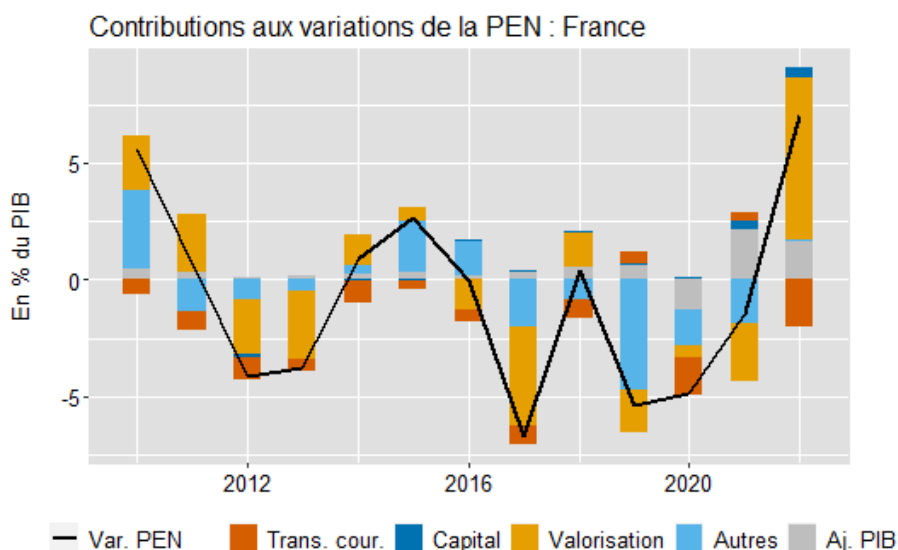


Hausses des taux d'intérêt : des pays débiteurs gagnants à court terme, mais perdants à long terme

Bruno Cabrillac, Valérie Chauvin et Julia Schmidt

En 2022, les banques centrales du monde entier ont resserré leur politique monétaire. Les pays débiteurs tels que la France ont vu leur position extérieure nette s'améliorer, avec la chute de la valeur de marché de leur dette. Cependant, les paiements d'intérêts au titre des dettes nouvellement contractées détérioreront les futurs comptes de transactions courantes au fil du temps, les gagnants à court terme devenant perdants à long terme.

Graphique 1 : Contributions aux variations annuelles de la PEN de la France



Notes : Var. PEN = Variation de la PEN, Trans. cour. = Compte de transactions courantes, Capital = Compte de capital, Valorisation = Effets de valorisation, Autres = autres variations, Aj. PIB = Ajustement lié à l'évolution du PIB. Source : Banque de France

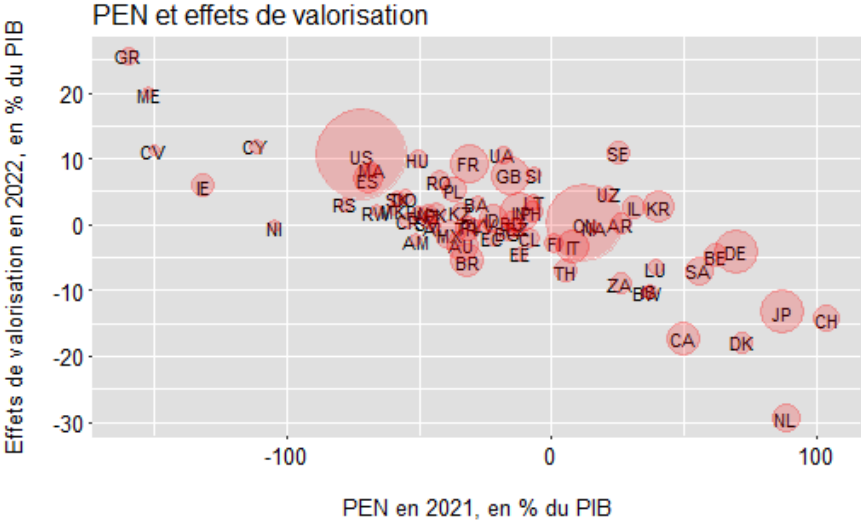
À la suite de la forte hausse de l'inflation mondiale amorcée en 2021, les banques centrales du monde entier ont relevé les taux d'intérêt, souvent avec une rapidité sans précédent, afin de ramener les taux d'inflation à la cible. La hausse des taux d'intérêt a mécaniquement fait baisser le prix des titres de dette, y compris ceux détenus à l'étranger et par des non-résidents. Cela a affecté la position extérieure

nette (PEN), définie comme les stocks d'actifs étrangers détenus par les Français moins les actifs des étrangers en France, en valeur de marché. La PEN, qui est un stock, varie d'une année sur l'autre en raison d'effets de flux et de valorisation. Premièrement, le flux sous-jacent le plus important est le compte de transactions courantes, qui recouvre le solde commercial (exportations nettes) ainsi que les flux de revenus nets, notamment ceux provenant des actifs français détenus à l'étranger moins ceux qui doivent être versés au titre des passifs envers l'étranger. Deuxièmement, la valorisation du stock de la PEN varie avec les prix de marché des stocks sous-jacents. La PEN de la France s'est améliorée de 143 milliards d'euros en 2022 (5 % du PIB), en grande partie en raison d'effets de valorisation (graphique 1). La hausse du PIB nominal liée à l'inflation a mécaniquement contribué à réduire la PEN (exprimée en pourcentage du PIB) de 2 points de pourcentage supplémentaires.

La hausse des taux d'intérêt améliore la position extérieure nette des pays débiteurs

Plus généralement, des taux d'intérêt plus élevés améliorent la PEN des pays débiteurs et inversement pour les pays créanciers (graphique 2). La hausse des taux d'intérêt réduit par conséquent les déséquilibres mondiaux au titre de la PEN.

Graphique 2 : PEN et effets de valorisation

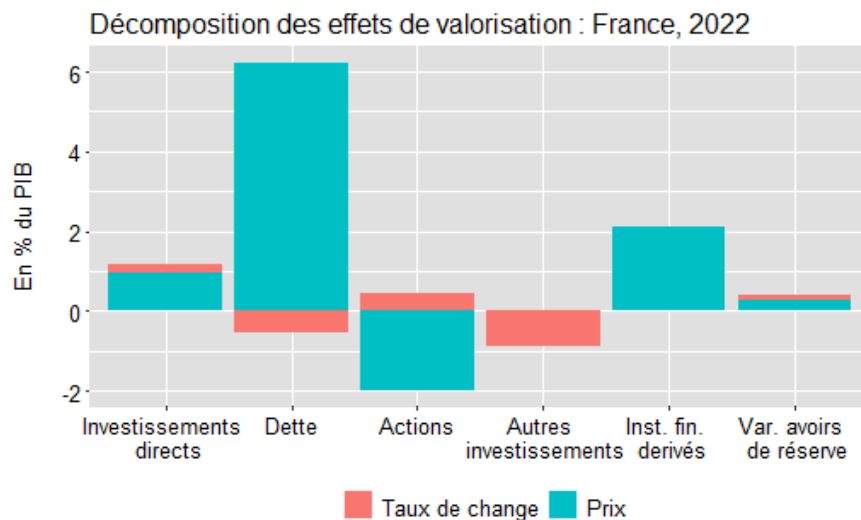


Notes : Effets de valorisation = le résidu après avoir retiré la variation 2022 du compte de transactions courantes + celle du solde du compte de capital + les autres variations de la variation 2022/2021 de la PEN. Taille du cercle = PIB. Source : Statistiques de balance des paiements du FMI

En France (graphique 3), comme ailleurs, les effets de valorisation en 2022 ont résulté principalement des variations des prix d'actifs (« effets de valorisation liés

aux prix ») plutôt que des variations de taux de change sur les actifs libellés en devises (« effets de valorisation liés au taux de change »). Le portefeuille de titres de dette (obligations d'État et d'entreprises) a apporté une contribution massive avec un effet de valorisation de + 164 milliards d'euros (6 % du PIB), essentiellement en raison de la position nette largement négative de la France en 2021. Ainsi, quand les prix d'actifs baissent, pour les pays ayant une PEN négative, l'effet est supérieur sur les engagements que sur les avoirs.

Graphique 3 : Décomposition des effets de valorisation pour la France, 2022



Notes : Inst. fin. dérivés = Instruments financiers dérivés, Var. avoirs de réserve = Variation des avoirs de réserve, Taux de change = Effets de valorisation dus aux fluctuations du taux de change, Prix = Effets de valorisation dus aux fluctuations des prix de marché.

Source : Banque de France

Portefeuille de titres de dette : des gains à court terme, mais une détérioration à long terme

Pour les pays débiteurs, ces améliorations du ratio dette extérieure nette/PIB ont été amples et inhabituelles. Toutefois, ce gain à court terme sera contrebalancé au fil du temps à la fois par des effets de valorisation en sens inverse lorsque les taux d'intérêt reviendront à la normale et par la détérioration du compte de transactions courantes de la balance des paiements liée à la hausse des intérêts payés. En première approximation, des taux d'intérêt plus élevés augmentent le poids de la dette extérieure des pays débiteurs, indépendamment de la maturité des actifs et passifs de dette lorsque les taux à long terme anticipent les taux à court terme ; la combinaison d'instruments à court et à long terme détermine simplement le moment où les hausses de taux d'intérêt se font sentir. Cet effet principal est modulé entre autres par la prime de terme qui récompense les investisseurs pour la

détention d'actifs à long terme, creusant ainsi un écart entre taux longs et anticipations relatives aux taux courts futurs.

À court terme, les paiements d'intérêts ont crû à cause des taux d'intérêt plus élevés encourus sur les emprunts à court terme renouvelés chaque année ainsi que de la dette indexée sur l'inflation. En effet, les paiements d'intérêts sur les obligations indexées sur l'inflation ont augmenté avec l'inflation. En France, les paiements d'intérêt aux non-résidents liés à la dynamique de l'inflation ont triplé en 2022 par rapport à 2021 ([Banque de France, 2022](#)). Les obligations indexées sur l'inflation représentent environ 11 % de la dette souveraine française, contre 25 % pour le Royaume-Uni, 9 % pour les États-Unis et 5 % pour l'Allemagne.

À long terme, l'inflation et les taux d'intérêt reviennent à la cible et à la normale respectivement, et par conséquent, les paiements d'intérêts sur la dette à court terme nouvellement émise et la dette indexée sur l'inflation diminuent, tout en restant supérieurs au niveau de 2021. Cependant, l'émission de dette à long terme en période de taux d'intérêt plus élevés pèse sur le compte courant lorsqu'elle est vendue à des non-résidents.

Forte incidence de la hausse des taux d'intérêt

Ces effets peuvent être illustrés par un simple calcul de l'incidence des paiements d'intérêts sur le compte de transactions courantes. Les paiements d'intérêts nets futurs sont déterminés par les trajectoires des taux d'intérêt et la part de la dette à court et à long terme, tandis que leurs ratios par rapport au PIB dépendent également de l'inflation future et de la croissance réelle, qui jouent sur le dénominateur. Le scénario est tiré des prévisions de l'OCDE et du Consensus Forecast. Notamment, les taux d'intérêt augmentent de 3 points de pourcentage environ jusqu'en 2024-2025, puis baissent et restent constants à partir de 2029, à un niveau plus élevé toutefois qu'en 2021 aux États-Unis et en Europe. Le profil d'évolution est beaucoup plus plat au Japon. Les stocks de titres de dette figurant à l'actif et au passif de la PEN sont supposés rester constants à leurs valeurs de 2021. La dette privée évolue en ligne avec la dette souveraine, la répartition entre dette à court terme et dette à long terme reste constante et toutes les économies détiennent le même portefeuille à l'actif. La dette indexée sur l'inflation n'est pas prise en compte ici. Le tableau 1 présente cette simulation en écart par rapport à un scénario hypothétique, où les taux d'intérêt et les taux d'inflation seraient restés à leur valeur de 2021.

Tableau 1 : Calcul simplifié : intérêt net dans le compte de transactions courantes

	DE	FR	US	JP
<i>Principales variables macroéconomiques 2021</i>				
PEN : portefeuille de titres de dette, en % du PIB	2,8	-35,9	-40,5	17,9
Part de la dette souveraine à court terme, en %	9,7	7,2	16,7	6,0
Échéance moyenne de la dette souveraine, en années	6,8	8,2	6,5	8,2
<i>Variations cumulées des intérêts nets reçus de l'étranger supplémentaires, en % du PIB</i>				
2022	0,0	-0,1	-0,2	0,1
2023	-0,1	-0,4	-0,8	0,5
2028	-1,2	-3,9	-3,9	3,6
2033	-3,2	-9,8	-8,0	8,5

Notes : Calculs de la BdF à partir des hypothèses décrites dans le corps du texte.

Sources : Préviation de Consensus, OCDE, Statistiques de balance des paiements du FMI.

L'impact cumulé de la hausse des taux d'intérêt sur le compte de transactions courantes est d'ampleur similaire pour la France et les États-Unis, deux pays débiteurs. La hausse des revenus provenant de leurs actifs est plus que compensée par celle des revenus décaissés. Même si les taux d'intérêt devraient diminuer par rapport à leurs niveaux élevés actuels aux alentours de 2024 (de même que la charge liée au renouvellement de la dette à court terme), l'essentiel des variations cumulées en 2033 est déterminé par les flux d'intérêts provenant du renouvellement de la dette à long terme. La contribution du renouvellement de la dette à long terme s'élève à, respectivement, - 9,2 % (sur un total de - 9,8 %) en France et à - 5,8 % (sur un total de - 8,0 %) du PIB aux États-Unis : la courbe des rendements devrait se repentir davantage aux États-Unis après 2025, mais la maturité de la dette est plus longue en France.

Les mouvements futurs des taux d'intérêt pourraient affecter différemment les pays créanciers tels que l'Allemagne et le Japon. Les revenus de taux d'intérêt à l'actif augmentent dans les deux pays. Toutefois, en Allemagne, les paiements d'intérêts augmentent davantage que les revenus, principalement parce que les écarts de taux d'intérêt entre les composantes à l'actif et au passif se réduisent par rapport à 2021. L'augmentation des passifs par rapport au PIB et une maturité plus courte apportent également une contribution négative en Allemagne.

Notre calcul simplifié illustre l'importance des positions d'endettement initiales et l'impact de la maturité de la dette sur les produits nets d'intérêts. Même si l'impact est déjà considérable, il représente probablement un plancher pour les pays

débiteurs. En effet, l'encours de la dette pourrait augmenter si les paiements d'intérêts futurs devaient être financés par des émissions supplémentaires. En outre, des niveaux de taux d'intérêt plus bas dans le futur inverseront la baisse de la valeur de marché de l'encours de la dette. À cet égard, le gain à court terme en 2022 résultant de l'évaluation aux prix de marché – qui n'affecte pas les finances publiques tant que la dette n'est pas rachetée – semble encore plus illusoire.