui ont justifié le transfert croissant des actifs des banques centrales vers les fonds souverains¹³. Les actifs de réserve des banques centrales ont, après tout, généralement été investis dans des créances sûres, à faible rendement, sur des économies souveraines avancées, ou des institutions quasi souveraines équivalentes¹⁴. En permettant une évolution sur la courbe des risques et des rendements, ces transferts d'actifs vers les fonds souverains augmentent la possibilité de voir reculer les taux planchers.

Mais c'est là que le bât blesse. Les fonds souverains, comme les investisseurs privés, ne peuvent obtenir des rendements supérieurs attendus qu'en prenant davantage de risques. Certains investisseurs institutionnels peuvent avoir du succès. La Government Investment Corporation (GIC) de Singapour, par exemple, affiche un rendement, calculé en monnaie locale, de 8,2 % de 1981 à 2006. Mais rien ne garantit que les investisseurs souverains puissent répéter de tels rendements à une plus grande échelle, ni qu'ils seront suffisamment énergiques pour surperformer les investisseurs privés. Les maigres résultats réalisés jusqu'ici par les grands investissements récents des fonds souverains d'Asie et du Moyen-Orient dans les entreprises des économies avancées en sont de bons exemples.

*INVESTISSEURS PUBLICS
ET MARCHÉS FINANCIERS AMÉRICAINS*

Il est difficile de savoir comment les investisseurs publics gèrent leurs richesses souveraines en raison de la transparence limitée de nombre d'entre eux et de la difficulté d'identifier la source des fonds qui entrent dans un pays. Par exemple, les recettes des exportations pétrolières peuvent être déposées dans une banque londonienne, avec pour instruction d'acheter des obligations ou des actions américaines et de les conserver dans un compte titres. Les statistiques montreraient que l'entrée de capitaux provient du Royaume-Uni, et non du pays exportateur de pétrole.

Des estimations approximatives sur les endroits où les sorties de capitaux ont abouti peuvent être faites sur la base de la composition des nouveaux achats de réserves de change. Nous prenons pour hypothèse que la proportion des nouveaux achats d'actifs en dollars correspond à la part du dollar dans les réserves actuelles - 65 % selon les dernières statistiques - et que cette hypothèse s'applique à toutes les régions¹⁵. Sur cette base, les banques centrales d'Asie et des pays exportateurs de pétrole ont acheté près de 585 Md\$ sur l'année 2008. Si cela est exact, cette somme est en elle-même suffisante pour financer le déficit des paiements courants américains, estimé à près de 645 Md\$ cette année. N'importe quel investissement important aux États-Unis par des entités souveraines autres que des banques centrales serait donc plus que suffisant pour que l'ensemble des investissements souverains comble le déficit américain.

À défaut de ces entrées de capitaux, les prix des actifs américains devraient baisser pour attirer de nouvelles entrées de capitaux privés. La baisse des actifs américains serait nécessaire pour attirer de nouveaux flux de capitaux privés, en relevant le taux de rendement associé à ces nouveaux apports (pour les actifs à revenu fixe, la baisse des prix fait monter le taux d'intérêt). Une baisse du dollar ferait également partie du processus d'ajustement, en faisant baisser les prix des actifs en devises étrangères¹⁶. Enfin, une hausse des taux d'intérêt américains contribuerait à réduire les besoins de l'économie américaine en capitaux étrangers en stimulant l'épargne (ou en décourageant la consommation) et en réduisant les dépenses d'investissement.

Il n'y a cependant aucun signe que les investisseurs publics aient été réticents à investir aux États-Unis pendant la crise actuelle, même si les déficits américains restent importants. Le dollar, s'il a baissé contre le yen, a progressé face à la plupart des devises en 2008. Les taux d'intérêt sont particulièrement bas, notamment sur les titres du Trésor, car la politique monétaire s'efforce de soutenir l'économie de manière

offensive. Peut-on s'attendre à ce que les investisseurs publics continueront à soutenir les marchés américains dans ce contexte ?

*INVESTISSEMENT SOUVERAIN,
DÉSENDETTEMENT MONDIAL ET L'ÉCONOMIE AMÉRICAINE*

Pour répondre à cette question, le premier facteur à prendre en compte est que le rythme de l'accumulation d'actifs souverains s'est fortement ralenti vers la fin de l'année 2008, notamment après l'intensification de la crise financière mondiale à la mi-septembre. Dans ce contexte, il faut se rappeler la formule qui fait de la balance des comptes courants la somme des flux publics et privés. L'accumulation d'actifs souverains ralentira alors, en raison d'une combinaison de deux facteurs : la détérioration des balances courantes, et un changement en faveur des sorties nettes de capitaux privés (ou une baisse des entrées privées).

Dans les pays émergents d'Asie, les paiements courants ont été affectés par le ralentissement mondial qui pèse sur leurs revenus d'exportation (les dépenses d'importation ont également faibli, mais moins). En outre, lors des dernières turbulences sur les marchés, il s'est produit un renversement brusque des entrées nettes de capitaux privés en faveur des sorties nettes. Actuellement, seule la Chine continue d'accumuler des actifs de réserve, alors que les banques centrales de la région vendent des réserves pour stabiliser les marchés nationaux et les monnaies.

Pour les pays exportateurs de pétrole, on est passé brusquement de forts excédents des comptes courants à des excédents nettement plus modestes, voire des déficits, ce qui a, en grande partie, mis fin à l'accumulation d'actifs publics. Les flux privés, dans un sens comme dans l'autre, sont restés insignifiants.

En résumé, les deux principaux déterminants des accumulations récentes et massives d'actifs par les investisseurs publics - les interventions sur les marchés des changes pour contrer l'appréciation des monnaies nationales dans les pays émergents d'Asie et le gonflement des recettes de pétrodollars dans les pays exportateurs de pétrole - se sont maintenant affaiblis. Il demeure incertain de prévoir quand et dans quelle mesure ceux-ci pourraient se rétablir. Cependant, les perspectives sont celles d'une accumulation ralentie en 2009, surtout en dehors de la Chine.

Néanmoins, l'importance du rôle des investisseurs publics pourrait s'accroître dans un proche avenir. Si les flux publics s'amenuisent, les flux privés semblent diminuer encore plus vite. Au fond, les marchés sont entrés dans une période de « dé-mondialisation » dans laquelle

les transactions internationales basées sur l'endettement vont être dénouées de manière offensive¹⁷.

Les statistiques américaines disponibles jusqu'ici illustrent la baisse des flux privés par rapport aux flux publics. Au cours des deuxième et troisième trimestres 2008, les investisseurs privés américains ont liquidé 50 Md\$ de titres étrangers, après en avoir acheté près de 300 Md\$ sur les trois années précédentes¹⁸. Sur la même période, les investisseurs privés ont vendu plus de 70 Md\$ de titres américains (hors titres du Trésor ou *treasuries*) après en avoir acheté pour 570 Md\$ sur les trois années précédentes¹⁹. En comparaison, les achats imputés aux investisseurs publics se sont élevés à 262 Md\$ pour les deuxième et troisième trimestres, un rythme bien plus élevé que les 385 Md\$ achetés au cours des trois années précédentes.

Ce retrait des investisseurs privés des marchés étrangers est encore plus prononcé dans les statistiques des banques aux États-Unis. Les créances étrangères comptabilisées par les banques et les courtiers installés aux États-Unis ont baissé de près de 400 Md\$ aux deuxième et troisième trimestres, après avoir progressé de 450 Md\$ sur les trois années précédentes. Les engagements étrangers ont baissé d'un même montant. Pour faire simple, les actifs transfrontaliers comptabilisés par les institutions financières régressent, dans la mesure où les emprunts antérieurs des investisseurs pour financer des achats d'actifs étrangers sont dénoués. Ce processus de désendettement devrait continuer en raison des pertes financières subies au cours des deux dernières années par les institutions financières, qui cherchent à réduire le volume d'endettement dans le système financier mondial.

Cependant, les États-Unis ne semblent pas avoir eu, pendant la tempête, de difficultés pour financer leur déficit courant toujours important. Les taux d'intérêt américains restent très bas et le dollar est resté relativement stable ou en hausse face à de nombreuses devises. En fait, le processus mondial de désendettement a créé une pénurie (c'est-à-dire une demande excessive) de liquidités en dollars dans les marchés de capitaux européens et américains. En réalité, les statistiques montrent que les investisseurs privés se sont retirés du marché américain, mais les apports publics sont restés élevés, au moins jusqu'au troisième trimestre. En outre, en liquidant les investissements étrangers antérieurs, les investisseurs américains ont compensé la liquidation d'investissements domestiques par des investisseurs privés étrangers.

Le contexte financier que les États-Unis connaîtront en 2009 est encore incertain. Il est possible que le désendettement mondial ait apporté un soutien temporaire au dollar, en augmentant la demande de liquidités en devises américaines pour rembourser les créanciers²⁰. Si c'est le cas, les pressions à la baisse des marchés sur le dollar pourraient

revenir alors que le désendettement se poursuit. Du côté positif de la balance, les États-Unis devraient réduire sérieusement leurs besoins de financement extérieurs en 2009, avec un déficit des paiements qui devrait baisser de 650 Md\$ en 2008 à 410 Md\$ en 2009. Du côté négatif, les accumulations publiques d'actifs devraient se réduire fortement en 2009, avec les plus fortes sorties venant de Chine. À plus long terme, la principale question concernant le financement du déficit américain devrait rester ce qu'elle est : pendant combien de temps, et à quelles conditions, les gouvernements étrangers continueront-ils à investir dans des actifs en dollars ?

Les investisseurs souverains vont continuer de jouer un rôle clé dans les marchés financiers mondiaux, bien que leurs nouveaux investissements doivent probablement rester plus mesurés dans un proche avenir. En fait, avec le désendettement en cours des investisseurs privés mondiaux, les investissements publics pourraient devenir plus importants pour les marchés financiers mondiaux. Car les actifs publics ne sont pas le résultat de transactions financées par la dette et n'ont pas été liquidés pendant la crise actuelle. En conséquence, les investisseurs souverains représenteront probablement une plus grande part des investissements transfrontaliers mondiaux. Les allocations d'actifs des investisseurs souverains n'en seront que plus importantes pour les cours des actifs mondiaux et le fonctionnement du marché mondial.

203

NOTES

1. Cette estimation émane du Sovereign Wealth Fund Institute et date de fin 2008. Il n'existe aucune définition universellement acceptée des fonds souverains, et la distinction entre les actifs des fonds souverains et d'autres actifs publics peut être difficile à établir. Pour notre part, nous considérerons comme actifs des fonds souverains tout actif étranger détenu par des entités publiques qui n'est pas déjà comptabilisé comme des réserves officielles de change. Dans ce domaine, l'estimation de 3 900 Md\$ inclut 1 100 Md\$ figurant dans les bilans de banques centrales et déjà comptabilisés en tant que réserves. Cette estimation comprend également les avoirs de certains fonds de pension, qui ont d'importants investissements domestiques ainsi que des investissements étrangers, ainsi que les actifs de certains fonds régionaux. En fin de compte, à notre avis, les estimations des actifs des fonds souverains, qui ne publient pas le montant des actifs qu'ils gèrent, sont plutôt généreux. Cependant, même selon des évaluations plus rigoureuses, les fonds souverains détiendraient un montant impressionnant de 2 400 Md\$ à 2 700 Md\$.

2. Voir : Higgins et Klitgaard (2004) pour une étude des réserves asiatiques et Higgins, Klitgaard et Lerman (2006) pour une étude des flux de pétrodollars.

3. Notre agrégat pour les exportateurs de pétrole ajoute la Norvège à la liste des exportateurs dressée par les Perspectives économiques mondiales du FMI. Le FMI considère comme exportateurs de pétrole les pays qui tirent plus de la moitié de leurs recettes à l'exportation de la vente de pétrole brut, de produits raffinés venant de brut domestique et de gaz naturel. La Norvège a récemment atteint ce seuil.

4. Pour simplifier, nous utilisons le terme « banques centrales » à la place de termes plus généraux comme « autorités monétaires ». Les actions entreprises par les ministères des Finances peuvent également affecter les agrégats monétaires.

5. Les marchés émergents d'Asie comprennent tous les pays d'Asie sauf le Japon, les pays du Moyen-Orient et ceux de l'ex-URSS.

6. Les excédents et déficits combinés du reste du monde devraient être égaux au déficit américain. L'essentiel de la différence est le résultat de problèmes statistiques, sous la forme de recettes d'exportation inférieures ou de dépenses d'importation supérieures aux chiffres publiés.

7. Les investissements de la China Investment Corporation et d'autres fonds souverains d'Asie proviennent de fonds acquis initialement par les banques centrales lors de leurs interventions sur le marché des changes.

8. Voir, par exemple : de Beaufort, Wijnholds et Kapteyn (2001). Selon leurs critères, toutes les grandes banques centrales asiatiques ont entretenu d'amples protections anticrises pendant plusieurs années.

9. La Chine constitue une exception relative à cette explication, avec une hausse de 6,3 % de la base monétaire par rapport au PIB entre 2003 et 2008 (mesurée de T3 en T3). L'augmentation provient d'une forte hausse des obligations de réserve, qui a pour effet d'accroître la base monétaire tout en réduisant le multiplicateur. Parce que des obligations de réserve plus élevées diminuent la masse monétaire domestique, elles permettent à la banque nationale de réduire les émissions de stérilisation tout en atteignant ses objectifs de masse monétaire. En réalité, les frais de portage et les risques d'intervention liés aux achats de devises ont été transférés au secteur bancaire privé. Il est remarquable qu'en dépit de l'augmentation des réserves monétaires, l'actif net domestique de la Banque centrale ait diminué massivement par rapport au PIB : -27,2 % sur la période considérée, annulant la masse de liquidités qui aurait dû être injectée en raison d'une augmentation des actifs nets étrangers de la Banque centrale de 33,5 %.

10. Le taux plancher (*hurdle rate*) du secteur public consolidé (qui rassemble la Banque centrale et les comptes du Trésor) n'est guère différent pour les achats de réserves stérilisées financés par des actifs existants de la Banque centrale. Ceux-ci, en effet, comprennent généralement des créances sur le Trésor, avec des coûts de financement proches de zéro pour le secteur public consolidé. Les coûts de financement réapparaissent cependant lorsque la Banque centrale utilise des effets du Trésor vendus au secteur privé.

11. Le contexte n'est pas moins difficile pour l'euro ou les investissements dans d'autres monnaies de réserve. Toute différence attendue dans l'appréciation d'une monnaie locale contre le dollar ou contre l'euro, par exemple, est entièrement compensée par le différentiel des taux d'intérêt.

12. C'est ce que l'on appelle « l'effet Balassa-Samuelson ».

13. La création de la China Investment Corporation, qui gère aujourd'hui environ 208 Md\$ d'actifs en est le principal exemple. Mais une partie des réserves a également été allouée à de nouveaux fonds souverains en Corée, et des initiatives similaires sont prévues dans d'autres pays, comme Taiwan, et dans des pays non asiatiques comme le Brésil. De tels dispositifs ne sont cependant pas nouveaux dans la région. A Singapour, la Government Investment Corporation a géré une bonne partie des réserves de la Banque centrale depuis le début des années 1980, de même que d'autres institutions publiques.

14. Ces actifs ont été principalement des créances sur le Trésor américain et les institutions américaines, et représentent 63 % des réserves mondiales connues, selon les chiffres disponibles, et probablement une proportion un peu plus élevée de l'ensemble des actifs de réserve mondiaux. Les réserves de la Chine et de l'Arabie Saoudite représentent la majeure partie des actifs de réserve dont la composition en devises n'est pas publiée, et l'on pense qu'elles sont un peu plus investies en dollars que ne l'indiquent les totaux publiés. Les créances en euro sur les fonds souverains et quasi souverains constituent une part croissante des actifs de réserve des banques centrales ces dernières années, et représentent actuellement près de 28 % du total divulgué. Des créances beaucoup plus faibles existent sur des pays souverains comme le Japon, le Royaume-Uni et la Suisse, et constituent le reliquat des actifs de réserve des banques centrales.

15. Les réserves de change en dollars représentent 65% du total des réserves déclarées à la fin de 2008 : T3 de la banque de données COFER du FMI. La composition de 37 % des réserves mondiales n'est pas précisée. La Chine et l'Arabie Saoudite sont les principaux investisseurs de réserves qui ne déclarent pas la composition de leurs actifs en devises au FMI. Dans ce cas, la question de savoir si la part de leurs actifs en dollars est supérieure ou inférieure à 65 % dépend fortement de la composition en devises des actifs de réserves de ces pays.
16. Une baisse du dollar réduit à la fois le coût des actifs américains en devises étrangères et la valeur en devises étrangères des flux de revenus associés. Donc, une baisse du dollar, en tant que telle, ne renforce les perspectives de rendement que si les investisseurs étrangers pensent que cette baisse s'inversera, au moins en partie.
17. Il s'agit ici des flux financiers internationaux, mais la part de l'investissement public a également augmenté dans le total des actifs du portefeuille mondial. En fait, selon des estimations rapides, cette part a augmenté de 7,5 % fin 2007 à 10 % fin 2008. Une part de cette augmentation est due à la forte baisse des cours, et les actifs publics étaient investis en papier à taux fixe. Les présentes estimations sont basées sur le *Rapport sur la stabilité financière mondiale* du FMI, mis à jour d'après les données de la BRI (Banque des règlements internationaux) sur la capitalisation mondiale en actifs à taux fixes et des chiffres de Datastream sur la capitalisation des Bourses mondiales.
18. Les chiffres proviennent des Transactions internationales, T3 2008, publiés par le Bureau of Economic Analysis.
19. Les émissions du Trésor américain (*treasuries*) ne sont pas prises en compte car il est probable qu'il y ait également eu des achats publics effectués *via* des tiers, comme des courtiers ou des dépositaires basés à Londres ou dans d'autres centres financiers. Pour ces raisons, les chiffres du BEA sur les achats par les investisseurs publics devraient constituer une limite basse.
20. Gao Xiqing, directeur de la China Investment Corporation, a fortement soutenu cette opinion. Voir : Fallows (2008).

BIBLIOGRAPHIE

- DE BEAUFORT W., ONNO J. et KAPTEYN A. (2001), « Reserve Adequacy in Emerging Market Economies », FMI, Working Paper n° P/01/143.
- FALLOWS J. (2008), « Be Nice to the Countries that Lend you Money », *The Atlantic*, décembre.
- FMI (2003), « Guidelines for Foreign Exchange Reserve Management », *Perspectives économiques mondiales*, avril, disponible sur le site : www.imf.org/external/np/mae/ferm/eng/.
- FMI, *Perspectives économiques mondiales*, diverses données disponibles sur le site : <http://www.imf.org/external/ns/cs.aspx?id=29>.
- HIGGINS M. et KLITGAARD T. (2004), « Reserve Accumulation : Implications for Global Capital Flows and Financial Markets », *Current Issues in Economics and Finance*, Federal Reserve Bank of New York, vol. 10, n° 10 (septembre/octobre).
- HIGGINS M., KLITGAARD T. et LERMAN R. (2006), « Recycling Petrodollars », *Current Issues in Economics and Finance*, Federal Reserve Bank of New York, vol. 12, n° 9, décembre.

