

Les statistiques financières permettent-elles d'appréhender les évolutions liées à la mondialisation ?

Jean-Charles BRICONGNE

Direction des Études et des Statistiques monétaires

Service d'Études et Statistiques des opérations financières

Jean-Guillaume POULAIN

Direction de la Balance des paiements

Service des Mouvements de capitaux extérieurs

Cet article procède à un examen critique des statistiques qui peuvent témoigner des principales manifestations de la mondialisation financière. Il est, en effet, primordial de disposer d'une bonne représentation du phénomène tant à des fins d'analyse macroéconomique que pour prévenir d'éventuelles atteintes à la stabilité financière. Pour autant, bien en appréhender les implications à l'aide de statistiques de financement, d'investissement et de transactions reste une tâche délicate.

Connaître les opérations, aussi diverses que complexes, dans lesquelles s'engagent les principaux acteurs de la mondialisation (notamment les sociétés multinationales et les intermédiaires financiers) est en effet malaisé, du fait de leur nature transfrontières et des innovations financières incessantes dont elles font l'objet. Ce repérage est pourtant indispensable pour évaluer à leur juste mesure les déséquilibres macroéconomiques et financiers et les risques qui s'y rapportent, avant de juger des éventuelles actions à mener pour préserver la stabilité du système financier. Résoudre les problèmes de mesure statistique liés à la mondialisation suppose non seulement de s'accorder sur la nature et la localisation des intermédiaires et des contreparties à observer, mais aussi de disposer d'informations fiables et pertinentes sur la valorisation des transactions et des positions. Ces préalables sont, en particulier, nécessaires à la constitution de séries temporelles cohérentes permettant de mettre les évolutions en perspective et de déceler aussi bien les tendances de longue période que d'éventuels changements de régime.

Cet article s'emploie également à explorer de possibles voies d'amélioration du dispositif statistique, mettant en particulier l'accent sur le degré d'implication souhaitable des différentes parties prenantes, qu'elles appartiennent à la sphère publique ou au secteur privé, sur les limites à ne pas dépasser en matière de charge de déclaration et sur l'équilibre à maintenir en matière de diffusion de l'information statistique et de partage des coûts de production des données.

Mots clés : Mondialisation, statistiques financières, sociétés multinationales, écrans statistiques, *hedge funds*, marchés de gré à gré, contreparties, réglementation, centres *offshore*, obligations déclaratives (*reporting requirements*), balance des paiements, comptes nationaux financiers
Code JEL : F36

NB : Article développant certaines idées exprimées à l'occasion de la troisième conférence de la Banque centrale européenne sur le thème Des statistiques financières pour une économie globalisée (M.-O. Strauss-Kahn, 4-5 mai 2006 – Francfort)

I | Les statistiques relatives à la globalisation financière et leurs limites

Compte tenu du caractère protéiforme et complexe du phénomène, toute définition de la mondialisation ne peut être qu'imparfaite. Celle-ci peut toutefois être décrite, en première analyse, comme la tendance au renforcement de l'interdépendance et de l'intégration des différentes zones économiques, des marchés et des institutions, quelle que soit leur implantation géographique. Au cours des dernières décennies, cette tendance a d'abord reflété la stratégie d'expansion des firmes multinationales qui ont multiplié les implantations ou les acquisitions de filiales à l'étranger plutôt que de se borner à développer leurs exportations. Mais les marchés de capitaux ont été le théâtre de manifestations encore plus spectaculaires de ce phénomène. Les statistiques financières, qui s'attachent à décrire notamment les mouvements internationaux de capitaux et les positions transfrontières ainsi que les flux de revenus s'y rapportant, ont vocation à prendre la mesure des principales évolutions en la matière, mais la tâche est devenue fort délicate.

III « Écrans » et difficultés statistiques

Deux types de problèmes entachent les statistiques relatives à la globalisation financière :

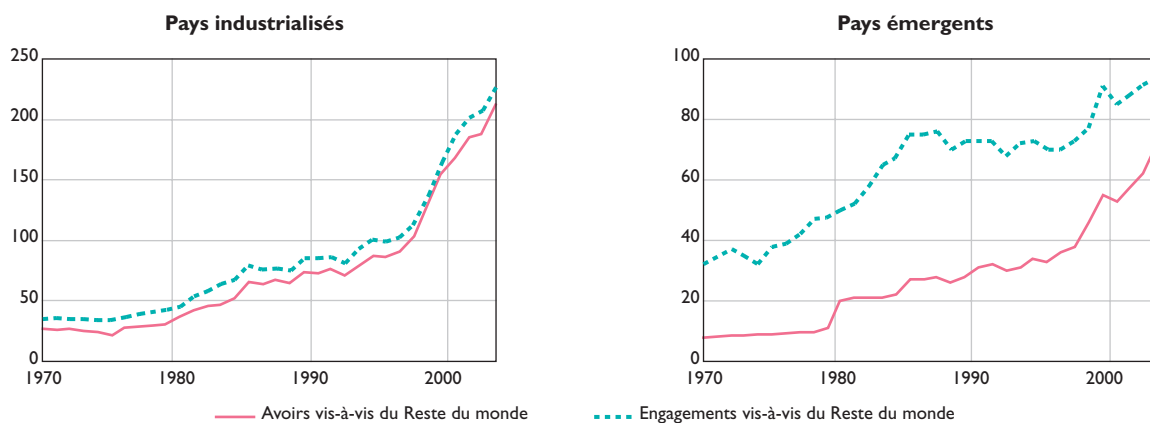
- le détail des opérations transfrontières, pour beaucoup conclues par des multinationales, est complexe à saisir à partir d'un point d'observation national ;
- de nouveaux intervenants et de nouveaux produits apparaissent, rendant difficile la continuité du suivi des acteurs et des opérations.

Opérations transfrontières : le rôle clé des sociétés multinationales

Avec la réduction des barrières nationales aux entrées et sorties de capitaux, la globalisation est synonyme de diversification des placements et des financements pour tous et d'occasions d'expansion mondiale pour les grandes entreprises et les banques. Les flux financiers transfrontières – et les encours d'opérations correspondants – ont très fortement augmenté au cours des dernières décennies (cf. graphique 1), qu'il s'agisse d'investissements

Graphique 1 Actifs et passifs transfrontières

(en moyenne, en % du PIB mondial)



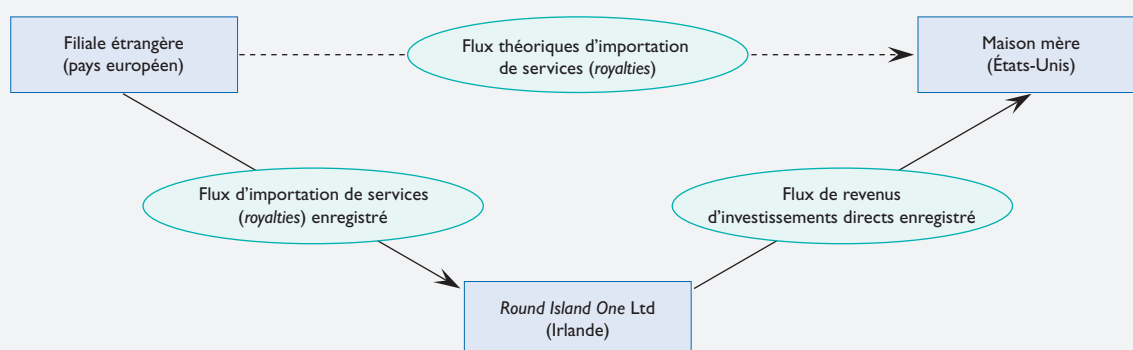
Sources : FMI, Statistiques financières internationales et statistiques de la balance des paiements ; Lane et Milesi-Ferretti (2005) et calculs du FMI

ENCADRÉ 1

L'exemple de Round Island

Round Island est une entreprise irlandaise dont l'activité consiste à collecter les revenus liés à l'utilisation des licences des logiciels Microsoft en Europe. De tels revenus devraient, théoriquement, être enregistrés comme des flux d'importation de services (dans le poste « Royalties et licences ») des pays européens concernés vers les États-Unis. En pratique, toutefois, ces flux sont composés de la succession :

- d'un flux d'importation de services d'un pays européen vers l'Irlande,
- d'un flux de revenus d'investissements directs entre l'Irlande et les États-Unis, même lorsqu'il n'y a aucun flux réel de dividendes versés à la maison mère.



directs, d'investissements de portefeuille ou d'autres investissements (essentiellement constitués des prêts et dépôts transfrontières des institutions financières monétaires).

Les statistiques d'investissements directs constituent l'un des indicateurs les plus utiles pour suivre le développement des liens économiques et financiers entre les différents pays et zones économiques. Néanmoins, la complexification des transactions a accru les problèmes méthodologiques qui viennent perturber l'élaboration aussi bien que l'interprétation de ces statistiques. On citera, en particulier, la difficulté d'identifier l'investisseur ultime au sein des groupes multinationaux¹ ou encore d'enregistrer de manière adéquate les transactions effectuées par les véhicules spécialisés (*special purpose entities* – SPE). Les SPE représentent un bon exemple de ce que l'on pourrait appeler, en termes statistiques, des « écrans ». La globalisation a favorisé la prolifération de ces véhicules intermédiaires créés pour répondre à des besoins divers (cf. encadré 1) : organisation et management,

financement, optimisation et évasion fiscales...

Les incitations fiscales sont un des critères de choix de la destination des investissements directs : des décisions nationales créent ainsi des distorsions à l'origine de réallocations de flux. Au sein de la zone euro, certains pays hébergent ainsi un grand nombre de filiales européennes de groupes non résidents à partir desquels l'activité européenne est coordonnée ; l'activité de ces filiales va, en général, de pair avec l'existence de flux d'investissements directs entre ces pays et les autres pays de la zone euro². Dans ces conditions, si les statistiques relatives aux flux financiers internationaux (balance des paiements, statistiques bancaires internationales de la BRI...) fournissent une image aussi fidèle que possible d'une certaine réalité, elles n'en facilitent pas pour autant l'interprétation.

Enfin, les statistiques d'investissements directs ne font pas la distinction entre investissements "green field" (investissements réalisés dans le but de construire

¹ Le prochain programme statistique de l'Union européenne prévoit d'étudier la question d'un registre européen des groupes multinationaux (Eurogroups).

² Lorsque l'on s'intéresse aux investissements de portefeuille de la zone euro, on constate aussi que certains petits pays européens, également pour des raisons fiscales, jouent le rôle d'intermédiaires pour les achats de titres étrangers : en effet, ces pays concentrent un grand nombre d'entités qui investissent dans des titres émis hors de la zone euro et sont financées, notamment, par des investissements de portefeuille français, allemands et italiens.

ENCADRÉ 2

Le rôle croissant des non-résidents dans l'intermédiation

L'analyse des financements apportés aux agents non financiers résidents par les intermédiaires financiers résidents que sont les établissements de crédit, les OPCVM et les sociétés d'assurance, que ce soit sous forme de crédits (intermédiation au sens strict) ou sous forme de crédits et de titres (intermédiation au sens large) montre que leur part subit une érosion régulière en France depuis 1978¹. Ce phénomène s'explique surtout par la part croissante que prennent les non-résidents dans les financements apportés aux agents non financiers résidents. Ces investisseurs détiennent ainsi environ 50 % des obligations assimilables du Trésor à la fin 2005 et 46,4 % de la capitalisation du CAC 40². Il ne faut toutefois pas en conclure à une désintermédiation à sens unique au profit exclusif des non-résidents, dans la mesure où les financements apportés au Reste du monde par les intermédiaires financiers résidents représentent, au cours des dernières années, des flux équivalents à ceux des financements apportés par le Reste du monde. Il faut plutôt voir dans ce développement de flux croisés la manifestation d'un mouvement général de diversification géographique des portefeuilles d'actifs financiers.

¹ Cf. Boutillier et Bricongne (2006)

² Cf. Poulain (2006)

des capacités de production *ex nihilo*) et "brown field" (acquisition d'installations existantes). L'impact de ces investissements directs sur les économies nationales fait l'objet de divers efforts de mesure, encore au stade initial. Les *Foreign Affiliates Statistics* (FATS), en relevant des indicateurs tels que le nombre d'emplois créés et la valeur ajoutée, constituent, de ce point de vue, un outil utile, tout en permettant d'évaluer l'importance du processus de délocalisation des facteurs de production (Drumetz, 2005).

Nouvelles opérations et nouveaux intervenants

Dans un contexte de concurrence croissante entre marchés réglementés et marchés de gré à gré (*over the counter* – OTC), il est devenu difficile de collecter de façon systématique et régulière des données sur des instruments aux caractéristiques fluctuantes et traités pour des motivations diverses (*trading*, couverture, arbitrage). L'innovation financière (produits dérivés, produits structurés...) permet de répartir les risques entre de nombreux agents économiques et rend les marchés plus « complets » : le suivi des flux et des encours n'en devient que plus nécessaire pour évaluer la concentration des risques et détecter les vulnérabilités qui en découlent.

En outre, l'innovation financière est allée de pair avec l'émergence de nouveaux acteurs sur les marchés, dont l'activité s'est développée tant au plan national qu'au niveau international. À titre d'exemple, le recul apparent de l'intermédiation par les institutions financières résidentes s'explique par le rôle croissant des

non-résidents dans le financement des résidents, ainsi que par l'internationalisation de l'activité et des portefeuilles des institutions financières résidentes (cf. encadré 2). Il serait donc judicieux de ventiler le secteur non résident en différents sous-secteurs pour évaluer, notamment, le rôle d'acteurs spécifiques tels que les fonds de pension et les fonds spéculatifs (*hedge funds*) dont les stratégies d'investissement et la vitesse d'ajustement des portefeuilles peuvent être très différentes de celles des banques ou des compagnies d'assurance.

Enfin, en l'absence de risque de change au sein d'une union monétaire telle que la zone euro, les titres émis par les différents États se diffusent de plus en plus au dehors du pays émetteur. En conséquence, les balances des paiements nationales enregistrent une activité transfrontière croissante liée aussi bien aux acquisitions de titres étrangers par les résidents que de titres nationaux par les non-résidents. Cependant, les arbitrages de portefeuille peuvent conduire à une rapide inversion de ces flux au cours d'une même année, de sorte que la position extérieure nette des résidents en matière d'investissements de portefeuille peut, en définitive, rester inchangée d'un exercice à l'autre.

I | 2 Des statistiques pour comprendre

La constitution de statistiques de qualité est un élément indispensable de l'effort de compréhension des évolutions observées, d'évaluation des risques encourus et de définition des actions de politique économique et financière appropriées.

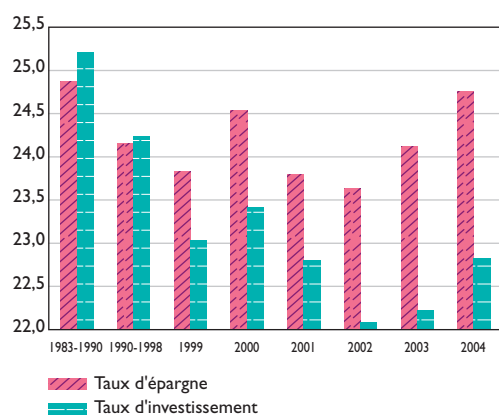
Bien comprendre les évolutions globales

Le cas des déséquilibres globaux entre les États-Unis et le Reste du monde fournit sur ce plan un bon exemple. Il soulève, en effet, la question de savoir si les fortes capacités de financement excédentaires du Reste du monde proviennent d'un phénomène d'excès d'épargne (*savings glut*) ou de faiblesse de l'investissement (*investment strike*) dans les pays autres que les États-Unis. À cet égard, il est important de bien cerner les origines de tels déséquilibres et de mesurer leur ampleur avant de juger de l'opportunité de prendre des mesures de politique économique et, le cas échéant, d'en décider la nature.

Jusqu'à une époque récente, les données étaient présentées en termes de parité des pouvoirs d'achat (PPA) et mettaient en évidence un excès d'épargne dans le monde (hors États-Unis). Toutefois, il convient de garder à l'esprit que la PPA tend à gonfler la mesure des agrégats macroéconomiques et financiers des pays émergents où le coût de la vie est peu élevé par rapport à leur niveau en monnaie courante. Elle a ainsi tendance à grossir la part des pays émergents dans le PIB mondial, mais aussi à exagérer le poids de l'excès d'épargne de certains d'entre eux. Dès lors qu'on se préoccupe du montant global des capitaux disponibles susceptibles de s'investir n'importe où dans le monde, il vaut donc mieux s'intéresser aux données en dollars courants. Ce faisant, la perspective devient quelque peu différente (cf. graphique 2).

Graphique 2 Taux d'épargne et d'investissement mondial comptabilisés en dollars courants
Hors États-Unis

(en % du PIB mondial)



Sources : World Economic Outlook, FMI
Calculs : Banque de France

La faiblesse de l'investissement semble alors davantage déterminante que l'excès d'épargne au Japon, dans la zone euro et dans l'Asie émergente hors Chine, à l'inverse de la situation observée pour les pays producteurs de pétrole et la Chine (cf. graphique 3) (Moëc et Frey, 2006). Cet exemple illustre la nécessité d'utiliser les statistiques avec précaution et discernement pour bien appréhender les évolutions liées à la globalisation.

Mieux évaluer les risques

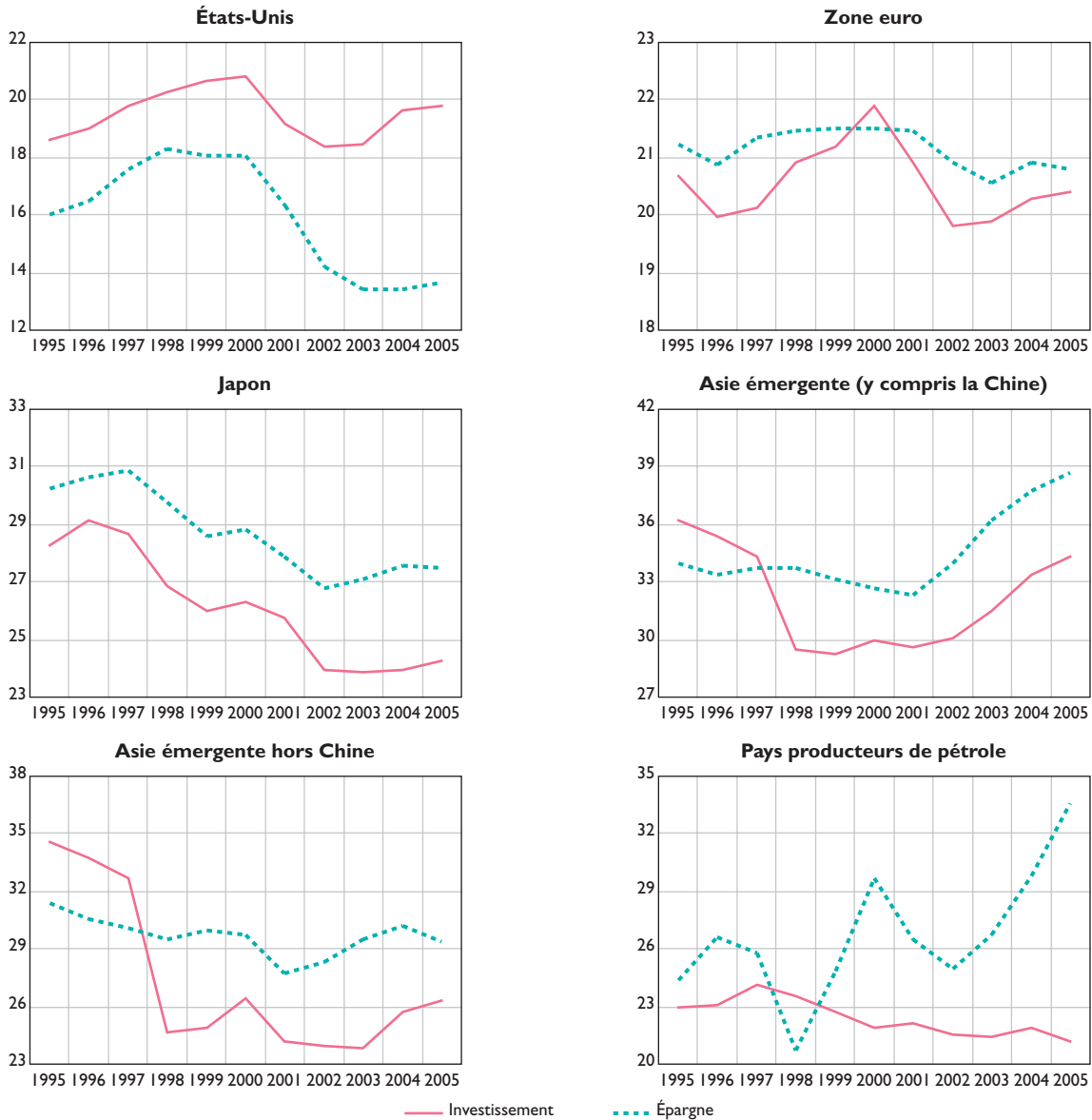
Le développement des mouvements internationaux de capitaux n'est pas seulement le fait des entreprises multinationales. Il découle également, dans une large mesure, de l'activité des institutions financières. D'où l'intérêt, par exemple, que présentent les statistiques de dépôts bancaires transfrontières établies par la Banque des règlements internationaux (BRI) selon le critère de résidence (*locational banking statistics*). Ces statistiques peuvent se révéler éminemment utiles, dans la mesure où les opérations interbancaires transfrontières sont susceptibles d'alimenter des bulles spéculatives et des flambées de prix d'actifs, de jouer un rôle dans la transmission internationale des turbulences financières et donc de représenter une source d'instabilité financière. Cela étant, de nombreux autres segments de marché requièrent également de réaliser d'amples progrès en termes de couverture statistique. Tel est le cas, notamment, du marché des instruments de transferts de risque de crédit (*credit default swaps* échangés de gré à gré et produits structurés tels que les *collateralised debt obligations* (CDO), *cash* ou synthétiques). Dans le cas des CDO, l'importance des encours émis et l'élargissement de l'éventail des souscripteurs justifient aujourd'hui d'améliorer leur suivi statistique, ne serait-ce qu'en raison des risques que ces produits complexes et à fort effet de levier peuvent faire peser sur la stabilité financière (Cousseran et Rahmouni, 2005).

S'accorder sur le degré d'intervention

L'existence de risques élevés peut appeler des actions préventives de la part des autorités compétentes telles que les banques centrales, les organes de supervision ou les régulateurs de marché. Identifier le problème est une étape indispensable, bien qu'insuffisante, du processus de réflexion sur la façon de le traiter. Certains considèrent qu'il suffit de s'en remettre aux forces du

Graphique 3 Taux d'épargne et d'investissement

(en % du PIB de la zone considérée)



Sources : World Economic Outlook, FMI
 Calculs : Banque de France

marché. Malheureusement, l'expérience montre que la discipline de marché ne suffit pas. Différents cas exemplaires de défauts de dettes souveraines et de banqueroutes d'entreprises privées au cours de la dernière décennie en témoignent. Dans chacun de ces cas, le manque de transparence et des défaillances avérées en matière de communication financière ont largement contribué aux problèmes rencontrés.

En outre, les autorités ne peuvent se borner à procéder à l'étiologie des crises passées. Elles se doivent de prévenir les crises futures dont il n'est jamais certain que les ressorts et les conséquences seront semblables aux précédentes. À cet effet, elles doivent pouvoir compter sur des statistiques suffisamment complètes et pertinentes pour tirer les leçons des événements passés, mais elles doivent, également, adopter une

approche dynamique d'anticipation et soutenir les efforts de mesure des phénomènes émergents.

2| Les priorités

Avant de réfléchir aux moyens de régler les difficultés dont souffrent les statistiques financières, il convient de cerner les aspects sur lesquels l'effort doit porter de façon prioritaire.

2| I L'identification des acteurs

L'identification des acteurs doit permettre de répondre à deux types de questions : quelles sont les contreparties ultimes dans les transactions financières ? Compte tenu du rôle important des intermédiaires, où sont concentrés les risques au sein du système financier international ?

Quelles sont les contreparties ultimes ?

Indispensables pour tout exercice de consolidation des chiffres par secteur, les données détaillées sur les contreparties (données dites de « qui-à-qui ») établies à partir de données comptables ou de données « titre par titre » ou « prêt par prêt » fournissent des informations précieuses sur les relations entre investisseurs-prêteurs et émetteurs-emprunteurs. Cette approche s'est, par exemple, imposée pour la confection des comptes financiers de la zone euro.

Cependant, il est souvent difficile d'identifier l'investisseur ou l'emprunteur ultime. Par exemple, il est impossible de connaître précisément la part des titres américains détenus par des investisseurs étrangers ou résidents, publics ou privés. L'enquête mensuelle *Treasury International Capital* (TIC) ne fournit pas d'information sur les détenteurs ultimes situés hors des États-Unis, puisque les déclarants sont les négociateurs-courtiers installés outre-Atlantique. Ainsi, les achats de bons du Trésor américain par une banque centrale asiatique effectués *via* une banque privée sise à Londres seront comptabilisés comme une acquisition britannique dans ces statistiques.

Par ailleurs, les statistiques d'achats de titres de créance étrangers par les résidents américains ne couvrent pas tous les types de transactions, notamment celles liées aux acquisitions de compagnies américaines par des non-résidents financées par échange de titres, d'où, au demeurant, des écarts importants entre les TIC et la balance des paiements des États-Unis³.

En outre, le fait que certains pays n'utilisent pas pour leurs collectes les concepts harmonisés définis au plan international contribue à perpétuer les lacunes en matière de couverture statistique pour ce qui a trait à la détention de titres s'agissant, notamment, d'instruments détenus auprès de conservateurs étrangers. Heureusement, le Fonds monétaire international (FMI), grâce à l'enquête CPIS⁴, contribue à améliorer la qualité des statistiques relatives aux stocks de titres transfrontières en permettant de connaître la nationalité des porteurs ultimes des titres (actions, titres de créance...) détenus dans le cadre d'investissements de portefeuille⁵. Néanmoins, les données du CPIS souffrent de ce que certains pays émergents, dont la Chine et des pays exportateurs de pétrole, ne déclarent pas leurs avoirs au FMI. Cette question, déjà rendue criante par les excédents extérieurs chinois, est, à l'heure actuelle, encore plus aiguë du fait de la hausse du prix du pétrole depuis 2003 et de l'accroissement des excédents courants des pays exportateurs nets de pétrole (environ 0,6 % du PIB mondial, soit deux fois plus qu'au début des années quatre-vingt).

En ce qui concerne les emprunteurs, il est également essentiel de cerner les risques de défaut sur une base agrégée, par secteur (émissions souveraines, émissions du secteur financier, du secteur privé non bancaire...) ou par pays. Dans le cas des entités privées, il est utile de rappeler que les règles comptables ou de communication financière doivent répondre, non seulement aux besoins des acteurs de marché, mais aussi à ceux de la statistique publique. Plusieurs cas de faillites de grands groupes ces dernières années ont montré que cet enjeu concerne tous les pays, même ceux qui se prévalent d'une grande transparence des opérations privées, indépendamment des normes et principes comptables en vigueur.

3 Depuis le 16 novembre 2006, la couverture des TIC a néanmoins été étendue afin de réduire l'écart avec les données de balance des paiements. À compter de cette date, une nouvelle rubrique, intitulée « Total net TIC flows », intègre également les données de flux relatives aux remboursements de titres hypothécaires (asset-backed securities), aux échanges d'actions liés aux fusions-acquisitions transfrontières, aux titres de créance à moins d'un an ainsi qu'aux variations nettes des dépôts et crédits en dollars des banques américaines vis-à-vis des non-résidents.

4 Coordinated Portfolio Investment Survey : enquête coordonnée sur les investissements de portefeuille

5 Les avoirs au titre des investissements de portefeuille sont ventilés par pays d'émission. Le FMI agrège les données déclarées par les différents pays afin de reconstruire les engagements de chaque pays, ventilés géographiquement : il est ainsi possible pour chaque pays déclarant de connaître la nationalité des détenteurs ultimes des titres qu'il a émis.

Où les risques sont-ils localisés?

L'identification des grands risques, y compris lorsqu'ils portent sur des signatures réputées trop importantes pour faire faillite (« *too big to fail* »), est un élément clé du suivi des vulnérabilités du système financier international. Par exemple, les *Government Sponsored Enterprises* (GSE) comme Freddie Mac et Fannie Mae ont un bilan d'une taille massive et des positions très importantes en tant qu'émetteurs ou intervenants sur le marché des *mortgage backed-securities* (MBS) et en tant qu'utilisateurs de produits dérivés de taux d'intérêt. Pourtant, la transparence des comptes de ces « institutions systémiques » est loin d'être parfaite, notamment en raison des difficultés d'interprétation soulevées par les modalités d'application des normes comptables américaines en ce qui concerne leur activité de portefeuille et de couverture du risque de taux.

Un autre exemple concerne la concentration des expositions au risque sur le marché des dérivés de crédit qui est animé par un nombre restreint de grandes banques d'investissement, tout en intéressant un large éventail de contreparties aux statuts les plus divers et plus ou moins régulées. La complexité de ces instruments nécessite de veiller non seulement à la qualité des méthodes de valorisation et des outils de surveillance des positions chez chaque intervenant, mais également à leur bonne mesure au plan statistique et au suivi des risques correspondants au sein du système financier.

Le cas des fonds spéculatifs est encore plus frappant : en règle générale, leurs obligations déclaratives sont plutôt limitées alors que l'expérience montre qu'ils peuvent prendre des positions spéculatives longues ou courtes pour des montants extrêmement importants et ce sur de multiples segments de marché. Dès lors, un nombre croissant d'opérations à fort effet de levier, sur les marchés de produits dérivés et de produits structurés, ainsi que sur les marchés d'instruments sous-jacents, échappent pratiquement à tout recensement⁶.

Enfin, les centres *offshore* (comme les îles Caïman ou, plus près de l'Europe continentale, les îles de Jersey et Guernesey) hébergent bon nombre d'activités financières (émission de dette, dépôts bancaires,

titrisation, gestion d'actifs, accueil de filiales de grandes banques). Ils méritent à ce titre qu'une attention particulière soit accordée à la localisation effective des engagements ultimes et des expositions aux risques.

2 | 2 L'évaluation des montants en jeu

L'enjeu est non seulement de pouvoir retracer les différents types d'opérations financières de manière aussi précise que possible, mais aussi de pondérer et d'agréger les données s'y rapportant au niveau national ou international et de suivre leur évolution dans le temps. Cela implique de disposer de séries temporelles à la fois suffisamment détaillées, homogènes sur longue période et cohérentes à différents niveaux d'agrégation.

Problèmes de valorisation

Les problèmes de valorisation sont de natures diverses. L'une des principales difficultés concerne l'évaluation des investissements directs en valeur de marché, en particulier lorsqu'il s'agit de participations dans des entreprises non cotées (de nombreux pays ne diffusent ces statistiques qu'en valeur comptable ou au coût historique). Si les normes *International Financing Reporting Standards* (IFRS) représentent une avancée à cet égard, elles peuvent cependant induire un surcroît de volatilité du capital et des résultats. En outre, en privilégiant la référence à la juste valeur (*fair value*), elles peuvent conduire à une comptabilisation inappropriée des actifs non cotés ou des actifs financiers échangés sur des marchés insuffisamment profonds ou peu liquides.

L'écart entre valeur de marché et valeur comptable pouvant être considérable, cet aspect méthodologique doit être dûment pris en compte dans toute analyse des statistiques de flux ou de stocks d'investissements directs. Certains pays présentent ainsi une position nette débitrice lorsque les investissements directs sont valorisés au coût historique, alors qu'ils affichent une position nette créditrice lorsque les investissements directs sont mesurés en valeur de marché⁷.

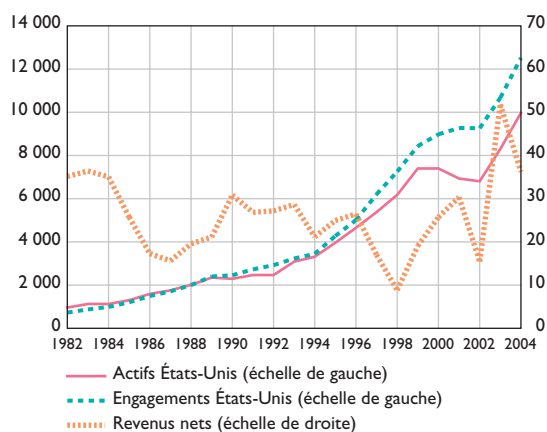
Un autre exemple d'actualité est celui du paradoxe de la balance des revenus des États-Unis : bien qu'étant le plus gros débiteur mondial, ce pays continue

⁶ Sur cette problématique comme sur celle de la transparence du marché des dérivés de crédit, cf. notamment les développements figurant dans la chronique du n° 9 de la Revue de la stabilité financière de la Banque de France (décembre 2006), « Les mécanismes de transfert contribuent à une certaine opacité dans la distribution des risques »

⁷ Certains changements méthodologiques peuvent même être source d'incohérence ; par exemple, dans le cas d'un investissement direct dans un SPE non coté détenant une entreprise cotée, cette dernière sera enregistrée en valeur de marché, tandis que le SPE restera en valeur comptable.

Graphique 4 Avoirs, engagements et revenus d'investissement nets des États-Unis

(données annuelles, en milliards de dollars)

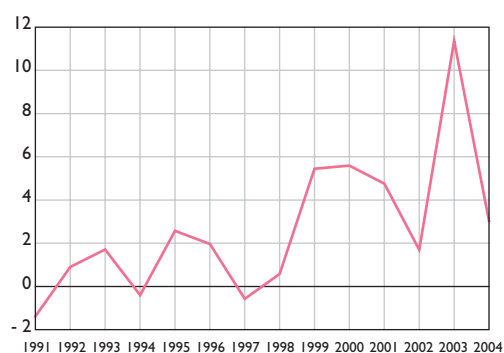


néanmoins à enregistrer des excédents nets au titre des revenus d'investissement (cf. graphique 4).

Face à ce paradoxe, certains économistes ont, récemment, mis en avant l'hypothèse selon laquelle les statistiques américaines de revenus d'investissement seraient plus fiables et précises que les statistiques de stocks d'avoirs et d'engagements financiers. Dès lors, en supposant que les revenus d'investissement nets sont générés selon un taux de rentabilité constant, ils en ont conclu que l'économie américaine détiendrait plus de patrimoine à l'étranger que ne l'indique sa position extérieure, qui devrait donc être créditrice. Cette richesse « invisible », appelée *dark*

Graphique 5 Exportations des États-Unis de *dark matter*

(données annuelles, en % du PIB)

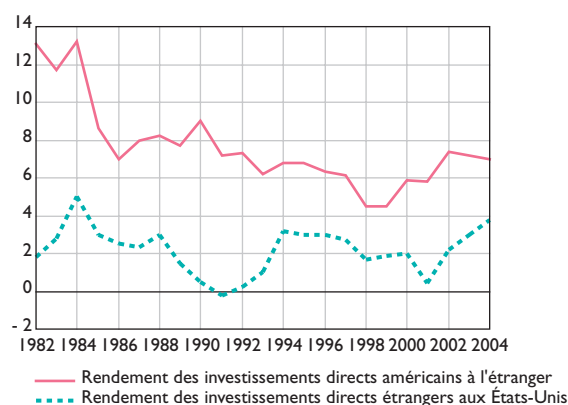


Sources : Données de balance des paiements du FMI
Calculs : Banque de France

8 Les exportations de *dark matter* sont calculées comme la différence entre, d'une part, la variation de la position extérieure nette et, d'autre part, les flux financiers nets sur l'année *n* (c'est-à-dire les flux d'avoirs moins les flux d'engagements enregistrés dans le compte financier de la balance des paiements des États-Unis).

Graphique 6 Taux de rendement des investissements directs

(données annuelles, en %)



Sources : Congressional Budget Office (2005)

matter par analogie avec le terme désignant la masse manquante de l'univers en astrophysique (Hausmann et Sturzenegger, 2005), est supposée être constituée essentiellement d'actifs incorporels (tels que la connaissance, la valeur des marques...).

Cette théorie semble toutefois sujette à caution pour au moins deux raisons (Moëc et Frey, 2006) :

- le solde des revenus est, en partie, expliqué par les différences dans les structures d'actifs : les résidents américains détiennent principalement des actions émises à l'étranger, notamment au titre d'investissements directs, tandis que les non-résidents détiennent majoritairement des titres de créance « sans risque » assortis d'un taux de rendement inférieur ;
- si la *dark matter* existait, la valeur de ce patrimoine délocalisé devrait être relativement stable puisqu'elle est censée résulter des caractéristiques structurelles de l'économie américaine, tel que le savoir-faire managérial ; or, les exportations de *dark matter*⁸ se révèlent très volatiles, comme l'illustre le graphique 5.

Pour séduisante qu'elle puisse paraître, la théorie de la *dark matter* fait, au demeurant, apparaître une autre énigme : si la productivité est plus élevée aux États-Unis qu'ailleurs, on peut s'interroger sur le fait que le taux de rendement des investissements directs y soit si faible (cf. graphique 6). Les investisseurs étrangers seraient-ils moins avisés que les investisseurs

américains ou bien n'y a-t-il pas, tout simplement, un problème de mesure justifiant des investigations plus approfondies ?

Un manque de séries temporelles cohérentes

Les séries temporelles longues, qui devraient idéalement être cohérentes à chaque niveau d'agrégation et établies à partir de concepts harmonisés, sont encore rares. Par exemple, elles manquent dans beaucoup de pays développés pour retracer les opérations et positions sur bien des produits financiers (sans même évoquer le difficile suivi des dérivés de crédit OTC, des produits structurés *cash* ou synthétiques...).

En outre, l'articulation entre données de flux et données de stocks soulève de nouveau la question de la valorisation des actifs. La variation des encours au cours d'une période s'explique, non seulement par les flux enregistrés sur cette période, mais également par les variations des prix d'actifs et des taux de change. Cela est particulièrement vrai des investissements directs, pour la mesure desquels on utilise généralement des indices de marchés d'actions afin de calculer l'effet des variations de cours sur le stock initial avant d'en déduire les flux d'opérations. Pour pouvoir procéder à des comparaisons internationales pertinentes, il est donc nécessaire d'utiliser des données de prix d'actifs et de taux de change sur longue période établies, selon des méthodes similaires et appliquées de manière transparente dans tous les pays.

3 | Les voies d'amélioration envisageables

Dans le contexte décrit précédemment, on peut se demander quels acteurs sont susceptibles d'apporter des solutions aux problèmes soulevés et de quelle façon. Par ailleurs, le coût de l'élaboration de statistiques de qualité doit conduire à rechercher le meilleur arbitrage entre niveau de détail et cohérence des données globales.

3 | I Le rôle des différents acteurs

Le rôle du secteur public

La globalisation ne doit pas occulter le fait que les données portant sur les flux financiers restent

collectées au niveau national. Cela plaide pour une meilleure coopération entre les pays dans ce domaine. Le renforcement de cette coopération est activement encouragé par des organisations internationales (par exemple : Banque centrale européenne – BCE, Eurostat, FMI, Organisation de coopération et de développement économiques – OCDE, BRI) ou des forums internationaux (G 20, Forum de stabilité financière), mais aussi par des instances de régulation (par exemple les comités Lamfalussy au niveau de l'Union européenne). Il doit s'appuyer sur les principes de subsidiarité et de décentralisation qui font partie intégrante du système juridique de l'Union européenne. Compte tenu de sa proximité avec les déclarants, le niveau national doit être privilégié dans un souci d'efficacité. En particulier, les banques centrales nationales et les superviseurs ont, sans aucun doute, la meilleure connaissance des systèmes financiers et des intervenants de marché.

Deux approches permettent, généralement, de réconcilier les niveaux local et global. Elles consistent à :

- favoriser l'échange d'informations entre organes nationaux, sans niveau supranational additionnel : c'est le cas pour la supervision financière à travers différents protocoles d'accord ;
- produire des statistiques nationales au sein d'un système international qui assure sinon l'harmonisation des données, à tout le moins, la promotion de normes et de « bonnes pratiques » et le partage des informations.

L'harmonisation des données est sans doute le moyen le plus efficace pour produire de l'information agrégée. Elle doit être poursuivie de manière constante, de façon à ce que les statistiques restent en phase avec les développements du système financier globalisé. Par exemple, il est prévu que le FMI publie la sixième édition de son *Manuel de balance des paiements* vers 2008. Cette nouvelle édition devrait permettre d'harmoniser davantage les données produites dans les différents pays afin d'améliorer leur cohérence et leur comparabilité. De plus, elle devrait favoriser la réduction des différences entre les données de balance des paiements et les comptes nationaux. Le *Système des comptes nationaux* (SCN) devrait également être actualisé dans les prochaines années : il est prévu qu'il traite d'un grand nombre de questions soulevées par l'innovation financière.

La promotion des standards et des codes de conduite mérite également d'être encouragée. Dans le domaine

ENCADRÉ 3

De l'intérêt et de la difficulté de disposer d'un détail des contreparties

Pour pouvoir suivre les flux financiers et comprendre le rôle joué par les différents acteurs de la globalisation financière, il est nécessaire de disposer de ventilations détaillées des opérations financières par type de contrepartie, en distinguant, par exemple, la nationalité ou la résidence de la contrepartie, voire son secteur d'appartenance.

Ce détail permet en effet d'agréger les données en formant des ensembles cohérents. Cette démarche préside à la construction de comptes de la zone euro et requiert de disposer d'un certain niveau de détail pour les opérations de chaque État membre avec le reste de la zone afin de consolider les chiffres entre les pays membres. Pour une étape ultérieure, on peut également se fixer pour ambition de rendre cohérents les comptes financiers et non financiers au niveau de la zone euro et de l'Union européenne.

Plusieurs problèmes méritent toutefois d'être signalés, qui rendent difficiles la connaissance précise et actualisée des contreparties. Tout d'abord, malgré des initiatives comme la mise en place de la base de données centralisée de titres (CSDB), un recensement exhaustif des contreparties impliquerait que tous les pays participent à la collecte de données. À cela s'ajoute parfois la difficulté d'attribuer une résidence ou une sectorisation (cas de certaines holdings) à certaines entités. De plus, quand bien même le détail souhaité serait disponible, la résorption des asymétries de déclarations statistiques entre pays nécessite d'établir des règles d'arbitrage en évitant l'arbitraire. Enfin, il est probable que le volume des informations à gérer se révèle, en pratique, une importante source de difficultés.

des comptes publics, l'expérience d'Eurostat, qui a été confronté ces dernières années à plusieurs cas difficiles concernant certains États membres de l'Union européenne, a favorisé par exemple l'établissement d'un *Code de bonnes pratiques* en matière de traitement et de diffusion des données budgétaires. Ce code contribuera grandement à améliorer la qualité et la fiabilité des statistiques de finances publiques en Europe.

Le partage des données est une autre façon d'améliorer la couverture et la qualité des statistiques. Outre le CPIS (cf. supra, 2|1), plusieurs exemples en témoignent : tel est le cas du *Coordinated Direct Investment Survey* (CDIS, enquête similaire à venir sur les investissements directs), ou de la base-titres actuellement développée par la BCE avec le concours des banques centrales nationales de l'Eurosystème (*Centralised Securities Data Base – CSDB*)⁹.

Des progrès doivent également pouvoir être faits en matière d'échanges de données élémentaires dans le respect des principes de confidentialité des données individuelles. Une zone de forte intégration comme l'Union européenne se doit de réaliser des avancées en ce sens.

Le rôle du secteur privé

Même si le secteur public a, naturellement, un rôle central en matière statistique, le secteur privé peut apporter une aide précieuse, qu'il s'agisse des « sentinelles » (*gatekeepers*) exerçant un suivi des marchés (agences de notation, associations professionnelles, analystes financiers...) ou des intervenants de marché eux-mêmes (opérateurs du marché des changes, banques d'investissement, négociateurs-courtiers...). Les efforts doivent se concentrer non seulement sur la transparence et la communication financière¹⁰, mais aussi sur le développement des relations entre ces fournisseurs de données et les banques centrales et les offices statistiques nationaux.

On peut, notamment, citer à ce titre les nombreuses études et enquêtes menées par les agences de notation, les associations de marché, les banques d'investissement et les fournisseurs d'informations de marché. Par exemple, les agences de notation publient des enquêtes *ad hoc* apportant des éclairages intéressants sur le marché des dérivés de crédit et la façon dont le risque de crédit est transféré du secteur

⁹ Cette base de données partagée par l'ensemble de l'Eurosystème concentre une grande quantité d'informations sur les titres émis par les résidents de la zone euro et les non-résidents. Il est prévu qu'elle soit utilisée dans le cadre de la compilation des données sur les positions d'investissement collectées sur une base « titre par titre ».

¹⁰ Le processus d'établissement des normes découle plus ou moins directement d'une impressionnante palette de contraintes réglementaires ou légales, telles que les IFRS, la loi Sarbanes-Oxley, les Directives européennes Prospectus et Transparence, le troisième pilier de Bâle II sur la discipline de marché... Leur mise en œuvre complète nécessitera toutefois du temps.

bancaire vers les autres secteurs, en particulier les sociétés d'assurance ou de réassurance et les fonds spéculatifs. Ces entreprises viennent compléter utilement les travaux récents de la BRI, qui a commencé à publier des statistiques de concentration sur les marchés des changes et les marchés de produits dérivés de gré à gré, ainsi que des statistiques portant sur les dérivés de crédit.

Toutefois, l'offre privée de statistiques est destinée, avant tout, à répondre aux besoins des investisseurs et ne donne pas toujours satisfaction : les données présentent souvent un faible taux de couverture et respectent inégalement les exigences méthodologiques de qualité et de cohérence, d'où l'importance d'un dialogue renforcé entre les fournisseurs de ces informations et les banques centrales et/ou les offices statistiques nationaux.

3 | 2 Le coût de l'information

Les limites à la charge de déclaration

L'élaboration de statistiques entraîne des coûts, non seulement chez les organismes qui collectent et traitent les données, mais aussi chez les déclarants : il faut donc fixer des limites claires à la charge imposée à ces derniers à l'appui d'une analyse approfondie des coûts et des avantages de chaque collecte. C'est ainsi qu'une meilleure adaptation de la collecte aux systèmes d'information des déclarants peut permettre à la fois d'améliorer la qualité des résultats et de reporter une partie de la charge sur l'institution qui traite les données : tel semble être le cas des collectes titre par titre, volumineuses mais simples à mettre en œuvre au niveau des assujettis, qui laissent à l'organisme collecteur la responsabilité et la charge des agrégations géographiques ou sectorielles selon les nomenclatures requises. Toutefois, dans le cas des comptes nationaux financiers, obtenir une information complète sur les flux des secteurs émetteurs et détenteurs de titres n'implique pas nécessairement de procéder à une collecte d'information « titre par titre ». Des données agrégées issues des comptes des secteurs détenteurs peuvent aussi satisfaire valablement à une telle exigence.

Concernant la sélection des déclarants, deux approches s'opposent : imposer une obligation ou faire appel au volontariat. L'obligation peut sembler le plus sûr moyen d'obtenir des données harmonisées dans les délais requis. Toutefois, l'harmonisation ne peut pas toujours

être obtenue à court terme. De plus, si la charge en résultant pour ceux qui fournissent et ceux qui traitent les données excède les avantages, une approche fondée sur le volontariat peut être privilégiée. Par exemple, une enquête sur les soixante-dix fonds spéculatifs les plus importants a été proposée par le FMI, sur une base volontaire. Dans le même ordre d'idées, les indicateurs de stabilité financière (*Financial Soundness Indicators* – FSI), qui sont développés sous l'égide du FMI par plus de soixante pays comprenant, notamment, un vaste ensemble d'économies émergentes, contiennent un volet de statistiques financières et macroéconomiques collectées sur une base volontaire en sus d'un noyau dur d'indicateurs de référence.

Le partage de l'information et de ses coûts

Pour garantir la qualité des données, cinq critères sont habituellement mis en avant :

- l'intégrité : les exigences d'objectivité, de transparence et d'éthique doivent être respectées lors de la collecte et de la compilation des statistiques ;
- la robustesse au plan méthodologique : l'élaboration des statistiques doit respecter les règles et les critères internationaux et toute exception doit être dûment signalée ;
- la précision et la fiabilité ;
- les aspects pratiques de mise à disposition des données : pertinence, respect des délais, cohérence et périodicité ;
- l'accessibilité des données pour les utilisateurs.

Tout en devant respecter ces exigences, mais aussi, le cas échéant, les contraintes de confidentialité (en particulier en matière de données individuelles), l'activité statistique mobilise des ressources. La production et la diffusion de statistiques ont donc un coût. La question porte, dès lors, sur le point de savoir qui doit le supporter. Les utilisateurs devraient-ils payer ou, du moins, contribuer ? Pour autant que l'information statistique sur les flux financiers soit considérée comme un bien public, le financement public peut se justifier. Des formules mixtes sont également possibles, par exemple grâce au recours à la formule des fondations.

Cependant, les universitaires ne doivent pas être considérés comme de simples utilisateurs finals.

Ce sont également les meilleurs partenaires d'une interaction à développer entre la sphère publique et la sphère privée afin d'améliorer les données existantes et d'explorer de nouvelles voies de progrès. C'est la raison pour laquelle les banques centrales sont, par principe, très enclines à être aussi transparentes que possible vis-à-vis du monde académique. Ces préoccupations

(diffusion aux utilisateurs, fourniture de données à des chercheurs habilités...) sont également abordées dans le programme statistique européen pour 2008-2012 actuellement en préparation, confirmant à quel point elles sont jugées importantes dans l'Union européenne.

La globalisation n'est pas facile à appréhender par les statistiques financières. Sa description et le suivi de son développement nécessitent de disposer de données fiables et actualisées et d'adapter constamment les méthodes et standards aussi bien que les systèmes de collecte et de traitement. Il faut en outre accorder la plus grande attention à la charge de déclaration et au rapport coûts/avantages de toute enquête statistique. Une plus grande coopération et/ou une harmonisation internationale ne peuvent que faciliter l'atteinte de ces objectifs.

La globalisation financière impose, clairement, de renforcer la globalisation statistique et de redoubler d'efforts pour promouvoir une meilleure gouvernance statistique. Cela requiert, notamment, un dialogue continu et confiant entre la communauté des statisticiens et l'ensemble des interlocuteurs avec lesquels celle-ci peut interagir, qu'il s'agisse des décideurs politiques, des agents déclarants du secteur financier, des experts du monde universitaire, des médias ou du public au sens large.

Bibliographie

BCE (2006)

« Fonds spéculatifs : évolutions et développements pour le système financier », *Bulletin mensuel*, janvier

Boutillier (M.) et Bricongne (J.-C.) (2006)

« Évolution du taux d'intermédiation financière en France (1994-2004) », *Bulletin de la Banque de France*, n° 146, février

Congressional Budget Office (2005)

« *Why does US investment abroad earn higher returns than foreign investment in the United States?* », *Economic and Budget Issue Brief*, 30 novembre

Cousseran (P.) et Rahmouni (I.) (2006)

« Le marché des CDO : modalités de fonctionnement et implications en termes de stabilité financière », *Revue de stabilité financière*, Banque de France, juin

Drumetz (F.) (2005)

« *Offshoring* », *Bulletin de la Banque de France*, n° 133, janvier

Hausmann (R.) et Sturzenegger (F.) (2005)

« *Dark matter makes the US deficit disappear* », *Comments and Analysis*, *Financial Times Op-Ed*, décembre

Kozlow (R.) (2006)

« *Globalisation, offshoring and multinational companies: What are the questions, and how well are we doing in answering them?* », papier présenté à la réunion annuelle des *Allied Social Science Associations*, janvier

Mésonnier (J.-S.) (2000)

« Les centres financiers extraterritoriaux : caractérisation et enjeux du suivi statistique », *Bulletin de la Banque de France*, n° 82, octobre

Moëc (G.) et Frey (L.) (2006)

« *Global imbalances, savings glut and investment strike* », *Occasional Paper*, Banque de France, n° 1, février

Poulain (J.-G.) (2006)

« La détention du capital des sociétés française du CAC 40 par les non-résidents à fin 2005 », *Bulletin de la Banque de France*, n° 149, mai