Relations monétaires internationales

Cours de Mr Christian Bordes

Correction du TD6

La balance des paiements

La comptabilité de la balance des paiements

Exercice

Dans quel compte de la balance des paiements de la zone euro (compte courant, compte financier, ou méthode de financement) chacune des opérations suivantes est-elle enregistrée et s'agit-il d'une recette ou d'un paiement ?

1. Achat par un résident britannique d'une action Peugeot.
2. Achat par un Américain d'un billet d'avion à Air France
3. Achat par le gouvernement Suisse de bons du Trésor français
4. Achat par un Japonais de vins de Bordeaux.
5. Aide officielle de 50 millions d'euros accordée à Haïti.
6. Prêt accordée au Mexique par des banques européennes.

Eléments de réponse

1. Compte financier, Investissement direct : +50,00€ au cours de clôture du 20 mars 2007
2. Compte de transaction courante, Services : +200,00€
3. Compte financier, Investissement de portefeuille : +1 000 000 000,00€
4. Compte de transaction courante, Biens : +67€
5. Compte de transaction courante, Transfert courant : -50 000 000,00€
6. Compte financier, Autres Investissements : -5 000 000,00€

Tableau 19.1 : Présentation simplifiée de la balance des paiements de la zone euro en 2003 (en milliards d'euros)

Agrégats	Solde
1. Compte de transactions courantes	24,9
1.1 Biens	108,5
1.2 Services	15,6
Balance de biens et de services (1.1 + 1.2)	*124,1*
1.3 Revenus	– 43,4
1.4 Transferts courants	– 55,9
2. Compte de capital	13,4
Capacité/besoin de financement vis-à-vis du reste du monde (1 + 2)	*38,3*
3. Compte financier	– 50,5
3.1 Investissements directs	– 13,1
3.2 Investissements de portefeuille	17,6
3.3 Produits financiers dérivés	– 13,1
Balance de base (1 + 2 + 3.1 + 3.2 + 3.3)	*29,7*
Autres investissements	– 71,7
Avoirs de réserve	29,8
4. Erreurs et omissions	12,2

Source : Bulletin mensuel de la Banque centrale européenne, août (2004)

Relations entre les principaux soldes de la balance des paiements et les agrégats de la comptabilité nationale

En combinant les agrégats de la comptabilité nationale et la balance des paiements, on montre facilement le lien qui existe entre, d'un côté, le solde du compte des transactions courantes et, d'un autre côté, l'épargne et l'investissement de la nation ou de la zone considérée.

Commençons par rappeler deux égalités fondamentales de la comptabilité nationale, en désignant par Y le PIB, RNB le revenu national, M le montant des importations (biens et services), C la consommation, I l'investissement (public et privé), X les exportations (biens et services) et S l'épargne (publique et privée). Les deux relations suivantes sont des égalités fondamentales de la comptabilité nationale :

$$Y + M = C + I + X \quad (1)$$

$$RNB = C + S \quad (2)$$

Revenons maintenant aux rubriques de la balance des paiements, en désignant par STC le solde du compte des transactions courantes, $Rext$ le solde des revenus et TCN le solde des transferts courants (transferts courants net). Le premier est défini comme suit :

$$STC = X - M + Rext + TCN \quad (3)$$

Le lien entre la comptabilité nationale et la balance des paiements est donné dans l'égalité :

$$RNB = C + I + STC \quad (4)$$

On voit immédiatement que :

$RNB - C = S$ (à partir de l'équation 2) $= I + STC$ (à partir de l'équation 4)

d'où l'on tire l'égalité :

$$S - I = STC \quad (5)$$

En ajoutant, à gauche et à droite, le solde du compte de capital (SCK), on obtient la capacité de financement (Cfi) de la nation ou de la zone :

$$S - I + SCK = STC + SCK = Cfi \quad (6)$$

Enfin, il suffit de prendre en compte le solde du compte financier (SCF). La balance des paiements considérée dans son ensemble étant équilibrée, on a :

$$STC + SCF = 0 \quad (7)$$

$$STC = S - I = -SCF \quad (8)$$

Balance des paiements, monnaie et change

Questions

1. Comment un important excédent de la balance des paiements des règlements officiels peut-il provoquer une accélération de la hausse des prix dans le pays concerné ?
2. Des déficits de la balance des paiements courants provoquent toujours une perte de réserves de change pour le pays. Cette proposition est-elle vraie ou fausse ou bien est-il impossible de se prononcer ? Expliquez votre réponse.
3. Même question dans le cas où il s'agit de déficits de la balance des règlements officiels.

Eléments de réponse Question 1

Un important excédent de la balance des paiements des règlements officiels peut provoquer une accélération de la hausse des prix dans le pays concerné car la croissance monétaire est couplée avec le passage, par exemple, d'un déficit à un excédent, toutes choses égales par ailleurs.

Eléments de réponse Question 2 et 3

Considérons, tout d'abord, un pays dont la monnaie ne sert pas de réserve internationale et qui a un déficit de sa balance des règlements officiels. Dans le système de Bretton Woods, pour éviter une diminution de ses avoirs de réserve, il doit avoir une politique monétaire restrictive pour soutenir sa monnaie. C'est exactement ce que l'on observe au Royaume-Uni avant la dévaluation de la livre en 1967. L'évolution de la politique monétaire y est déterminée par l'état de la balance des paiements : elle est assouplie en cas d'excédent des paiements courants, jusqu'à ce que l'apparition d'un déficit oblige à adopter des mesures restrictives. On a vivement reproché à cette politique, dite de stop and go, d'avoir rendu l'évolution de l'activité économique très instable.

Considérons, maintenant, un pays – en l'espèce, les États-Unis – dont la monnaie est le principal avoir de réserve international. Il peut accumuler des déficits importants de sa balance des paiements courants sans connaître de diminution importante de ses avoirs de réserve. Cela ne veut pas dire pour autant que l'action de la Réserve fédérale n'est jamais influencée par des considérations relatives à l'état de la balance des paiements des États-Unis. Différentes raisons peuvent l'amener à intervenir : un fort déficit de la balance des paiements courants, qui peut vouloir dire que le dollar est surévalué avec des menaces pour la compétitivité des entreprises américaines ; ou bien d'autres pays, dont les monnaies sont ancrées sur le dollar, enregistrent d'importantes augmentations de leurs avoirs de réserves internationales, ce qui fait peser des menaces sur la stabilité du système financier international et sur l'inflation mondiale. Dans les faits, la Fed n'est pas insensible à l'état de la balance des paiements des États-Unis, plus précisément, à son solde des paiements courants. Un déficit important de ce dernier peut influencer son action.

Exercice
Vous trouverez dans le tableau ci-après :

- les valeurs du solde de la balance commerciale (*trade balance*) en milliards de dollars (*$bn*) au cours des douze derniers mois, du solde des paiements courants (*current account balance*) en milliards de dollars (*$bn*) et en pourcentage du PIB *(% of GDP*) ;
- les valeurs du solde budgétaire en pourcentage du PIB (*budget balance % of GDP*)

1. Quelle est la différence entre le solde de la balance commerciale et le solde de la balance des paiements courants ?
2. Dans le cas de l'Irlande, on observe un écart important entre ces deux soldes. Quelle est la signification économique de cet écart ?
3. Quelle est la relation comptable existant entre le solde des paiements courants et le solde budgétaire ? En quoi consiste la thèse des déficits jumeaux ? Sur quelles hypothèses repose-t-elle ? Au vu des informations contenues dans le tableau semble-t-elle vérifiée empiriquement ?

La différence entre la valeur des biens exportés et la valeur des biens importés est le solde de la balance commerciale. Quand le montant des importations est supérieur (inférieur) à celui des exportations, il y a un déficit (un excédent) commercial.

Si on ajoute le solde des services au solde des biens, on obtient le solde de la balance des biens et des services ; il est plus complet que le solde de la seule balance commerciale et constitue un indicateur économique de première importance, souvent utilisé pour évaluer la compétitivité de l'économie.

Cumulé avec le solde du compte des transactions courantes, le compte de capital exprime la capacité ou le besoin de financement de la nation ou de la zone, ce qui représente le solde de l'ensemble des opérations non-financières effectuées avec le reste du monde.

Eléments de réponse Question 1
Cf. page 2.

Eléments de réponse Question 2
Cf. page 2.

Eléments de réponse Question 3
On voit la balance courante comme la balance commerciale, et on simplifie en supposant que les soldes des transferts courants et des revenus sont nuls. On a donc : $\boldsymbol{Y = C + I + G + X - Q}$
Avec $\boldsymbol{Q}$ les importations et $\boldsymbol{X}$ les exportations.
Soit $\boldsymbol{T}$ les transferts revenant à l'état (impôts, taxes) : on obtient donc $\boldsymbol{S = Y - C - T}$
Donc $\boldsymbol{Y = S + C + T}$ et donc $\boldsymbol{S + C + T = C + T + G + X - Q}$

Relation comptable entre le solde des paiements courants et le solde budgétaire :
$\boldsymbol{S - I + T - G = X - Q}$ où $\boldsymbol{T - G}$ = Solde budgétaire

Déficit jumeaux: solde de la balance et solde budgétaire sont négatifs.
Repose sur l'hypothèse que $\boldsymbol{S = I}$ ce qui n'est évidemment que très rarement le cas en réalité.

Trade, exchange rates, budget balances and interest rates

	Trade balance* latest 12 months, $bn	Current-account balance latest 12 months, $bn	Current-account balance % of GDP 2007†	Currency units, per $ Mar 7th	Currency units, per $ year ago	Budget balance % of GDP 2007‡	Interest rates, % 3-month latest	Interest rates, % 10-year gov't bonds, latest
United States	−836.1 Dec	−880.3 Q3	−6.1	–	–	−2.2	5.16	4.50
Japan	+81.0 Dec	+170.4 Dec	+3.8	117	118	−4.9	0.57	1.61
China	+183.5 Jan	+160.8 2005	+6.7	7.74	8.05	−1.6	2.82**	3.15
Britain	−155.3 Dec	−69.7 Q3	−2.9	0.52	0.58	−2.7	5.48	4.76
Canada	+47.2 Dec	+21.4 Q4	+1.1	1.18	1.15	0.8	4.19	3.99
Euro area	−9.4 Dec	−20.2 Dec	nil	0.76	0.84	−1.5	3.87	na
Austria	−0.2 Dec	+12.2 Q3	+1.3	0.76	0.84	−1.1	3.87	3.91
Belgium	+16.5 Dec	+6.8 Sep	+2.1	0.76	0.84	0.1	3.92	3.93
France	−36.6 Dec	−31.8 Dec	−1.4	0.76	0.84	−2.4	3.87	3.92
Germany	+206.0 Dec	+129.4 Dec	+4.7	0.76	0.84	−1.4	3.87	3.87
Greece	−44.3 Dec	−29.6 Dec	−7.1†	0.76	0.84	−2.9	3.87	4.11
Italy	−26.2 Dec	−42.1 Dec	−1.9	0.76	0.84	−3.2	3.87	4.09
Netherlands	+41.4 Dec	+59.7 Q4	+7.7	0.76	0.84	0.6	3.87	3.90
Spain	−112.7 Dec	−110.7 Nov	−8.7	0.76	0.84	0.3	3.87	3.92
Czech Republic	+1.9 Jan	−5.2 Q3	−2.7	21.4	24.2	−4.2	2.57	3.71
Denmark	+6.7 Dec	+6.7 Dec	+3.0	5.67	6.26	3.5	4.06	3.88
Hungary	−2.7 Dec	−6.9 Q3	−5.9	192	216	−7.1	8.15	7.01
Norway	+56.0 Jan	+56.1 Q4	+17.5†	6.20	6.72	19.3	4.33	4.42
Poland	−5.1 Dec	−7.1 Dec	−2.2	2.96	3.27	−2.6	4.21	5.20
Russia	+140.8 Dec	+95.6 Q4	+7.3	26.2	28.1	6.0	10.50	6.34
Sweden	+20.0 Jan	+28.4 Q4	+6.4	7.05	7.94	2.9	3.20	3.72
Switzerland	+9.7 Jan	+105.9 Q3	+15.3	1.22	1.31	1.2	2.22	2.55
Turkey	−52.2 Jan	−31.9 Dec	−6.6	1.43	1.35	−2.4	19.18	19.86
Australia	−9.2 Jan	−40.9 Q4	−5.1	1.29	1.36	1.2	6.35	5.65
Hong Kong	−18.9 Jan	+19.3 Q3	+9.3	7.82	7.76	2.0	4.25	4.12
India	−54.6 Jan	−13.7 Q3	−2.2	44.5	44.5	−4.3	7.46	8.16
Indonesia	+39.7 Jan	+7.0 Q3	+1.4	9,210	9,315	−0.9	8.81	6.46§
Malaysia	+29.5 Dec	+22.2 Q3	+11.1	3.51	3.72	−4.3	3.68	5.12§
Pakistan	−13.1 Jan	−6.5 Q4	−4.8†	60.7	60.0	−4.6	10.19	6.77§
Singapore	+34.4 Jan	+36.3 Q4	+25.2	1.53	1.63	0.3	3.23	3.04
South Korea	+17.3 Feb	+5.5 Jan	nil	949	982	0.4	4.94	4.86
Taiwan	+13.8 Feb	+25.2 Q4	+5.0	33.0	32.5	−2.2	1.82	2.05
Thailand	+2.2 Dec	+3.2 Dec	nil	32.8	39.1	−1.2	4.70	4.39
Argentina	+12.0 Jan	+6.7 Q3	+1.6	3.10	3.08	1.0	9.69	na
Brazil	+45.8 Feb	+14.2 Jan	+0.3	2.11	2.17	−2.2	12.93	6.16§
Chile	+24.4 Feb	+5.2 Q3	+2.2	537	533	4.3	5.04	5.10§
Colombia	nil Nov	−2.3 Q3	−2.1	2,218	2,254	−1.5	7.10	6.13§
Mexico	−8.2 Jan	−1.5 Q4	−1.1	11.1	10.7	−0.4	7.05	7.76
Venezuela	+33.0 Q4	+27.2 Q4	+10.1	3,798	2,721	−3.8	10.26	6.55§
Egypt	−11.7 Q3	+3.0 Q3	+1.1	5.71	5.74	−8.0	8.37	5.32§
Israel	−7.3 Jan	+6.7 Q3	+1.5	4.22	4.71	−2.8	4.31	4.96
Saudi Arabia	+165.7 2006	+90.0 2005	+17.3†	3.75	3.75	12.3	5.16	na
South Africa	−10.2 Jan	−13.5 Q3	−4.9	7.40	6.31	−2.0	9.15	7.66
MORE COUNTRIES Data for the countries below are not provided in printed editions of *The Economist*								
Estonia	−3.4 Dec	−2.3 Dec	−12.7†	11.9	13.1	1.3	3.97	na
Finland	+12.1 Dec	+12.6 Dec	+5.6†	0.76	0.84	2.3	3.84	3.94
Iceland	−2.1 Jan	−4.4 Q4	−19.7†	67.1	69.5	2.1	15.06	na
Ireland	+35.5 Dec	−6.5 Q3	−4.2†	0.76	0.84	0.8	3.87	3.91
Latvia	−5.0 Dec	−4.3 Dec	−19.5†	0.54	0.58	−1.2	5.03	na
Lithuania	−5.2 Dec	−3.4 Dec	−10.3†	2.63	2.90	−0.5	3.94	na
Luxembourg	−5.2 Dec	+4.8 Q3	na	0.76	0.84	−0.8	3.87	na
New Zealand	−4.0 Jan	+6.1 Q3	−9.9†	1.46	1.54	3.5	6.75	5.81
Peru	+8.9 Dec	+2.5 Q4	+0.7	3.19	3.34	0.1	4.50	na
Philippines	−4.5 Dec	+4.4 Sep	+3.1	48.8	51.4	−1.0	5.63	na
Portugal	−23.2 Nov	−18.2 Dec	−7.8†	0.76	0.84	−3.7	3.87	4.05
Slovakia	−3.1 Dec	−5.4 Oct	−6.2†	26.0	31.5	−3.0	4.60	4.34
Slovenia	−2.0 Dec	−1.2 Dec	−1.6†	0.76	0.84	−1.2	na	na

*Merchandise trade only. †The Economist poll. ‡Economist Intelligence Unit forecast. §Dollar-denominated bonds. **New series.

Sources: National statistics offices and central banks; Thomson Datastream; Reuters; JPMorgan; Bank Leumi le-Israel; Centre for Monitoring Indian Economy; Danske Bank; Hong Kong Monetary Authority; Standard Bank Group; UBS; Westpac.

Le dollar est-il sur ou sous-évalué ?

Les Échos, 6 décembre 2004

La baisse rapide du dollar, se traduisant par le fait que l'euro dépasse 1,30 dollar depuis novembre 2004, donne lieu à des commentaires contradictoires. Par rapport à quoi peut-on juger de la surévaluation ou de la sous-évaluation d'une monnaie ? Faut-il raisonner par rapport à un taux de change d'équilibre du marché des changes, par rapport à la parité de pouvoir d'achat, ou encore par rapport à un taux de change normal ?

Le premier critère est celui du taux de change d'équilibre du marché sur longue période. Aux Etats-Unis, le commerce extérieur de marchandises subit un profond déficit, qui a tendance à s'accentuer et qui dépasse largement l'excédent que peuvent obtenir les services. Les transferts courants sont également déficitaires, tant les transferts privés des ménages que les transferts publics de l'administration. Quant aux revenus du capital, ils étaient naguère excédentaires, en raison des investissements que les entreprises multinationales américaines avaient effectués à l'extérieur ; depuis quelques années, ce poste est devenu de plus en plus négatif.

Le rôle international du dollar fait qu'une partie du déficit courant américain est financée automatiquement par l'accumulation de cette devise par les banques centrales extérieures. L'autre partie doit être comblée par des entrées de capitaux privés. Or le déficit courant américain se creuse selon un processus cumulatif : il doit être financé par des entrées de capitaux qui, à la période suivante, aggravent à leur tour le déficit des revenus du capital et, par conséquent, le déficit courant. Les entrées de capitaux aux Etats-Unis ont de plus en plus de mal à suivre ce mouvement. C'est la raison pour laquelle le solde global de la balance des paiements devient négatif, surtout si les banques centrales asiatiques se reportent sur l'euro.

Différents calculs ont été faits pour mesurer la tendance du marché des changes. Ils aboutissent le plus souvent à prévoir que le mouvement va se poursuivre. Le dollar risque de tomber encore davantage, ce qui signifie que l'euro monterait à 1,40 ou 1,50 dollar. Des observateurs en concluent que le dollar est encore actuellement sur- évalué. Le qualificatif de « surévaluation » est inexact, car il signifie que le taux d'équilibre du marché donne nécessairement un taux de change satisfaisant. En fait, il serait plus correct de dire que, sur le marché, le dollar est encore actuellement surcoté vis-à-vis de l'euro.

Le deuxième critère est représenté par la parité de pouvoir d'achat (PPA). Celle-ci forme un point de repère théorique, indiquant une position dans laquelle le niveau général des prix des différents pays serait identique, après avoir converti dans la même monnaie tous les prix nationaux. Cette situation serait obtenue si l'ensemble du monde constituait un espace parfaitement homogène, en régime de concurrence pure et parfaite. La réalité est évidemment très différente. Le taux de change réel indique alors le niveau relatif des prix d'une économie, mesuré sur son produit intérieur brut. Il est obtenu en divisant le taux de change nominal par le taux de PPA, puis en multipliant le résultat par 100 pour l'exprimer sous forme d'indice.

Ainsi, le taux de PPA de l'euro vis-à-vis du dollar peut être estimé, actuellement, aux alentours de 1,10 dollar par euro. Lorsque le taux nominal de l'euro dépasse 1,30 dollar, le taux de change réel de la zone euro vis-à-vis des Etats-Unis, qui indique le niveau relatif des prix européens vis-à-vis des prix américains, monte alors au-dessus de $100 \times (1{,}30 : 1{,}10) = 118$. En prenant ce critère, certains en concluent à tort que le dollar est « sous-évalué ». En fait, l'expression est inexacte, car

la PPA ne correspond pas non plus à un taux de change normal. Il serait plus correct de dire que le dollar est actuellement sous-paritaire vis-à-vis de l'euro.

Le troisième critère est celui du taux de change normal, c'est-à-dire du taux que devrait avoir normalement une économie. Il faut donc s'interroger sur les raisons pour lesquelles les Etats-Unis ont un déficit courant aussi abyssal. On sait que le solde courant d'une économie est égal à la différence entre l'épargne totale de la nation et l'investissement réel sur son territoire. D'un côté, l'économie américaine attire d'autant plus l'investissement productif que le dollar est bon marché. De l'autre, le solde budgétaire des Etats-Unis, qui était parvenu à l'excédent à la fin de l'ère Clinton, s'est creusé à une vitesse vertigineuse.

Ce mécanisme s'ajoute à la faiblesse ancienne du taux d'épargne des ménages, les Américains ayant pris l'habitude de vivre au-dessus de leurs moyens. Le phénomène s'est accentué dans les années 1990 en raison de l'effet richesse : se croyant de plus en plus riches, à la suite de l'emballement spéculatif des valeurs boursières, les Américains ont cru qu'ils pouvaient diminuer encore leur taux d'épargne. Mais la chute des cours de Bourse, depuis 2000, n'a pas eu pour effet de faire remonter le taux d'épargne : elle a été compensée, d'une part, par de nouveaux allégements fiscaux, d'autre part, par le développement de crédits hypothécaires permettant aux ménages de maintenir un niveau élevé de consommation.

Dire que le dollar est surévalué, cela revient à considérer comme normale une telle situation. Compte tenu de leur comportement, tant public que privé, les Etats-Unis pompent l'épargne du reste du monde depuis le début des années 1980, privant de ressources les pays en développement. En acceptant la baisse tendancielle du dollar, ils reportent également leurs difficultés sur les autres pays, et en particulier sur l'Europe. Or celle-ci avait déjà pâti de monnaies européennes trop chères à la fin des années 1980 et pendant la plus grande partie des années 1990.

Le taux de change normal d'une économie croît logiquement en fonction de son niveau de développement, en raison de trois facteurs : structure de la productivité relative des secteurs, qualité de la spécialisation, attractivité du territoire. Si l'épargne privée et publique des Etats-Unis était normale, l'économie américaine, qui est la plus développée du monde, devrait avoir ainsi un taux de change réel plus élevé que l'euro, qui, plutôt que de monter, devrait redescendre aux alentours de 0,90 dollar par euro. C'est pourquoi le dollar devient de plus en plus sous-évalué par rapport à sa position normale vis-à-vis de l'euro. En acceptant passivement l'anomalie de l'économie américaine, l'Europe se condamne à accepter la montée de l'euro dans les années qui viennent, subissant par conséquent la remontée inexorable du chômage.

GÉRARD LAFAY est professeur de sciences économiques à l'université Panthéon-Assas Paris-II.

Questions

1. Énumérez les différentes mesures de la surévaluation ou de la sous évaluation d'une monnaie présentées dans le texte ?
2. Expliquez comment un déficit de la balance des paiements courants peut être à l'origine d'un processus cumulatif ?
3. Pourquoi « le rôle international du dollar fait qu'une partie du déficit courant américain est financée automatiquement par l'accumulation de cette devise par les banques centrales extérieures » ?
4. Comment mesure-t-on le taux de change réel d'une monnaie ?
5. À partir des identités de la comptabilité nationale, montrez que le solde courant d'une économie est égal à la différence entre l'épargne totale de la nation et l'investissement réel sur son territoire.
6. Quels sont les liens entre le taux d'épargne et le solde des paiements courants ?
7. Analysez la proposition énoncée par l'auteur selon laquelle : « Le taux de change normal d'une économie croît logiquement en fonction de son niveau de développement, en raison de trois facteurs : structure de la productivité relative des secteurs, qualité de la spécialisation, attractivité du territoire ».

Eléments de réponse Question 1

Le premier critère est celui du taux de change d'équilibre du marché sur longue période. Le deuxième critère est représenté par la parité de pouvoir d'achat (PPA). Le troisième critère est celui du taux de change normal, c'est-à-dire du taux que devrait avoir normalement une économie.

Eléments de réponse Question 2

Le rôle international du dollar fait qu'une partie du déficit courant américain est financée automatiquement par l'accumulation de cette devise par les banques centrales extérieures. L'autre partie doit être comblée par des entrées de capitaux privés. Or le déficit courant américain se creuse selon un processus cumulatif : il doit être financé par des entrées de capitaux qui, à la période suivante, aggravent à leur tour le déficit des revenus du capital et, par conséquent, le déficit courant. Les entrées de capitaux aux Etats-Unis ont de plus en plus de mal à suivre ce mouvement. C'est la raison pour laquelle le solde global de la balance des paiements devient négatif, surtout si les banques centrales asiatiques se reportent sur l'euro.

Eléments de réponse Question 3

Bien que les flux mondiaux de capitaux aient fortement augmenté, les étrangers restent plus attirés par l'achat d'actifs américains que ne le sont les Américains par les actifs étrangers. Il s'ensuit que les actifs extérieurs bruts des États-Unis, qui représentent 85 % environ du PIB, sont désormais dépassés par des engagements bruts extérieurs de 107 % du PIB. Depuis 2003, les États-Unis ont vu s'accroître leur appétit pour les investissements à l'étranger. Mais la demande étrangère d'actifs américains a fortement progressé, surtout de la part des banques centrales et des investisseurs institutionnels privés. L'investissement direct et les investissements de portefeuille d'actions étaient les grandes tendances avant l'éclatement de la bulle boursière. Récemment, la prudence a triomphé, les États-Unis apparaissant comme un refuge : en 2004, il y a eu suffisamment de titres d'emprunt du Trésor américain vendus à des non-résidents pour financer la majeure partie du déficit des finances fédérales. Désormais, les investisseurs étrangers détiennent près de la moitié de la dette publique fédérale des États-Unis.

Est-ce un problème ? Pour de nombreux experts, même l'économie américaine risque d'épuiser rapidement sa « marge de crédibilité ». Les étrangers demanderaient des rendements plus élevés pour compenser l'augmentation des risques, ce qui ferait baisser les prix des actifs et le dollar, et pousserait les taux d'intérêt à la hausse, suscitant ainsi le spectre d'une crise. Malgré ces tensions, la plupart des experts s'attendent à voir le déficit se creuser encore pour atteindre prochainement 1 000 milliards USD, et envisagent qu'il dépasse la barre des 10 % du PIB d'ici quelques années.

Tout le monde ne juge pas le déficit américain problématique. Selon une hypothèse en vogue, les États-Unis sont une destination de placement tellement favorable que les entrées de capitaux vont continuer à répondre aux besoins d'un déficit croissant. Cette idée est cependant moins répandue depuis le plongeon du marché d'actions de 2000-2001. Certains affirment désormais que les économies de marché émergentes, notamment la Chine, auront encore intérêt à maintenir une croissance tirée par les exportations pour absorber leur excédent quasiment illimité de main-d'œuvre rurale. D'autres avancent que la ligne de crédit des États-Unis auprès du reste du monde ne comporte pas d'échéancier de remboursement précis, d'autant que toutes ces banques centrales créancières ne font pas la course aux bénéfices. Il y a enfin ce nouvel argument original, évoqué au début de cet article, selon lequel le déficit n'est qu'un mirage, né d'une incapacité totale à enregistrer convenablement les exportations implicites de « matière noire », sous forme de services de liquidités externes (seigneuriage) ou, de manière moins crédible, de services d'assurances et de savoir-faire.

Eléments de réponse Question 4

Le taux de change réel indique alors le niveau relatif des prix d'une économie, mesuré sur son produit intérieur brut. Il est obtenu en divisant le taux de change nominal par le taux de PPA, puis en multipliant le résultat par 100 pour l'exprimer sous forme d'indice.

Eléments de réponse Question 5

Cf. pages 2 et 3.

Eléments de réponse Question 6

Le Taux d'épargne est le pourcentage que représente dans le revenu la part non consommée de ce revenu qui est soit placé dans des actifs financiers, soit conservée en moyens de paiement. Le lien entre le taux d'épargne et le solde des paiements courants est le revenu. Cf. page 2 et 3.

Eléments de réponse Question 7

Cf. TD précédents.

La balance des paiements de la France

Allez en fin de document où vous trouverez une étude intitulée « Comment expliquer l'évolution récente du compte courant de la France » publiée au mois de décembre 2004. Après l'avoir lue, répondez aux questions suivantes :

1. Quelles ont été les évolutions enregistrées au cours des dernières années par les soldes des principaux postes de la balance des paiements de la France ?
2. En quoi s'écartent-elles de la situation observée à la fin des années où était poursuivie la stratégie dite de désinflation compétitive ? Comment peut-on expliquer les changements observés ?
3. Ces évolutions sont-elles inquiétantes ?

Allez en fin de document et lisez la dernière analyse mensuelle de la Banque de France sur la balance des paiements de la France.

Eléments de réponse Question 1

Soldes des transactions courantes

Après 10 ans d'excédents le solde des transactions courantes de la France est retourné à un niveau proche de l'équilibre en 2003-2004, soit une baisse d'environ 2,5 points de PIB depuis fin 90. On peut décomposer ce mouvement en deux étapes : une première dégradation due à la détérioration du solde des biens entre 98 et 2000, et en 2002-2003 une aggravation du phénomène expliquée par le fait que les soldes des revenus et des services se sont détériorés.

Solde des biens

De 98 à 2000 il s'est sensiblement dégradé, puis s'est stabilisé depuis 2001. Il est passé de près de 2 points de PIB à l'équilibre. Cette situation est le résultat des événements suivants :

- une diminution du solde industriel, expliqué par une conjoncture plus dynamique en France que chez ses partenaires commerciaux.
- le solde du poste énergie s'est détérioré, surtout en raison de la hausse des cours pétroliers.
- une dégradation continue du solde agroalimentaire en raison des réformes de la PAC et des accords de l'OMC.

Solde des services

Il s'est replié depuis 2001 perdant plus de 0,5 % de PIB en 3 ans. Cette situation s'explique par une dégradation du solde touristique, liée à l'appréciation de l'euro et aux événements géopolitiques de la période. Le solde des services hors voyage a également diminué.

Solde des revenus

Il a reculé entre 2001 et 2003; il est passé de 1,2% à 0,5% de PIB. Cette évolution résulte de la résorption du différentiel de taux d'intérêt entre la France et les Etats-Unis, d'une conjoncture relativement plus dynamique en France que chez nos voisins, de l'éclatement de la bulle boursière, de l'appréciation de l'euro et d'une dégradation des bénéfices réinvestis des IDE. Ainsi les revenus versés au reste du monde ont augmenté et les revenus reçus ont diminué.

Transferts courants

La tendance à la baisse s'est poursuivie, surtout en raison de l'accroissement régulier du budget européen et de la modification de son mode de financement.

Eléments de réponse Question 2

La stratégie de « désinflation compétitive » a été menée en France de 1983 à 1997. Cette politique économique visait à maintenir le cours du franc et à réduire l'inflation en deçà de celles

enregistrées par les principaux partenaires de la France. On espérait améliorer la compétitivité des produits domestiques, augmenter les parts de marché des entreprises françaises en France et à l'exportation, et réduire ainsi le déficit courant sans avoir à dévaluer la monnaie. En 1997, le solde des transactions courantes s'établissait entre 2,5 et 3% de PIB, en 2003 il était proche de l'équilibre. L'ensemble des soldes constituant le compte des transactions courantes se sont dégradés. Les changements observés sont expliqués dans la question précédente.

Eléments de réponse Question 3

La situation semblerait retourner à la normale. Ainsi la dégradation de nos échanges industriels s'expliquerait par un phénomène de rattrapage conjoncturel ce qui est plutôt positif. Ce sont en fait les excédents de la fin des années 90 qui sembleraient exceptionnels. De plus, le solde courant de la France semble médian, par rapport à nos principaux partenaires. Enfin, il n'y a pas de lien théorique et empirique entre le signe et l'ampleur du solde courant et les performances économiques d'un pays. De plus, dans l'UE, "les questions de financement des balances courantes d'un pays perdent un peu de leur acuité". Cependant certains points peuvent être inquiétants : L'évolution du change et des prix de l'énergie restant incertaine, l'euro et le prix du pétrole pourraient s'installer à des niveaux tellement élevés que le compte courant pourrait se détériorer plus fortement. Le développement des échanges vers d'autres pays plus dynamiques que les partenaires européens et la compétitivité hors prix sont des éléments que la France doit prendre en compte.

<u>La balance des paiements de la zone euro</u>

Allez en fin de document où vous trouverez une analyse mensuelle de la Banque de France sur la balance des paiements de la zone euro. Lisez-la. Quelle est la définition de la balance de base et quel est la signification économique de son solde ?

Eléments de réponse

La balance de base est utilisée pour analyser les relations économiques et financières entre la zone euro et l'extérieur. Elle rassemble l'ensemble des opérations non financières et des flux de capitaux de long terme, qui peuvent être considérés à la fois comme les plus repérables statistiquement et les moins volatils, donc comme les plus révélateurs des tendances fondamentales. C'est la somme des soldes des comptes des transactions courantes et de capital, des investissements directs, des investissements de portefeuille nets et des produits financiers dérivés. Le SEBC calcule ce solde pour étudier les relations économiques et financières de la zone euro avec le reste du monde. La Fed quant à elle ne calcule pas ce solde

<u>La balance des paiements des États-Unis</u>

Vous trouverez une publication plus ancienne intitulée « Etats-Unis : les origines internes du déficit courant »en fin de document. Après l'avoir lue, répondez aux questions suivantes :

1. Quelle a été l'évolution du solde du compte courant des Etats-Unis sur la période couverte par l'étude de la DP ?
2. Par quels mécanismes l'émergence de la nouvelle économie a-t-elle pu alimenter le déficit du compte courant ?
3. Quels sont, toutes choses égales par ailleurs, les effets attendus de l'éclatement d'une bulle boursière sur le solde du compte courant ? Les a-t-on observés dans le cas des Etats-Unis après l'éclatement de la bulle internet ?

4. L'étude énumère un certain nombre de conditions qui devraient être vérifiées pour que le solde du compte courant des Etats-Unis enregistre une amélioration. Quelles sont ces conditions et quelle est leur justification ?
5. Mettez à jour l'étude de la DP en allant sur le site du Bureau of Economic Analysis (http://www.treas.gov/tic/external-debt.html) qui publie les informations statistiques sur la balance des paiements des États-Unis. Quelles ont été les évolutions observées récemment ?

Eléments de réponse Question 1
De la fin de seconde guerre mondiale jusqu'au début des années 80, la balance courantes des USA a été excédentaire, fluctuant entre 0 et 1 point de PIB. Du début des années 80 à 87, la balance des transactions courantes s'est sensiblement dégradée pour atteindre un seuil minimum à 3% de PIB. Puis de 87 à 91, la balance des transactions courantes s'est améliorée pour retourner à l'équilibre au début des années 90. Depuis 92 et jusqu'en 2004, la balance des transactions courantes s'est fortement dégradé pour atteindre un déficit à hauteur de 5% du PIB en 2004.

Eléments de réponse Question 2
Les ménages : les prix des actifs se sont fortement appréciés, les perspectives de croissance et de productivité ont augmenté. Les ménages ont alors revu à la hausse leurs anticipations de revenus et ont augmenté leur consommation (effet de richesse). Ceci s'est traduit par une dégradation de leur épargne qui a influencé négativement le solde de la balance des transactions courantes.

Les entreprises : ont surévalué les perspectives de croissance et leurs profits futurs. Elles ont alors investit au-delà de ce que justifiait le niveau réel de la demande et des profits. Cette explosion de l'investissement et la diminution de l'épargne ont joué en faveur de la détérioration de la balance des transactions courantes

Eléments de réponse Question 3
Avec l'éclatement de la bulle boursière, il est anticipé que :

- Les entreprises diminuent leurs dépenses d'investissement et augmentent leur épargne.
- La diminution de la valeur du patrimoine des ménages entraîne une baisse de la consommation et une hausse de l'épargne.
- L'association de ces deux mouvements améliore automatiquement la balance des transactions courantes.

Après l'éclatement de la bulle Internet, les entreprises ont réduit leurs investissements et augmenté leur épargne, comme ce qui était anticipé. Cependant les ménages ont continué à réduire leur épargne grâce au relâchement de la contrainte de crédit, et au développement de l'endettement hypothécaire. De plus, les pouvoirs publics ont augmenté leurs dépenses budgétaires et adopté des plans de réduction d'impôt. Ces plans fiscaux associés au ralentissement de la conjoncture après l'éclatement de la bulle ont réduit les recettes fiscales du gouvernement. Ainsi le redressement du déficit courant ne s'est pas produit en raison de la cumulation des ces différents éléments. Celui-ci a poursuivi sa détérioration.

Eléments de réponse Question 4

En plus du maintien de la capacité de financement des entreprises proche de l'équilibre et de la remontée de la capacité de financement des ménages, pour réduire le déficit courant américain il faudrait : - Un resserrement des politiques budgétaires et monétaires
- Un redressement de la demande du reste du monde

Si la demande du reste du monde se redresse, les exportations de biens et services des Etats-Unis augmenteront, ce qui contribuera à améliorer le solde courant. Le resserrement de la politique budgétaire aura pour effet de résorber le déficit public, et ainsi le déficit courant. Le resserrement de la politique monétaire, par la hausse des taux d'intérêt et l'augmentation des contraintes d'accès au crédit, aura tendance à diminuer l'investissement et augmenter l'épargne, et donc améliorer le solde courant.

Eléments de réponse Question 5

Le déficit courant américain a atteint -856,655 millions de dollars en 2006. En 2003 son niveau s'élevait à -527,514 millions de dollars. Ceci s'explique par une dégradation de la balance commerciale, passant de -547,302 millions de dollars en 2003 à -835,966 millions de dollars en 2006. L'amélioration de la balance des services (passant de +52,405 millions de dollars à +70,699 millions de dollars) n'a pas empêché le creusement du déficit courant. La balance des revenus est devenue déficitaire en 2006 pour la première fois depuis 1960, atteignant -7,266 millions de dollars. Le solde des transferts courants s'est creusé, de -69,210 millions de dollars en 2003 à -84,122 millions de dollars en 2006.

Problème

Cet exercice propose une étude des conflits d'objectifs de la politique économique, dans le cadre des axiomes keynésiens. L'économie est caractérisée par :

- Une fonction de consommation $C = cY_D$, Y_D étant le revenu disponible et $c \in [0, 1]$.
- Une fonction d'imposition $T = tY$ où t est le taux d'imposition qu'on suppose constant.
- Des dépenses publiques et un investissement exogènes, respectivement $\overline{G}$ et $\overline{I}$.
- Les exportations ne dépendent que de l'extérieur et sont donc exogènes, $X = \overline{X}$.
- Les importations sont proportionnelles au revenu total, $Q = mY$ avec $m \in [0, 1]$.
- Le solde positif de la balance commerciale (exportations exogènes moins importations) constituent une composante de la demande globale.

1. Déterminez le revenu d'équilibre en fonction des variables exogènes et des paramètres.
2. Déterminez le solde de la balance commerciale.
3. Indiquez l'impact d'un accroissement des dépenses publiques sur l'activité et sur le solde de la balance commerciale. Quelle est l'influence de m (la propension à importer) sur ces multiplicateurs ?
4. Étudiez l'impact d'un accroissement des exportations sur l'activité et sur le solde commercial.

Eléments de réponse

1. Détermination du revenu d'équilibre

Conformément à la théorie keynésienne, il s'agit de déterminer le revenu qui assure un équilibre simultané sur le marché des biens et services et sur le marché de la monnaie. On cherche donc à trouver les couples (Y, i) qui assurent l'équilibre sur chaque marché. Cependant, l'ouverture de l'économie engendre une modification de l'équilibre sur le marché des biens. Il faut en effet prendre en compte la balance des opérations courante $X - Q$. En outre, en change fixe, la Banque Centrale intervient sur le marché des changes afin de maintenir constant le cours de la devise. La condition d'équilibre sur le marché de la monnaie devient : $i = i^* + \epsilon$, avec i le taux d'intérêt domestique, i^* le taux d'intérêt du reste du monde, ϵ permettant d'envisager une réévalution ou une dévaluation. Finalement, il s'agit donc de résoudre le programme suivant :

$$\begin{cases} Y = C + I + G + (X - Q) & \text{(IS)} \\ i = i^* + \epsilon & \text{(LM)} \end{cases}$$

$$\Longleftrightarrow$$

$$\begin{cases} Y = \dfrac{\overline{I} + \overline{G} + \overline{X}}{1 - c(1-t) + m} \\ i = i^* + \epsilon \end{cases}$$

2. Détermination du solde de la balance commerciale

$$X - Q = \overline{X} - mY = \frac{1 - c(1-t)}{1 - c(1-t) + m}\overline{X} - \frac{m}{1 - c(1-t) + m}(\overline{G} + \overline{I}).$$

3. Influence d'un accroissement des dépenses publiques et de la propension marginale à importer

On a $\dfrac{\delta Y}{\delta G} = \dfrac{1}{1 - c(1-t) + m} > 0$. L'accroisement des dépenses publiques stimule donc l'activité, mais cet accroissement sera d'autant plus faible que la propension à importer sera élevée. En effet, une partie du revenu part vers l'étranger comme l'illustre le multiplicateur des dépenses publiques associé à la BOC.
En effet, on a $\dfrac{\delta BOC}{\delta G} = -\dfrac{m}{1 - c(1-t) + m} < 0$. Le solde commercial subit donc une détérioration qui sera d'autant plus grande que m sera élevée. Cet exemple illustre le phénomène des *twin deficits*.

4. Influence d'un accroissement des exportations sur l'activité et le solde commercial

On a $\dfrac{\delta Y}{\delta \overline{X}} = \dfrac{\delta Y}{\delta G} = \dfrac{1}{1 - c(1-t) + m} > 0$.
Pour la BOC, on a : $\dfrac{\delta BOC}{\delta \overline{X}} = \dfrac{1 - c(1-t)}{1 - c(1-t) + m} < 1$. La hausse des exportations améliore le solde commercial, mais cette amélioration est inférieure à l'unité. En effet, l'accroissement du revenu engendré accroît également les importations.

Liberté • Égalité • Fraternité
RÉPUBLIQUE FRANÇAISE

Diagnostics Prévisions et Analyses Économiques

N° 56 – Décembre 2004

Comment expliquer l'évolution récente du compte courant de la France ?[1]

Le *solde des transactions courantes* **de la France est revenu à un niveau proche de l'équilibre en 2003-2004, après une décennie d'excédents.** De façon schématique, cette résorption de l'excédent courant – d'environ 2½ points de PIB depuis la fin des années 90 – s'est opérée en deux temps.

- Le *solde des biens* s'est d'abord replié en 1998-2000, sous l'effet d'une triple évolution : l'*excédent des échanges industriels* s'est replié sur la période 1998-2000 du fait d'une demande intérieure particulièrement dynamique en France et d'une orientation géographique de nos exportations parfois défavorable ; la *facture énergétique* a doublé en 2000, en raison de l'augmentation du prix du pétrole ; l'*excédent agroalimentaire* a légèrement reculé – de façon modérée mais régulière – depuis le début des années 90, à la suite notamment des réformes de la PAC (1992, 1999) et des accords de l'OMC (1995) qui ont contribué à réduire les exportations agricoles subventionnées.
- Plus récemment (en 2002-2003), le *solde des revenus* et le *solde des services* se sont à leur tour dégradés : le *solde des revenus* a subi les effets conjugués de l'évolution des marchés des taux d'intérêt, des actions et des changes, et d'une conjoncture relativement moins déprimée en France que chez ces voisins ; il a également pâti d'un recul exceptionnel du solde des bénéfices réinvestis des investissement directs à l'étranger, lié à un petit nombre d'entreprises ; par ailleurs, l'*excédent touristique* a été affecté par l'appréciation de l'euro et les tensions géopoliques qui ont pénalisé les transports internationaux de voyageurs ; enfin, on a pu noter un recul du *solde des services hors voyages* concernant un petit nombre d'entreprises (négoce international, par exemple).

Aux évolutions précédentes, s'est ajoutée une tendance à la baisse du solde des transferts courants en raison de modifications du mode de financement et de la structure du budget européen.

Au total, certaines de ces évolutions peuvent s'apparenter à un retour à la normale. En effet, les forts excédents courants de la fin des années 90 revêtent rétrospectivement un caractère exceptionnel lié à une combinaison de facteurs favorables (retard conjoncturel par rapport à nos partenaires, taux de change favorable à la compétitivité, prix du pétrole bas jusqu'en 1999). **Désormais, avec un niveau de solde courant proche de l'équilibre, la France se situe dans une position moyenne par rapport à ses principaux partenaires.**

Néanmoins, plusieurs éléments sont à considérer avec attention :

- Une nouvelle poussée des cours pétroliers ou une appréciation supplémentaire de l'euro pèserait sur notre balance courante ;
- Il existe sans doute des marges de progrès de notre positionnement commercial afin de mieux tirer parti des marchés d'exportation en forte croissance et d'améliorer aussi notre spécialisation sectorielle, d'autant que la conjoncture internationale est aujourd'hui plus dynamique que celle de la zone euro.

1. Ce document a été élaboré sous la responsabilité de la Direction Générale du Trésor et de la Politique Économique et ne reflète pas nécessairement la position du Ministère de l'Économie, des Finances et de l'Industrie.

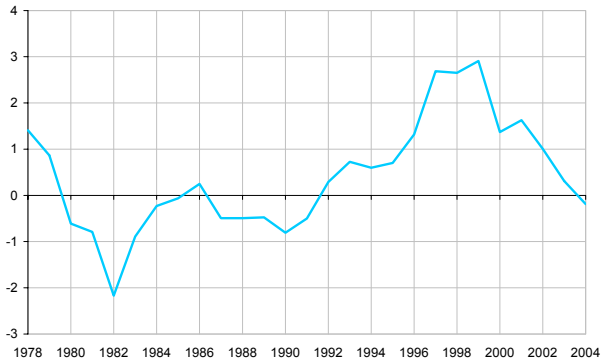
MINISTÈRE DE L'ÉCONOMIE
DES FINANCES ET DE L'INDUSTRIE

Sommaire des derniers numéros parus

Nov. 2004	**n°55**	• Les délocalisations d'activités tertiaires dans le monde et en France, *Jérôme Letournel*
	n°54	• Les effets économiques du prix du pétrole sur les pays de l'OCDE, *Nicolas Carnot, Caterine Hagège*
	n°53	• Le marché pétrolier, *Nicolas Carnot, Caterine Hagège*
	n°52	• Quelques données internationales sur le temps de travail, *Jacques Delorme*
Oct. 2004	**n°51**	• Retour sur les gains de productivité aux États-Unis, *Vladimir Borgy, Nicolas Carnot, Émilie Quéma*
	n°50	• Comment contenir les émissions de gaz à effet de serre dans le secteur des transports ? *Jean-Jacques Becker, Cédric Audenis*
	n°49	• La résistance de l'économie britannique à l'appréciation de la livre enregistrée depuis 1996, *Éric Dubois, Karine Hervé, Sylvie Lefranc*
Sept. 2004	**n°48**	• La croissance potentielle de l'économie française de moyen-long terme, *Emmanuel Bretin*
	n°47	• Les canaux de transmission de la politique monétaire en France, *Fédéric Cherbonnier, Xavier Payet*
Juil. 2004	**n°46**	• Pourquoi l'inflation n'a-t-elle pas plus baissé en zone euro qu'aux États-Unis au cours des deux dernières années ? *Nila Ceci*
	n°45	• Convergence nominale et convergence réelle des nouveaux États membres (NEM), *Vanessa Jacquelain*
	n°44	• Les impôts locaux dus par les entreprises : éléments de comparaison internationale, *Daniel Turquety*
Juin 2004	**n°43**	• Retour sur la faiblesse de la consommation en zone euro depuis 2001, *Sylvie Lefranc, Alexandre Espinosa*
	n°42	• Équilibre épargne-investissement au niveau mondial, *Luc Eyraud*
	n°41	• Retour sur les prévisions de croissance de l'année 2003, *Selma Mahfouz*
	n°40	• Contribution des coûts du travail à la «jobless recovery» de 2001-2003 aux États-Unis, Vladimir Borgy, *Émilie Quéma*
Mai 2004	**n°39**	• Le SMIC en France : pouvoir d'achat et coût du travail sur longue période, *Stéphane Carcillo; Benjamin Delozier*

Le solde du compte courant de la France (dont la nomenclature figure en annexe) a retrouvé en 2003 un niveau proche de l'équilibre après une décennie d'excédents substantiels (cf. graphique 1). Dans le prolongement de cette évolution, le solde courant sur 12 mois est devenu légèrement déficitaire au mois d'août 2004.

Graphique 1 : solde des transactions courantes (en points de PIB)



Sources : Banque de France, Insee, Minefi ; calculs : DGTPE.
Note : le point de l'année 2004 est construit à partir de l'annualisation du solde des transactions courantes connu sur les 9 premiers mois de l'année.

Plus précisément, le solde des transactions courantes, après avoir atteint un excédent de près de 3 points de PIB à la fin des années 90, est revenu pratiquement à zéro en 2003, ce en deux phases (cf. graphique 2) :

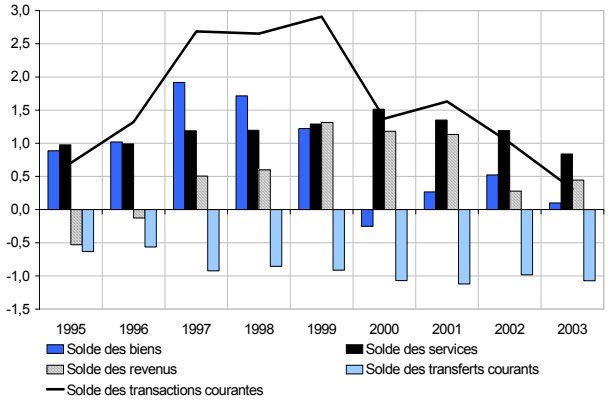
- il est passé de 2¾ points de PIB à la fin des années 90 à environ 1½ point de PIB en 2000-2001, en raison principalement d'une nette réduction de l'excédent des échanges de biens ;
- il s'est à nouveau replié en 2002-2003, pour atteindre l'année dernière 0,3 point de PIB, sous l'effet d'un recul simultané de l'excédent des échanges de services et du l'excédent des revenus.

En outre, un creusement modéré mais continu, depuis le milieu des années 90, du déficit des transferts courants s'est ajouté aux évolutions précédentes.

Au final, alors qu'en 1999 la France dégageait des excédent des soldes des biens, des services et des revenus similaires (de plus de 1 point de PIB chacun), seul l'excédent des services reste significatif en 2003, bien qu'en diminution.

Il convient de noter que les données concernant nos transactions avec l'extérieur (dont un récapitulatif des sources est donné en annexe) sont relativement fragiles (en particulier les données infra-annuelles) : elles font notamment l'objet de ruptures fréquentes de méthodologie (séparation du compte de capital et du compte des transactions courantes au début des années 90, par exemple) qui subsistent dans les comptes définitifs, ainsi que de révisions importantes. En conséquence, les éléments d'analyse qui suivent ne portent que jusqu'à l'année 2003 et doivent être appréhendés avec précaution.

Graphique 2 : décomposition du solde des transactions courantes (en points de PIB)

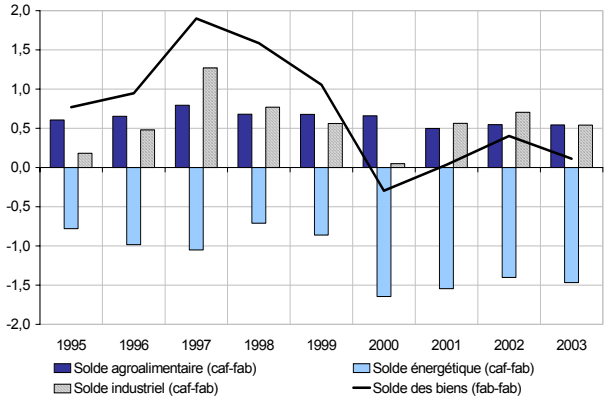


Sources : Banque de France, Insee ; calculs : DGTPE.
Note : le solde des «autres biens et services» est ici réparti entre le solde des biens et le solde des services.

1. Première phase (1998-2000) : repli du solde des biens

Le solde de nos échanges de biens s'est sensiblement dégradé au tournant des années 2000, passant d'un excédent de près de 2 points de PIB en 1997 à un déficit de 0,3 point de PIB en 2000. Cette évolution traduit une détérioration de l'ensemble des composantes de notre commerce extérieur : échanges industriels, énergétiques et, dans une moindre mesure, agroalimentaires (cf. graphique 3).

Graphique 3 : décomposition du solde des biens (en points de PIB)



Sources : Douanes, Insee ; calculs : DGTPE.
Note : la différence entre le solde des biens et la somme des soldes agroalimentaire, énergétique et industriel correspond au solde des échanges de matériel militaire et aux coûts divers d'assurance et de fret.

1.1 Le solde industriel s'est replié, en raison notamment d'une amélioration conjoncturelle plus marquée en France que chez nos principaux partenaires commerciaux

Le solde des échanges industriels s'est dégradé à partir de 1998, perdant en moyenne chaque année près de ½ point de PIB jusqu'en 2000.

1.1.1 Une décomposition de la variation du solde industriel

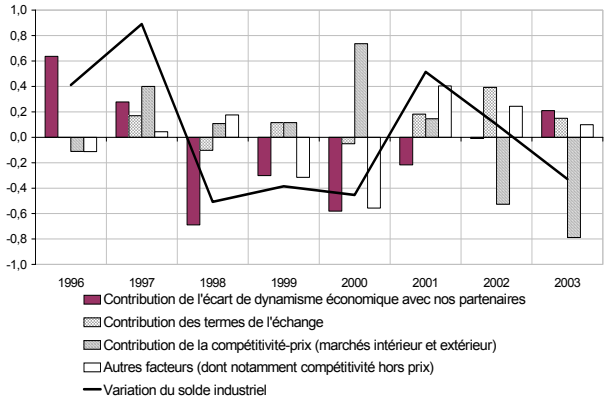
La variation du solde industriel peut s'expliquer à l'aide de plusieurs facteurs :

- l'*écart de dynamisme économique avec nos partenaires* : celui-ci reflète en particulier le différentiel de croissance avec le reste du monde : une croissance plus rapide que dans le reste du monde stimule les importations au-delà de la croissance de nos marchés à l'exportation et tend donc à dégrader le solde courant. L'écart de dynamisme recouvre en outre d'autres facteurs : l'orientation géographique de nos échanges (qui reflète l'écart de dynamisme entre le commerce mondial et nos propres marchés à l'exportation ; cf. définition formelle en annexe) et les écarts d'élasticité des importations à l'activité (une même activité peut stimuler les importations de façon différente selon les pays, en fonction par exemple de la nature des biens importés) ;
- les *termes de l'échange* : c'est le ratio des prix des exportations aux prix des importations françaises. L'effet des termes de l'échange sur le solde industriel ne recouvre ici que l'impact comptable du différentiel de prix sur les échanges en valeur ;
- la *compétitivité-prix* : elle est mesurée par le rapport des prix étrangers aux prix français (exprimés dans la même devise). Une hausse des prix étrangers relativement aux prix français (sous l'effet d'une dépréciation de l'euro par exemple) favorise les achats de produits français de la part des étrangers et pèse sur les importations françaises, les résidents préférant s'approvisionner auprès des producteurs domestiques. L'impact de la compétitivité-prix sur le solde industriel est alors positif. Les effets des termes de l'échange et de la compétitivité-prix jouent en sens inverse ; au-delà du très court terme, ce sont les effets de la compétitivité-prix qui l'emportent[2] ;
- les *autres facteurs explicatifs* non directement mesurés incluent notamment la compétitivité hors prix : différence de qualité qui ne se reflète pas dans les prix relatifs, capacité des entreprises à différencier leurs produits pour atténuer la concurrence, positionnement sectoriel de nos échanges.

1.1.2 Le dynamisme de la France relativement à ses principaux partenaires commerciaux explique le repli du solde industriel en 1998-2000

Selon cette grille de lecture, le repli du solde industriel entre 1998 et 2000 s'explique avant tout par un certain écart de dynamisme économique avec nos partenaires favorable à la France (cf. graphique 4). Ce dernier provient essentiellement d'un phénomène de rattrapage conjoncturel.

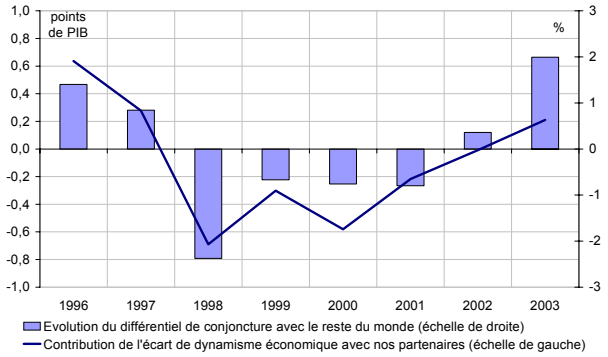
Graphique 4 : contributions à la variation du solde industriel (en points de PIB)



Source : Insee ; calculs : DGTPE (cf. annexe).
Note : le solde industriel est ici mesuré comme le solde des échanges de produits manufacturés des Comptes nationaux de l'Insee.

Le solde de nos échanges industriels a en effet été affecté par une conjoncture plus favorable en France que chez nos principaux partenaires commerciaux, en particulier en 1998 (cf. graphique 5 ; on observe le phénomène inverse sur les périodes 1996-1997 et 2002-2003).

Graphique 5 : contribution de l'écart de dynamisme économique avec nos partenaires et évolution du différentiel de conjoncture avec le reste du monde (en points de PIB et %)



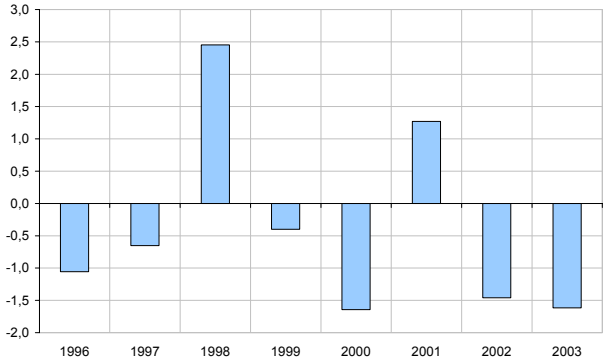
Source : Insee ; calculs : DGTPE.
Note : l'évolution du différentiel de conjoncture est mesurée comme le différentiel de croissance avec nos partenaires pondéré par la structure de nos exportations, recentré sur la période (la moyenne des différentiels de croissance entre 1996 et 2003 est nulle par construction).

Le différentiel d'élasticité des importations à l'activité entre le reste du monde et la France semble avoir peu joué. En revanche, l'orientation géographique de nos échanges a eu une incidence contrastée sur la période (cf. graphique 6). En 1998, elle a joué favorablement, la crise asiatique ayant pesé sur le commerce mondial sans trop affecter les marchés à l'exportation de la France – commercialement peu impliquée dans cette région du monde. En revanche, en 1999-2000, l'orien-

2. Il faut pour cela que les élasticités-prix du commerce extérieur soient suffisamment élevées (que la condition dite de «Marshall-Lerner» soit vérifiée), ce que les évaluations disponibles confirment dans le cas de la France.

tation géographique a quelque peu affecté nos exportations.

Graphique 6 : influence de l'orientation géographique de nos échanges (en %)



Source : Insee ; calculs : DGTPE.
Note : l'influence de l'orientation géographique est mesurée comme la différence entre l'évolution de la demande mondiale de biens adressée à la France et celle du commerce mondial.

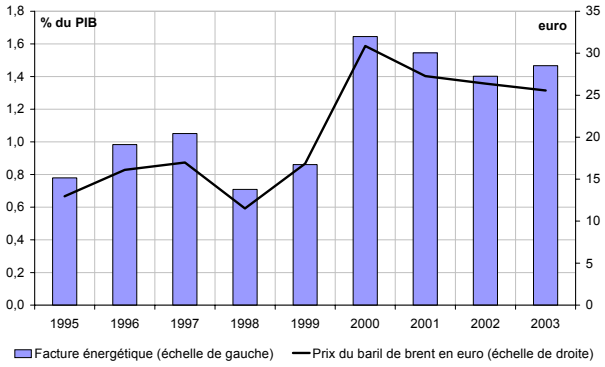
1.1.3 Les autres déterminants

L'effet défavorable de cet écart de dynamisme relatif avec nos partenaires a cependant été amorti par des gains de compétitivité-prix positifs (en lien avec la dépréciation du taux de change des monnaies européennes, puis de l'euro, par rapport au dollar) en 1998-1999 et surtout en 2000 (cf. graphique 4 plus haut).

Une partie des évolutions du solde des échanges de biens reste enfin inexpliquée. En particulier, en 1999-2000, le solde de nos échanges de biens est apparu moins favorable que ce que suggéraient l'écart de dynamisme économique avec nos partenaires, la compétitivité-prix et les termes de l'échange[3].

1.2 Notre facture énergétique a doublé, sous l'effet de l'augmentation du prix du pétrole

Graphique 7 : facture énergétique et prix du pétrole (en points de PIB et en euro)



Sources : Douanes, Insee ; calculs : DGTPE.

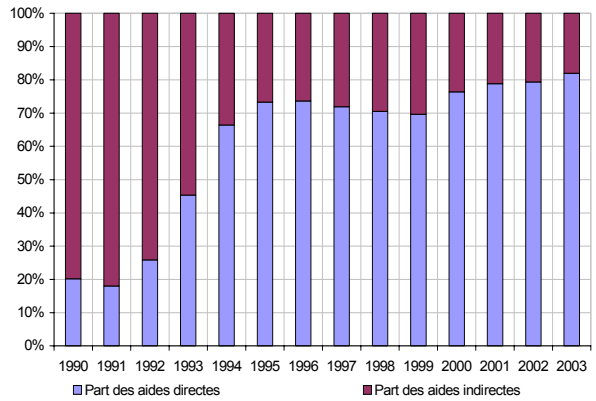
Le doublement de notre facture énergétique en 2000, (1,6 point de PIB après 0,9 point de PIB en 1999) est essentiellement imputable à l'augmentation du prix du pétrole (de $17,8 en 1999 à $28,4 en 2000 en moyennes annuelles, soit une augmentation de près de 60%) (cf. graphique 7). L'effet du prix du pétrole a en outre été amplifié par la dépréciation de l'euro vis-à-vis du dollar (d'environ 13% en moyenne annuelle), renchérissant le baril de brent libellé en euros.

1.3 Le solde agroalimentaire s'est légèrement dégradé, mais de façon continue

Le solde de nos échanges agroalimentaires a également participé à la dégradation du solde des biens, mais dans une moindre mesure : l'excédent agroalimentaire est passé de 0,7 point de PIB à la fin des années 90 à 0,5 point de PIB ces dernières années. Cette évolution pourrait tenir à l'effet sur les exportations des réformes successives des politiques agricoles européennes, entamées dès le début des années 90.

La réforme de la Politique agricole commune (PAC) en 1992 a notamment consisté en une modification du système de subventions agricoles en passant d'un système d'aides indirectes de soutien des prix (en particulier à l'exportation) en fonction de la production à un système d'aides directes en fonction de la capacité productive de l'exploitation ou de références historiques de production, réduisant ainsi l'incitation à la surproduction et à l'exportation. Cette réforme a été renforcée en 1999 avec l'adoption de l'«agenda 2000» (cf. graphique 8) ;

Graphique 8 : soutiens directs et indirects à l'agriculture française



Source : Ministère de l'Agriculture, de l'Alimentation, de la Pêche et des Affaires rurales, Direction des Affaires financières ; calculs : DGTPE.

De même, les accords de l'Organisation Mondiale du Commerce de 1995 ont visé à diminuer les plafonds d'exportations subventionnées des agriculteurs européens.

2. Deuxième phase (2002-2003) : repli du solde des revenus et du solde des services

De 2001 à 2003, le solde industriel s'est globalement stabilisé. Le différentiel de croissance s'est progressivement inversé, mais dans le même temps notre compétitivité-prix s'est dégradée en lien avec l'appréciation

3. À l'inverse, depuis 2001, le solde industriel semble avoir bénéficié de facteurs dont l'origine reste à identifier. Plus précisément, ces facteurs inexpliqués auraient freiné nos importations comme nos exportations, mais les premières plus que les secondes.

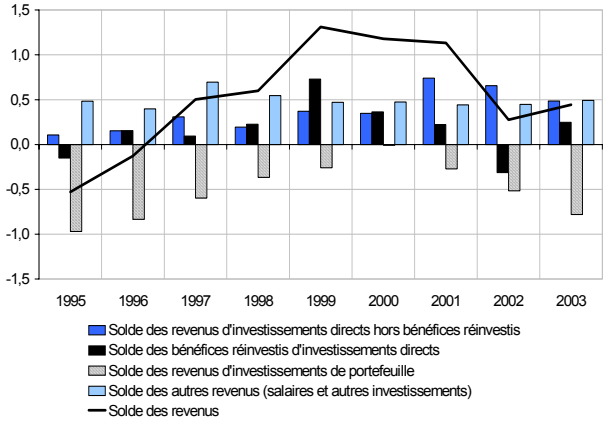
de l'euro, pesant notamment en 2003 sur l'évolution du solde industriel. Notre facture énergétique s'est également stabilisée jusqu'en 2003, la nouvelle augmentation du prix du baril ayant été compensée en 2003 par l'appréciation de l'euro vis-à-vis du dollar.

En revanche, les soldes des revenus et des services se sont à leur tour repliés de plus d'½ point de PIB pour chacun entre 2001 et 2003.

2.1 Le solde des revenus a reculé sous l'effet de facteurs liés à l'évolution des marchés financiers et de change

Le solde des revenus s'est replié brusquement en 2002, d'un peu moins de 1 point de PIB, avant de se redresser légèrement en 2003 (cf. graphique 9).

Graphique 9 : décomposition du solde des revenus (en points de PIB)



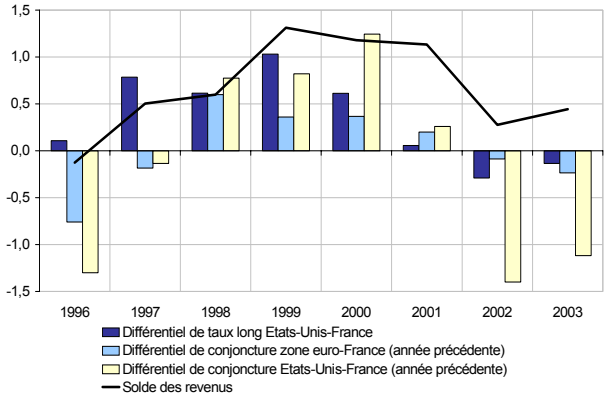
Sources : Banque de France, Insee ; calculs : DGTPE.
* IDE : Investissements Directs à l'Etranger

Différents facteurs peuvent expliquer cette évolution (cf. graphique 10) :

- la résorption du différentiel de taux d'intérêt États-Unis-France tout au long de la période 1999-2003 a pu détériorer mécaniquement le solde des revenus obligataires (liés aux investissements de portefeuille) ;
- les versements nets de dividendes (liés à la fois aux investissements de portefeuille et aux investissements directs) ont été affectés par deux canaux : d'une part, l'amélioration du différentiel de conjoncture de la France relativement à ses principaux partenaires (zone euro, États-Unis), à partir de la fin des années 90 ; d'autre part, l'éclatement de la bulle boursière en 2000-2002, qui a davantage affecté les entreprises américaines (notamment celles où les entreprises françaises avaient des participations) ;
- plus récemment, l'appréciation de l'euro a pu peser «comptablement» sur le solde des revenus, en diminuant la valeur en euro des revenus en devises.

Mais l'évolution des revenus nets de la France a également été affectée en 2002 par une dégradation exceptionnelle du solde des bénéfices réinvestis d'IDE (partie des bénéfices liés aux IDE qui n'est pas distribuée sous forme de dividendes). Ce repli est essentiellement le fait de fortes pertes de quelques filiales de grands groupes français[4] et apparaît temporaire, comme le suggère le redressement de ce solde en 2003.

Graphique 10 : solde des revenus et différentiels de taux et de conjoncture (en points de PIB et en %)



Sources : Datastream, Insee ; calculs : DGTPE.
Note : le différentiel de conjoncture est mesuré à partir de l'écart des productions à leur tendance (évoluant comme la croissance moyenne sur la période). Ils sont en outre décalés d'un an, en raison du décalage usuel constitution du résultat / versement de dividendes.

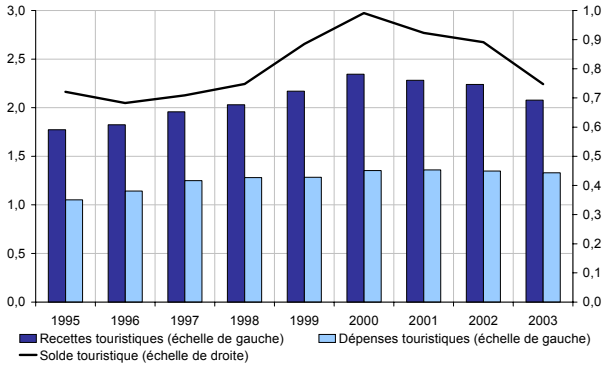
2.2 La fréquentation touristique sur le sol français a été affectée par des facteurs exceptionnels autres que l'appréciation de l'euro

Les réserves quant à la robustesse des données émises plus haut apparaissent avec une acuité particulière dans le domaine du tourisme. En effet, l'introduction de l'euro fiduciaire en 2002 a rendu caduc le système antérieur de recueil des données (fondé sur des déclarations sur le change de billets, les transactions réalisées par cartes bancaires, les paiements par chèques et les transactions des agences de voyages). Le nouveau système est opérationnel depuis peu.

La dégradation du solde touristique constatée à partir de 2001 (s'élevant à ¼ de point de PIB entre 2000 et 2003) provient essentiellement d'une diminution des recettes (cf. graphique 11). Si l'appréciation de l'euro a pu quelque peu détourner les touristes de la zone euro, ce repli trouve aussi en partie son origine dans la série récente d'événements exceptionnels (attentats du 11 septembre 2001, puis guerre en Irak, etc.), ceux-ci ayant semble-t-il plus découragé les voyageurs étrangers que les voyageurs français.

4. *La balance des paiements de la France en 2003*, Bulletin de la Banque de France, 126, juin 2004.

Graphique 11 : décomposition du solde touristique (en points de PIB)

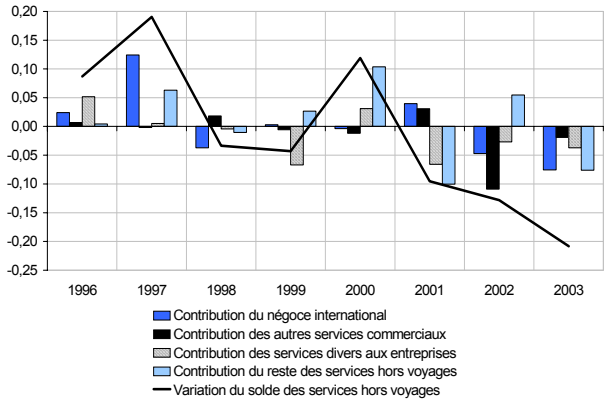


Sources : Banque de France, Insee ; calculs : DGTPE.

2.3 Le recul du solde des échanges de services hors voyages s'est concentré sur certaines activités

Nos échanges de services hors voyages se sont également dégradés, à partir de 2001. Entre 2000 et 2003, le solde associé a perdu près de ½ point de PIB.

Graphique 12 : décomposition de la variation du solde des services hors voyages (en points de PIB)



Sources : Banque de France, Insee ; calculs : DGTPE.

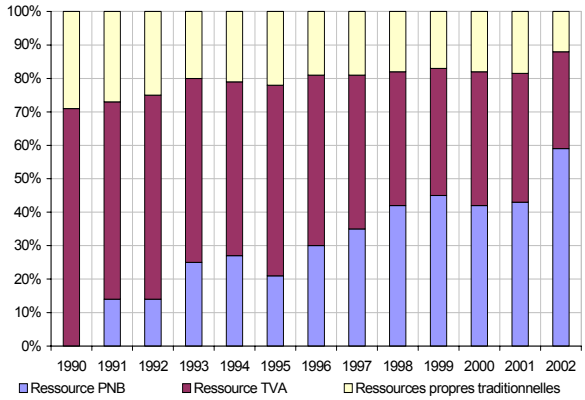
Certes, ici aussi, l'appréciation de l'euro a pu peser sur nos échanges de services hors voyages en affectant la compétitivité-prix des entreprises françaises. Mais le repli du solde des services hors voyages est essentiellement le fait d'activités de services aux entreprises très spécifiques (cf. graphique 12), concernant le plus souvent un nombre réduit d'entreprises. On peut citer en particulier le «négoce international» (dans les domaines du transport aérien, de l'automobile et des activités pétrolières), les «autres services commerciaux» (frais de manutention, frais de transit…) et les «services divers aux entreprises» (coopération technique, participation de filiales aux frais de gestion de leurs maisons-mères…).

3. Une tendance baissière du solde des transferts courants

Le solde des transferts courants – qui résulte en grande partie des opérations avec l'Union européenne (versements et aides reçues) – se replie de façon modérée mais continue depuis le milieu des années 90. L'accroissement régulier du budget européen détériore mécaniquement le solde de nos transferts avec l'Union européenne – puisque celui-ci est déficitaire. Au-delà, plusieurs autres raisons permettent d'expliquer cette évolution :

- L'augmentation continue de la part de la ressource PNB dans le financement du budget européen (d'environ 20% au milieu des années 90 à 60% en 2002, cf. graphique 13), ressource pour laquelle la France est fortement contributrice[5] (sa contribution s'est en outre quelque peu accrue avec la modification du mode de financement de la correction britannique en 1999) ;

Graphique 13 : structure de financement du budget européen



Source : Commission européenne ; calculs : DGTPE.

- La modération des aides agricoles dont la France est fortement bénéficiaire au profit des dépenses en faveur des actions structurelles, dont la France bénéficie peu.

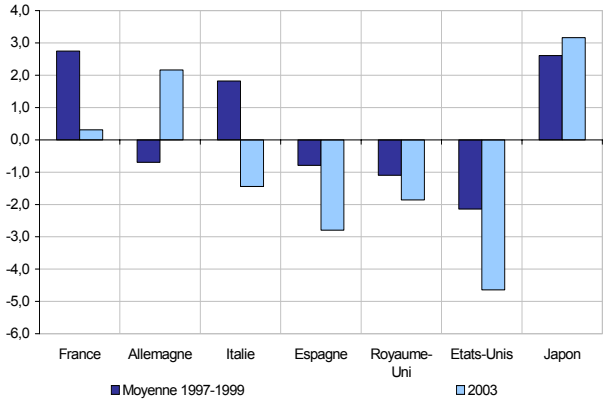
4. Doit-on s'inquiéter de telles évolutions ?

Certains facteurs de repli du solde des transactions courantes semblent s'apparenter à un retour à la normale. Ainsi, la dégradation de nos échanges industriels entre 1998 et 2000 s'explique en partie par un phénomène de rattrapage conjoncturel, l'absence d'amélioration ultérieure s'expliquant elle par l'appréciation de l'euro. À cet égard, ce sont plutôt les forts excédents courants de la fin des années 90 qui pourraient apparaître exceptionnels (cf. graphique 1).

En outre, le solde courant de la France semble médian au regard de ses principaux partenaires (cf. graphique 14). On note en particulier les déficits courants du Royaume-Uni, de l'Espagne, de l'Italie et surtout des États-Unis.

5. L'autre grande ressource du budget européen, la ressource «TVA», est proportionnellement plus payée par les États de l'Union les moins prospères (pour lesquels la place de la consommation dans la demande finale est souvent plus importante).

Graphique 14 : comparaison internationale des soldes courants (en points de PIB)



Sources : Banques centrales pour la France, l'Allemagne, l'Italie, l'Espagne et le Japon, Office National Statistique pour le Royaume-Uni et Bureau of Economic Analysis pour les États-Unis ; calculs : DGTPE.

Il n'y a de toute façon pas de lien théorique ou empirique entre le signe et l'ampleur du solde courant d'une nation et sa performance économique. De plus, au sein d'une union monétaire, les questions de financement des balances courantes d'un pays perdent un peu de leur acuité.

Cependant, certains facteurs de repli du solde courant pointent vers des risques ainsi que des marges possibles de progrès :

- l'évolution du change – dont les effets vont au-delà des seuls échanges industriels – reste incertaine ;
- le prix du pétrole pourrait s'installer à des niveaux structurellement plus élevés qu'au cours des années 90, ce qui pourrait peser durablement sur notre facture pétrolière ; toutefois, cet impact négatif sur notre facture pétrolière pourrait être en partie compensé, à terme, par un surcroît d'exportations à destination des pays de l'OPEP, lorsque ceux-ci recycleront les revenus supplémentaires engrangés du fait de la hausse du prix du pétrole ;
- le positionnement géographique de nos échanges apparaît assez peu favorable et peut être amélioré : nos partenaires européens traditionnels ont un potentiel de croissance plus faible que celui des zones en développement rapide, où notre positionnement commercial demeure encore faible (notamment en Asie) ;
- enfin, une attention particulière semble devoir être portée à notre compétitivité hors prix (positionnement sur les secteurs porteurs notamment)[6].

Élie GIRARD

Directeur de la Publication : Jean-Luc TAVERNIER
Rédacteur en chef : Philippe GUDIN DE VALLERIN
Mise en page : Maryse DOS SANTOS
(01.53.18.56.69)

6. Cf. *Comment expliquer les pertes de parts de marché de la France à l'exportation de produits manufacturés ?*, DPAE n° 32, mars 2004.

Annexe technique

- **Nomenclature du compte des transactions courantes**

Tableau 1 : compte des transactions courantes en 2003 (enMds€)

	Crédit	Débit	Solde
Compte des transactions courantes	506,5	501,7	4,8
Biens et services	407,1	392,4	14,6
Biens	319,4	317,8	1,6
Services	87,7	74,6	13,0
dont voyages	32,3	20,7	11,6
Revenus	78,3	71,4	6,9
Rémunérations des salariés	9,7	1,5	8,2
Revenus des investissements	68,7	69,9	–1,2
dont investissements directs étrangers	16,5	5,1	11,4
dont investissements de portefeuille	32,3	44,4	–12,2
Transferts courants	21,1	37,8	–16,7
dont aux administrations	13,3	24,4	–11,1

Sources : Banque de France.

- **Récapitulatif des sources de données sur les transactions de la France avec l'extérieur :**

Les données concernant nos transactions avec le reste du monde sont issues de trois sources :

- Direction Générale des Douanes et Droits Indirects : données concernant les échanges de biens (agroalimentaire, industrie, énergie), en valeur (publication mensuelle) ;

- Banque de France (Service de la Balance des Paiements) : données concernant l'ensemble du compte des transactions courantes (cf. ci-dessus), ainsi que le compte de capital et le compte financier, en valeur (publication mensuelle) ;

- Insee (Département des Comptes nationaux) : données concernant le compte du Reste du Monde, en valeur (et en volume pour les échanges de biens et services) (publication trimestrielle).

En réalité, ces sources ne sont pas indépendantes. Le compte du Reste du Monde établi par les Comptes nationaux repose sur les données de la Balance des Paiements relatives aux comptes des transactions courantes et de capital, elles-mêmes alimentées pour la partie «Biens» par les données des Douanes.

- **Équations d'exportations et d'importations de produits manufacturés en volume (modèle Mésange) (graphique 4) :**

$$- \Delta x_dim = \underset{(-0,4)}{0} + \underset{(8,7)}{0,65}.\Delta dw + \underset{(c)}{(1-0,65)}.\Delta dw_{-1} + \underset{(2,0)}{0,28}.\Delta compet_dim + \underset{(2,0)}{0,28}.\Delta compet_dim_{-1}$$

$$- \underset{(-3,0)}{0,26}.[(x_dim_{-1} - dw_{-1}) - \underset{(-8,5)}{0,75}.compet_dim_{-1} + \underset{(10,8)}{0,003}.trend_{-1} - \underset{(22,4)}{10,0}]$$

où : x_dim désigne les exportations de produits manufacturés (en logarithme),
dw la demande mondiale adressée à la France (en logarithme),
compet_dim le rapport entre le prix d'exportation étranger moyen et le prix d'exportation français,
trend une tendance qui s'arrête en 1988t4.

Période d'estimation : 1980t1-1999t4 pour l'équation de long terme et 1981t1-1999t4 pour l'équation totale ; R^2 = 57% ; SER = 1.77% ; DW = 2.06.

$$- \Delta m_dim = 0{,}006 + 1{,}75.FBC.\Delta fbc_dim + 1{,}44.CI.\Delta ci_dim + 0{,}97.CF.\Delta cf_dim + 0{,}39.\Delta tuc_{-1} - 0{,}19.\Delta compit_dim$$

(3,13) (7,27) (4,09) (2,94) (2,04) (–1,62)

$$-0{,}28.[(m_dim_{-1} - dint_dim_{-1}) + 0{,}58.compit_dim_{-1} - 1{,}07.tuc - 0{,}0074.trend + 1{,}62]$$

(–3,81) (–9,15) (10,6) (53,8) (–58,4)

où : m_dim désigne les importations de produits manufacturés (en logarithme),

dint_dim la demande intérieure en produits manufacturés (en logarithme),

fbc_dim, ci_dim et cf_dim l'investissement, les consommations intermédiaires et la consommation finale en produits manufacturés (en logarithme),

FBC, CI et CF la part de l'investissement, des consommations intermédiaires et de la consommation finale dans la demande intérieure en produits manufacturés,

tuc le taux d'utilisation des capacités de production dans le secteur manufacturier,

compit_dim le rapport entre le prix d'importation et le prix de production des produits manufacturés destinés au marché intérieur,

trend une tendance prenant en compte l'ouverture de notre économie.

Période d'estimation : 1981t1-1999t4 pour l'équation de long terme et 1979t1-1999t4 pour l'équation totale ; R^2 = 71%; SER = 1.24% ; DW = 2.18.

- Dans le graphique 4, la contribution de l'écart de dynamisme économique avec nos partenaires s'écrit :

contrib(écart_dyn_partenaires) = contrib(dw) – contrib(dint_dim) – contrib(tuc) – contrib(trend_import)

On note que la contribution de l'écart de dynamisme économique avec nos partenaires intègre notamment le différentiel d'élasticité des importations au PIB. En effet, contrib(dw) prend en compte l'élasticité des importations mondiales au PIB de nos partenaires et [contrib(dint_dim) + contrib(tuc) + contrib(trend_import)] prend en compte l'élasticité globale des importations françaises au PIB français (y compris via le taux d'utilisation des capacités et la tendance d'ouverture de notre économie).

- **Notion d'orientation géographique :**

La *demande mondiale* (de biens, en volume) adressée à la France est définie comme la somme pondérée des importations de nos partenaires commerciaux (les poids représentent la part de chaque pays dans nos exportations une année donnée) :

$$D_{France}(t) = \sum_i \frac{X_{France \to i}(1996)}{M_i(1996)} M_i(t)$$

où D_{France} est la demande mondiale adressée à la France, $X_{France->i}$ les exportations de biens en volume de la France vers le pays *i* et M_i les importations de biens du pays *i* en volume.

Le *commerce mondial* se définit comme la somme des importations en volume de tous les pays du monde : M_{Monde}.

On peut alors relier la demande mondiale au commerce mondial à l'aide d'un indicateur d'*orientation géographique* qui mesure l'insertion de la France dans le commerce mondial :

$$O_{France}(t) = \frac{D_{France}(t)}{M_{Monde}(t)}$$

STAT INFO

La balance des paiements de la France en décembre 2007 et premiers résultats annuels 2007

BANQUE DE FRANCE
EUROSYSTÈME

Le 12 février 2008 MF-07-12z

En 2007, malgré la dégradation des échanges de biens, dont le déficit s'accroît de 8,1 milliards, le déficit des transactions courantes ne se creuse que de 1,9 milliard et s'établit à 24,4 milliards. Ceci est dû à l'amélioration de 7,5 milliards du solde des revenus provenant pour l'essentiel des investissements directs. Par ailleurs, les autres lignes varient dans des proportions moins importantes : -1,0 milliard sur les services et -0,3 milliard sur les transferts courants.

Le compte financier présente un solde créditeur net de 37,7 milliards en 2007, sensiblement inférieur à celui de 2006 (63,9 milliards).

- Les investissements directs français à l'étranger augmentent fortement en 2007, à 160,0 milliards (après 91,7 milliards en 2006), en raison de la progression sensible tant des opérations en capital que des opérations de prêts et de trésorerie intra-groupe. De même, les investissements étrangers en France enregistrent une hausse marquée, pour atteindre un montant sans précédent de 107,9 milliards. Cette progression est toutefois très largement imputable aux opérations de prêts et flux de trésorerie réalisées au profit des filiales résidentes, opérations qui font plus que doubler en 2007. Les opérations en capital social entrantes n'enregistrent en revanche qu'une croissance très modérée. Au total, le solde net des investissements directs s'établit à –52,1 milliards en 2007 (en 1999 et 2000, le solde moyen des investissements directs sortants était de 111 milliards).
- Les investissements de portefeuille se soldent par des sorties nettes de capitaux de 20,7 milliards en 2007, en diminution sensible par rapport à 2006. Les résidents acquièrent pour 141,2 milliards de titres étrangers, soit près de moitié moins qu'en 2006. La contraction est importante sur le compartiment obligataire tandis que les titres du marché monétaire et les actions et titres d'OPCVM font l'objet de cessions nettes sur l'année. Pour leur part, les non-résidents réduisent fortement leurs achats de titres français, à 120,5 milliards (contre 211,0 milliards en 2006), notamment sur le compartiment obligataire.
- Les autres investissements (dépôts-crédits) se soldent par des entrées nettes de 113,2 milliards en 2007 (après 155,9 milliards en 2006). L'essentiel de ce mouvement résulte d'une augmentation des engagements nets des institutions financières monétaires résidentes.

Les erreurs et omissions nettes s'inscrivent à – 15,3 milliards sur l'année 2007, après -41,3 milliards en 2006.

La balance des paiements de la France

données brutes - soldes	2002	2003	2004 (a)	2005 (a)	2006 (a)	2007 (b)
Compte de transactions courantes	**21,0**	**13,0**	**8,5**	**- 15,7**	**- 22,5**	**- 24,4**
Biens	*8,0*	*2,9*	*- 3,8*	*- 23,0*	*- 30,0*	*- 38,1*
Services	*18,2*	*14,0*	*11,7*	*10,6*	*8,3*	*7,3*
dont voyages	*13,6*	*11,6*	*13,2*	*10,8*	*12,1*	*12,0*
Revenus	*9,8*	*13,1*	*18,1*	*18,7*	*21,0*	*28,5*
Transferts courants	*- 15,0*	*- 16,9*	*- 17,5*	*- 22,1*	*- 21,7*	*- 22,0*
Compte de capital	**- 0,2**	**- 7,7**	**1,4**	**0,5**	**- 0,2**	**1,9**
Compte financier	**- 17,3**	**9,7**	**- 7,8**	**- 10,5**	**63,9**	**37,7**
Investissements directs	*- 1,5*	*- 9,4*	*- 19,5*	*- 32,1*	*- 27,1*	*- 52,1*
- Français à l'étranger	- 53,6	- 47,1	- 45,7	- 97,3	- 91,7	- 160,0
- Etrangers en France	52,1	37,7	26,2	65,2	64,6	107,9
Investissements de portefeuille	*- 11,2*	*5,8*	*- 52,4*	*- 13,7*	*- 59,5*	*- 20,7*
- Avoirs	- 92,5	- 170,6	- 186,2	- 194,5	- 270,5	- 141,2
- Engagements	81,4	176,4	133,8	180,8	211,0	120,5
Produits financiers dérivés	*5,5*	*- 6,1*	*5,0*	*5,2*	*3,3*	*- 2,1*
Autres investissements	*- 14,3*	*21,6*	*62,5*	*23,0*	*155,9*	*113,2*
dont IFM	- 3,1	31,1	38,8	- 2,3	135,6	96,7
Avoirs de réserve	*4,2*	*- 2,2*	*- 3,5*	*7,1*	*- 8,8*	*- 0,5*
Erreurs et omissions nettes	*- 3,5*	*- 15,1*	*- 2,1*	*25,7*	*- 41,3*	*- 15,3*

(a) *Chiffres semi-définitifs* (b) *Chiffres provisoires*
Source : Banque de France

Données mensuelles détaillées disponibles à l'adresse suivante :
http://www.banque-france.fr/fr/stat_conjoncture/series/bdp/html/bdp_m_fr_ext_fr_bdp_m_fr_ext.htm

Contact : dbdp.secdir@banque-france.fr

Résultats mensuels

(en milliards d'euros)

	Cumuls 12 mois (données brutes)			Cumuls 3 mois glissants (cvs-cjo) (1)		Montants mensuels (cvs-cjo) (1)		
	décembre 2005 (a)	décembre 2006 (a)	décembre 2007 (b)	décembre 2006 (a)	décembre 2007 (b)	octobre 2007 (b)	novembre 2007 (b)	décembre 2007 (b)
Compte de transactions courantes	**-15,7**	**-22,5**	**-24,4**	**-6,4**	**-9,1**	**-2,8**	**-3,6**	**-2,7**
Biens	*-23,0*	*-30,0*	*-38,1*	*-7,2*	*-12,7*	*-3,9*	*-4,8*	*-4,0*
Services	*10,6*	*8,3*	*7,3*	*1,4*	*2,3*	*0,7*	*0,7*	*0,9*
Revenus	*18,7*	*21,0*	*28,5*	*4,9*	*6,8*	*2,2*	*2,3*	*2,2*
Transferts courants	*-22,1*	*-21,7*	*-22,0*	*-5,4*	*-5,5*	*-1,8*	*-1,8*	*-1,8*
Compte de capital	**0,5**	**-0,2**	**1,9**	**0,1**	**0,3**	**0,1**	**0,2**	**0,1**
Compte financier	**-10,5**	**63,9**	**37,7**	**-27,4**	**-36,4**	**-31,9**	**9,1**	**-13,6**
Investissements directs	*-32,1*	*-27,1*	*-52,1*	*-13,3*	*-12,1*	*-2,6*	*-6,6*	*-2,9*
- Français à l'étranger	-97,3	-91,7	-160,0	-33,5	-47,6	-10,6	-19,2	-17,8
- Etrangers en France	65,2	64,6	107,9	20,2	35,5	8,0	12,6	14,8
Investissements de portefeuille	*-13,7*	*-59,5*	*-20,7*	*11,1*	*-17,7*	*-0,9*	*-26,2*	*9,3*
- Avoirs	-194,5	-270,5	-141,2	-68,3	-34,1	-12,3	-35,8	14,1
dont actions et titres d'OPCVM	-42,9	-48,3	0,5	-19,8	-14,7	2,2	-19,2	2,2
- Engagements	180,8	211,0	120,5	79,4	16,4	11,4	9,6	-4,7
dont actions et titres d'OPCVM	52,6	58,8	30,1	24,1	8,4	3,0	2,8	2,7
Produits financiers dérivés	*5,2*	*3,3*	*-2,1*	*-1,7*	*1,6*	*1,0*	*-1,0*	*1,6*
Autres investissements	*23,0*	*155,9*	*113,2*	*-20,5*	*-11,3*	*-28,4*	*42,2*	*-25,1*
dont IFM	-2,3	135,6	96,7	-32,5	-15,0	-33,9	27,7	-8,8
Avoirs de réserve	*7,1*	*-8,8*	*-0,5*	*-2,9*	*3,2*	*-1,1*	*0,7*	*3,5*
Erreurs et omissions (2)	**25,7**	**-41,3**	**-15,3**	**33,9**	**47,3**	**35,0**	**-3,7**	**16,0**

(a) Chiffres semi-définitifs (b) Chiffres provisoires

(1) Données cvs-cjo pour le compte de transactions courantes et données brutes pour le compte financier et le compte de capital.

(2) Égales, mais de signe opposé, à la somme des soldes du compte financier, du compte de capital et du compte de transactions courantes (en données brutes).

- Après la dégradation du mois de novembre 2007, le déficit de transactions courantes de décembre revient à un niveau proche de celui d'octobre (-2,7 milliards). Les échanges de biens s'améliorent de 0,8 milliard pour atteindre -4,0 milliards. Les autres soldes sont relativement stables et s'établissent à +0,9 milliard pour les services, +2,2 milliards pour les revenus et -1,8 milliard pour les transferts courants.

- Au sein du *compte financier*, les investissements directs enregistrent des sorties nettes de 2,9 milliards. Les investissements directs français s'élèvent à 17,8 milliards et sont essentiellement constitués de prêts et flux de trésorerie intra-groupe (16,8 milliards), les opérations en capital social se soldant, quant à elles, par un désinvestissement net de 1,0 milliard. Les investissements directs étrangers en France atteignent 14,8 milliards, dont 10,6 milliards d'opérations de prêts et de flux de trésorerie intra groupe et 3,1 milliards d'opérations en capital social (dont 1,4 milliard d'investissements immobiliers).

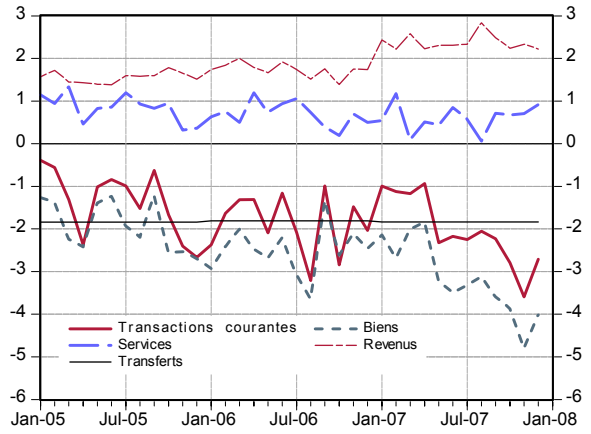
- Après des sorties nettes de 26,2 milliards en novembre, les investissements de portefeuille donnent lieu à des entrées nettes de 9,3 milliards ce mois-ci. Les résidents comme les non-résidents procèdent à des ventes nettes de titres. Les résidents -et notamment les IFM- cèdent des titres étrangers à hauteur de 14,1 milliards, dont 9,6 milliards de titres du marché monétaire, 2,2 milliards d'actions et titres d'OPCVM et 2,2 milliards d'obligations. De même, les non-résidents sont vendeurs nets de titres français pour 4,7 milliards sur les compartiments obligataires (4,5 milliards) et du marché monétaire (2,9 milliards). Les actions et titres d'OPCVM français font en revanche l'objet d'achats nets pour 2,7 milliards.

- Les « autres investissements » (dépôts-crédits) se soldent par des sorties nettes de 25,1 milliards, après des entrées nettes de 42,2 milliards le mois précédent, en raison d'une contraction des engagements nets. Les opérations de la Banque de France (initiées notamment dans Target) et des autres institutions financières monétaires expliquent l'essentiel de ce mouvement.

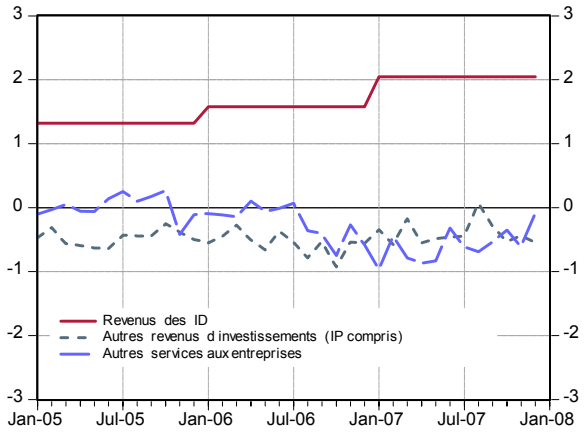
Balance des paiements de la France : décembre 2007 (en milliards d'euros).

BANQUE DE FRANCE
EUROSYSTÈME

Transactions courantes-Soldes-1(a)

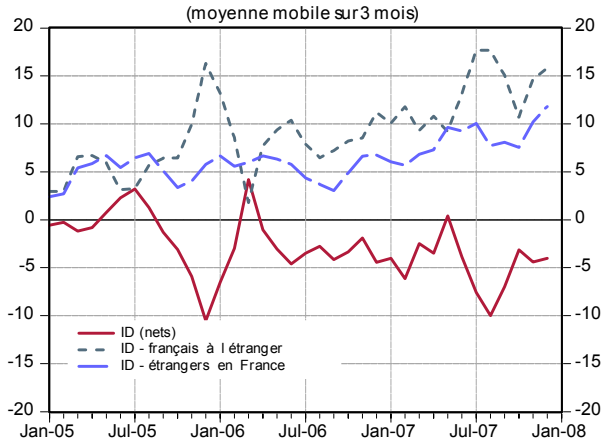


Transactions courantes-Soldes-2(a)



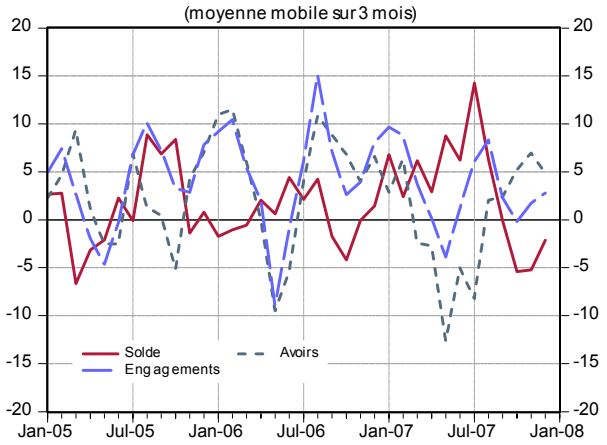
Investissements directs(b)

(moyenne mobile sur 3 mois)



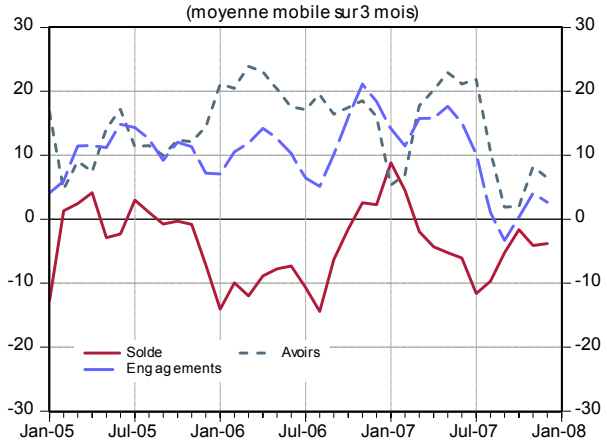
Investissements de portefeuille - Actions(b)

(moyenne mobile sur 3 mois)



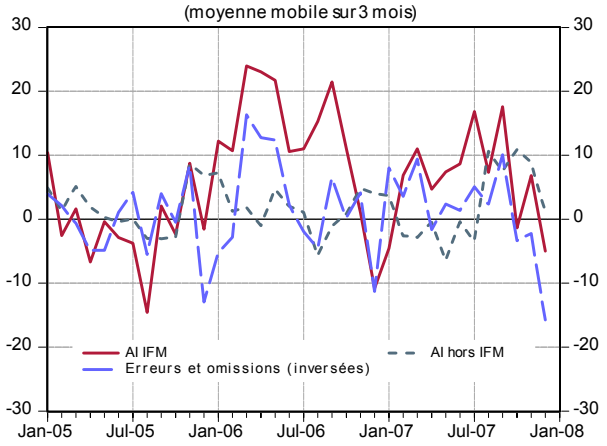
Investissements de portefeuille - Titres de dette(b)

(moyenne mobile sur 3 mois)



Autres Investissements - Erreurs et omissions

(moyenne mobile sur 3 mois)



(a) Les séries figurant dans ces graphiques sont en données cvs-cjo, à l'exception des transferts courants et des revenus d'investissements directs (ID) qui sont lissés.

(b) Signe de balance inversé pour les avoirs : un signe positif sur le graphique correspond à un investissement net des résidents.

Données mensuelles détaillées disponibles à l'adresse suivante :
http://www.banque-france.fr/fr/stat_conjoncture/series/bdp/html/bdp_m_fr_ext_fr_bdp_m_fr_ext.htm

Contact : dbdp.secdir@banque-france.fr

STAT INFO

La balance des paiements de la zone euro en décembre 2007 et premiers résultats annuels 2007

Le 21 février 2008 MZ-07-12z

En 2007 le compte de transactions courantes de la zone Euro présente un solde excédentaire de 13,1 milliards d'euros, contre un déficit de 12,9 milliards l'année précédente. La forte progression de l'excédent des biens, qui passe de 23,0 milliards en 2006 à 60,7 milliards fin 2007, est confortée par celle, plus modeste, de l'excédent des services, qui passe de 35,1 à 42,4 milliards.. Par contre on note les dégadations du solde des revenus, qui devient déficitaire (à -6,6 milliards), et du solde des transferts courants nets vers l'extérieur (à -83,4 milliards), principalement à destination des institutions européennes.

Au sein du compte financier, le solde net des investissements directs s'établit à -108,4 milliards en 2007 (après -136,4 milliards en 2006). Les investissements directs des résidents de la zone euro à l'étranger augmentent certes de 14% en 2007, principalement sous l'effet des opérations de prêts et de trésorerie intra-groupe alors que l'augmentation des opérations en capital est limitée. Mais les investissements directs des non-résidents dans la zone euro augmentent de façon encore plus marquée, également sous l'effet d'une hausse des opérations de prêts et de trésorerie intra-groupe.

Les investissements de portefeuille se soldent par des entrées nettes de 232,5 milliards en 2007, en baisse de près de 44 milliards par rapport à l'année dernière. En effet les non-résidents réduisent sensiblement leurs achats de titres de la zone euro, à 643,0 milliards en 2007 (contre 811,4 milliards en 2006). En particulier, leurs achats d'actions diminuent de plus de 85 milliards, à 223,9 milliards. Les résidents de la zone euro acquièrent pour 410,6 milliards de titres étrangers (contre 535 milliards en 2006), réduisant fortement leurs achats d'actions étrangères sur l'année, à 49,3 milliards (après 156,3 milliards en 2006)

.

La balance des paiements de la zone euro

données brutes - soldes	2002 (a)	2003 (a)	2004 (a)	2005 (b)	2006 (b)	2007 (c)
Compte de transactions courantes	**56,9**	**33,2**	**62,0**	**8,5**	**-12,9**	**13,1**
Biens	127,6	104,4	102,9	47,9	23,0	60,7
Services	17,7	22,6	28,7	31,6	35,1	42,4
Revenus	-39,8	-37,5	-9,7	1,9	6,1	-6,6
Transferts courants	-48,5	-56,3	-59,9	-72,9	-77,1	-83,4
Compte de capital	**10,1**	**12,2**	**16,4**	**11,3**	**9,1**	**14,7**
Compte financier	**-15,2**	**-15,2**	**-16,8**	**24,2**	**118,0**	**1,5**
Investissements directs	22,6	-10,4	-66,8	-208,8	-136,4	-108,4
– Hors zone euro	*-173,0*	*-146,8*	*-163,1*	*-355,4*	*-334,3*	*-379,5*
– Dans la zone euro	*195,5*	*136,5*	*96,3*	*146,7*	*197,9*	*271,1*
Investissements de portefeuille	138,0	55,8	72,1	141,3	276,4	232,5
– Avoirs	*-176,4*	*-281,5*	*-344,7*	*-412,1*	*-535,0*	*-410,6*
dont actions	-39,0	-78,0	-106,5	-134,3	-156,3	-49,3
– Engagements	*314,4*	*337,2*	*416,8*	*553,4*	*811,4*	*643,0*
dont actions	85,2	110,7	129,7	263,0	309,2	223,9
Produits financiers dérivés	-12,3	-13,8	-8,3	-16,4	2,5	-123,2
Autres investissements	-160,9	-74,7	-26,2	90,1	-23,2	5,5
dont IFM	*-141,5*	*-16,8*	*-14,5*	*88,1*	*-28,3*	*66,0*
Avoirs de réserve	-2,6	27,8	12,5	18,0	-1,3	-4,9
Erreurs et omissions nettes	**-51,9**	**-30,2**	**-61,7**	**-44,1**	**-114,3**	**-29,3**
Balance de base (1)	215,3	77,1	75,4	-64,1	138,7	28,7

(a) Chiffres définitifs (b) Chiffres semi-définitifs (c) Chiffres provisoires

(1) Ligne correspondant au cumul des transactions courantes (en données brutes), du compte de capital, des investissements directs, des investissements de portefeuille et des produits financiers dérivés.

Source et réalisation : Direction de la Balance des paiements
Contact : DGEI-DBDP - 51-1470 SEMEX - Centralisation

La balance des paiements de la zone euro en décembre 2007

(En milliards d'euros)

	Cumuls 12 mois			Cumuls 3 mois glissants		Montants mensuels		
	Déc 2005 (b)	Déc 2006 (b)	Déc 2007 (c)	Déc 2006 (b)	Déc 2007 (c)	Oct 2007 (c)	Nov 2007 (c)	Déc 2007 (c)
Compte de transactions courantes (1)	**8.5**	**-12.9**	**13.1**	**2.3**	**-4.9**	**3.1**	**2.3**	**-10.3**
Biens (1)	47.9	23.0	60.7	15.5	11.2	8.5	5.9	-3.2
Services (1)	31.6	35.1	42.4	8.7	8.8	2.7	3.5	2.6
Revenus (1)	1.9	6.1	-6.6	-0.3	1.1	2.3	0.2	-1.4
Transferts courants (1)	-72.9	-77.1	-83.4	-21.6	-26.0	-10.4	-7.4	-8.2
Compte de capital	**11.3**	**9.1**	**14.7**	**4.6**	**6.0**	**1.2**	**1.1**	**3.6**
Compte financier	**24.2**	**118.0**	**1.5**	**-42.2**	**-117.4**	**-80.6**	**-13.1**	**-23.6**
Investissements directs	-208.8	-136.4	-108.4	-52.5	10.8	21.3	10.6	-21.0
- Hors zone euro	*-355.4*	*-334.3*	*-379.5*	*-74.0*	*-66.5*	*-24.0*	*-20.8*	*-21.7*
- Dans la zone euro	*146.7*	*197.9*	*271.1*	*21.5*	*77.3*	*45.3*	*31.3*	*0.7*
Investissements de portefeuille	141.2	276.4	232.5	116.9	-45.9	-56.1	8.7	1.5
- Avoirs	*-412.1*	*-535.0*	*-410.6*	*-145.6*	*-76.2*	*-68.2*	*-35.2*	*27.3*
dont actions	-134.3	-156.3	-49.3	-32.4	-11.9	-9.6	-9.1	6.8
- Engagements	*553.4*	*811.4*	*643.0*	*262.4*	*30.2*	*12.1*	*43.9*	*-25.7*
dont actions	263.0	309.2	223.9	83.9	-4.5	2.7	0.1	-7.3
Produits financiers dérivés	-16.4	2.5	-123.2	-2.7	-51.1	-6.9	-31.6	-12.6
Autres investissements	90.1	-23.2	5.5	-101.4	-35.6	-38.3	-1.0	3.7
dont IFM	*88.1*	*-28.3*	*66.0*	*-111.9*	*-14.5*	*-11.5*	*2.7*	*-5.7*
Avoirs de réserve	18.0	-1.3	-4.9	-2.4	4.5	-0.5	0.2	4.8
Erreurs et omissions nettes	**-44.1**	**-114.3**	**-29.3**	**21.2**	**102.9**	**75.5**	**9.3**	**18.1**
Balance de base (2)	-64.1	138.7	28.7	82.7	-71.8	-36.7	-8.5	-26.5

(a) Chiffres définitifs (b) Chiffres semi-définitifs (c) Chiffres provisoires

(1) données brutes pour les années et le cumul sur 12 mois, données cvs-cjo pour les résultats mensuels et les cumuls sur 3 mois glissants.

(2) Ligne correspondant au cumul des transactions courantes (en données brutes), du compte de capital, des investissements directs, des investissements de portefeuille et des produits financiers dérivés.

- **Transactions courantes –** Le compte de transactions courantes présente un solde cvs de -10,3 milliards en décembre 2007, qui se dégrade fortement par rapport au mois précédent. Tous les soldes se détériorent : les soldes des biens et des revenus, excédentaires le mois précédent, sont déficitaires de respectivement -3,2 milliards et -1,4 milliard ; l'excédent du solde des services est en baisse, à 2,6 milliards, et le déficit des transferts courants se creuse, à -8,2 milliards.

- **Investissements directs et de portefeuille –** Les investissements directs se soldent par des sorties nettes de capitaux de 21,0 milliards. Les investissements directs de résidents de la zone euro à l'extérieur augmentent légèrement ce mois-ci (à 21,7 milliards après 20,8 milliards en novembre). En revanche, les investissements des non-résidents dans la zone euro baissent fortement (à 0,7 milliard, contre 31,3 milliards le mois précédent et une moyenne mensuelle proche de 23 milliards sur l'année) du fait d'un retournement du solde des opérations de prêts intra-groupe de sociétés non-résidentes à leurs filiales (-4,4 milliards contre +22,8 milliards au mois de novembre).

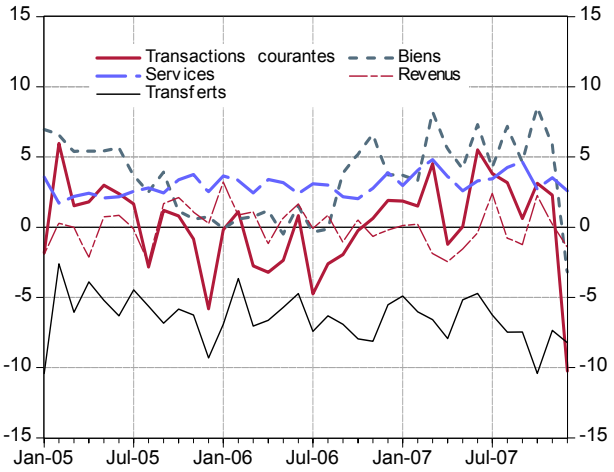
  Les investissements de portefeuille se soldent par des entrées nettes de 1,5 milliard, après des entrées de 8,7 milliards en novembre. Les ventes de titres étrangers par les résidents de la zone euro atteignent 27,3 milliards en décembre (après des achats de 35,2 milliards), principalement en raison d'importantes ventes de titres obligataires par les IFM (28,2 milliards après des achats de 33,2 milliards en novembre). Concernant les ventes d'actions des résidents, celles-ci s'élèvent à 6,8 milliards, après des achats de 9,1 milliards le mois précédent. De même, les non-résidents ont vendu des titres émis dans la zone euro pour un montant élevé de 25,7 milliards, après des achats de 43,9 milliards en novembre. Ils ont principalement vendu des titres du marché monétaire, pour 21,8 milliards, et des actions, à hauteur de 7,3 milliards.

- **Produits financiers dérivés et « autres investissements » –** Les sorties nettes de capitaux au titre des produits financiers dérivés se réduisent par rapport au mois précédent (-12,6 milliards). Après des sorties de 1 milliard en novembre, le solde des « autres investissements » reflète ce mois-ci des entrées, à hauteur de 3,7 milliards. Ce mouvement est largement imputable aux entrées nettes de l'Eurosystème, dans le cadre de ses interventions de soutien dans un marché du financement à court terme difficile.

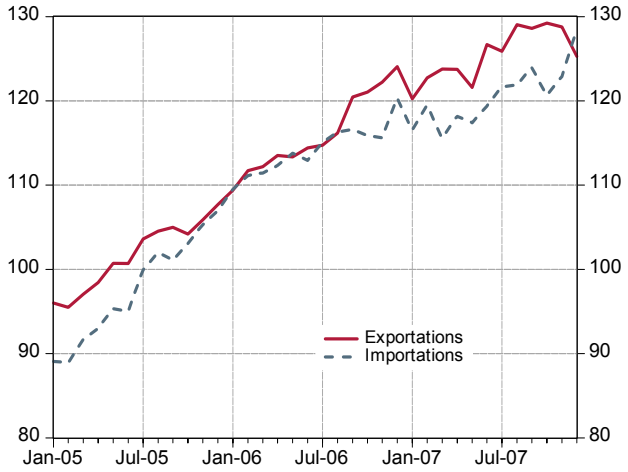
Source et réalisation : Direction de la Balance des paiements
Contact : DGEI-DBDP - 51-1470 SEMEX - Centralisation

Balance des paiements de la zone euro : décembre 2007 (en milliards d'euros)

Transactions courantes - soldes cvs

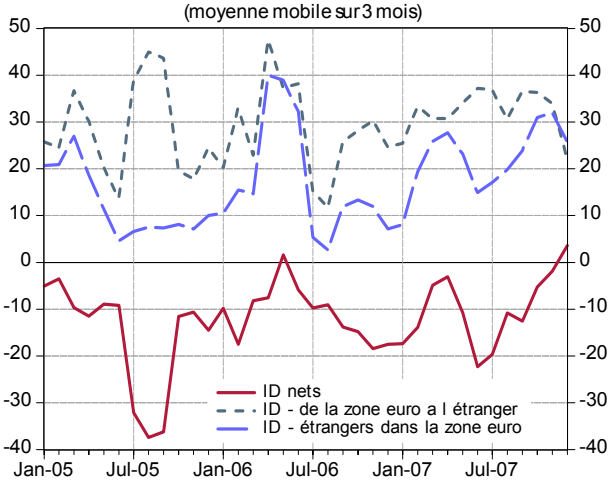


Exportations et importations de biens - cvs



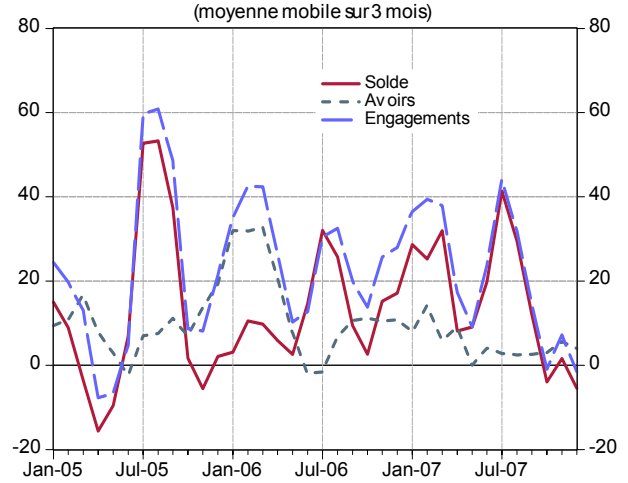
Investissements directs(a)

(moyenne mobile sur 3 mois)



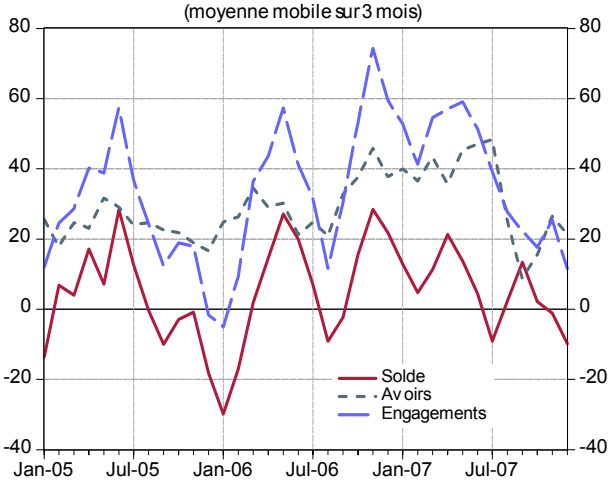
Investissements de portefeuille - Actions(a)

(moyenne mobile sur 3 mois)



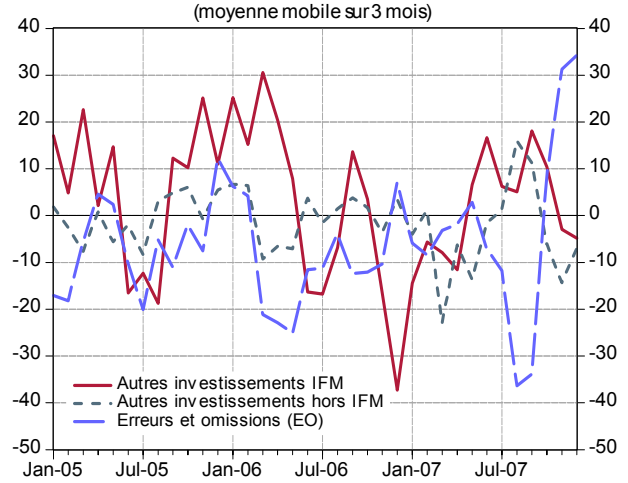
Investissements de portefeuille - Titres de dette(a)

(moyenne mobile sur 3 mois)



Autres Investissements - Erreurs et omissions

(moyenne mobile sur 3 mois)



(a) Signe de balance inversé pour les avoirs : un signe positif sur le graphique correspond à un investissement net des résidents

Liberté • Égalité • Fraternité
RÉPUBLIQUE FRANÇAISE

DP Analyses Économiques

N° 38 – Avril 2004

États-Unis : les origines internes du déficit courant[1]

Les évolutions de la balance courante américaine ont été depuis quelques années l'objet d'une grande attention. Longtemps excédentaires vis-à-vis du reste du monde après la seconde guerre mondiale, les États-Unis ont connu une sensible dégradation de leur compte courant au début des années 80, puis, après une période de rétablissement, un creusement encore plus marqué depuis le début des années 90. Bien plus, la tendance baissière qui s'est amorcée depuis douze ans n'a qu'à peine été interrompue par le ralentissement conjoncturel des années 2001-2002, et a contribué ainsi à alimenter les pressions à la baisse sur la monnaie américaine.

Une analyse des origines internes du déficit courant passe par l'examen des évolutions des capacités de financement de chacun des agents domestiques – ménages, entreprises, administrations publiques – dont l'agrégation est égale au compte courant. Cette analyse invite à tirer les enseignements suivants :

- L'émergence de la nouvelle économie au cours de la deuxième moitié des années 90 a poussé ménages et entreprises à réviser à la hausse, de manière excessive par rapport aux fondamentaux, les perspectives de productivité, de croissance et de profits de l'économie américaine ; les entreprises ont accru leurs dépenses d'investissement au-delà de ce que justifiait le niveau réel de la demande et des profits ; les cours boursiers se sont envolés, la richesse des ménages s'est fortement accrue, entraînant à la hausse leurs dépenses ; la dégradation de la capacité de financement des entreprises et des ménages qui en a résulté a aggravé le déficit courant américain, malgré la restauration des finances publiques.
- Avec l'éclatement de la bulle boursière, un début d'ajustement a eu lieu du côté des agents privés. Les entreprises ont ainsi restauré leurs comptes et sont passées d'un besoin de financement de 4 points de PIB à un léger excédent. Mais la politique économique a plus que compensé cet ajustement. L'excédent budgétaire s'est transformé en un déficit substantiel et la politique monétaire, dont l'impact s'est trouvé considérablement amplifié par le développement du marché des refinancements hypothécaires, a soutenu les dépenses des ménages et maintenu leur besoin de financement au bas niveau atteint au sommet de la bulle.

Quelles perspectives pour le solde courant américain tracer à partir de ce constat ? Le souvenir encore frais de la bulle internet devrait à court terme empêcher les entreprises de renouer avec les excès de la fin des années 90 : la capacité de financement des entreprises devrait rester proche de zéro dans les années qui viennent. Une certaine remontée de la capacité de financement des ménages devrait commencer à se produire : même s'ils continuent encore aujourd'hui à extraire des capitaux du marché hypothécaire, on est sensiblement au-dessous des montants records enregistrés au cours de l'année 2003 ; par rapport au niveau cohérent avec l'évolution des fondamentaux, il existe «ainsi» une marge de progression du taux d'épargne et une marge de modération de l'investissement en logements. **Pour qu'il en résulte une réduction du déficit courant américain, il faut toutefois que les politiques budgétaires et monétaires soient progressivement resserrées. Un tel mouvement serait en outre facilité par un redressement de la demande dans le reste du monde.**

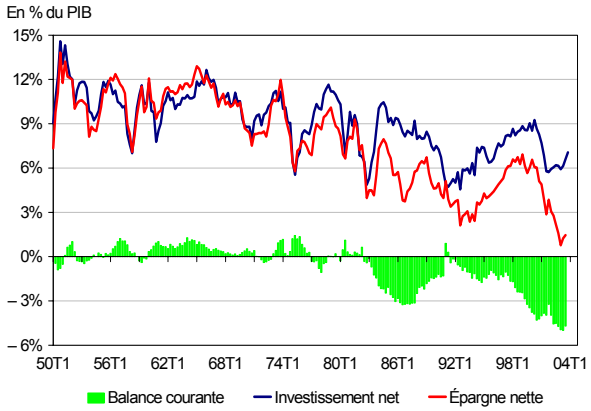
1. Ce document a été élaboré sous la responsabilité de la Direction de la Prévision et de l'analyse économique et ne reflète pas nécessairement la position du Ministère de l'Économie, des Finances et de l'Industrie.

MINISTÈRE DE L'ÉCONOMIE
DES FINANCES ET DE L'INDUSTRIE

1. Le solde courant sous l'angle de l'équilibre épargne-investissement

Le solde courant peut être construit à partir de l'écart entre l'épargne et l'investissement de la nation[2] (cf. graphique 1). Sous cet angle, qui est celui des revenus et de leur utilisation, la balance courante apparaît comme la résultante des comportements d'épargne et d'investissement de l'ensemble des agents domestiques. En comprendre la formation suppose ainsi d'explorer les choix d'épargne et d'investissement effectués tant par les agents nationaux privés (ménages et entreprises) que par l'agent public.

Graphique 1 : épargne, investissement, balance courante



Source : BEA.

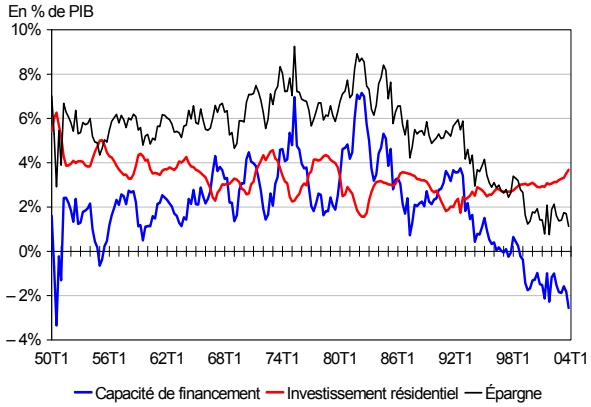
Bien que riche d'enseignements, cette approche demeure partielle, le déficit courant américain ayant pour contrepartie l'excédent courant de ses partenaires. À ce titre, il est donc aussi le reflet des comportements agrégés d'épargne et d'investissement de ces derniers. L'équilibre entre le besoin de financement exprimé par les États-Unis et l'offre de fonds du reste du monde, qui n'a pas de raison d'être spontanément réalisé *ex ante*, l'est toutefois nécessairement *ex post*, et peut à cet effet impliquer des ajustements des variables de prix relatifs, de change ou de taux d'intérêt. Une approche globale nécessiterait donc d'analyser les déterminants de ces ajustements ainsi que des décisions d'épargne et d'investissement des partenaires des États-Unis.

2. D'un point de vue de comptabilité nationale, il existe en réalité un écart entre le déficit courant et la différence entre épargne et investissement. Cet écart est renseigné par le poste «Statistical Discrepancy».

2. L'épargne des ménages a continûment baissé depuis douze ans, ce qui paraît provenir d'une réévaluation à la hausse de leur richesse et d'un accès facilité à l'emprunt

Les ménages américains ont pendant longtemps dégagé une capacité de financement (cf. graphique 2). Entre 1960 et 1990, ils ont en moyenne épargné chaque année l'équivalent de 6½ points de PIB, et consacré environ la moitié de cette épargne à des dépenses d'investissement. Leur capacité de financement est apparue ainsi structurellement positive, à environ 3 points de PIB.

Graphique 2 : épargne, investissement et capacité de financement des ménages



Source : BEA.

Cette situation s'est retournée de manière spectaculaire en une douzaine d'années. À l'issue de la récession du début des années 90, les ménages américains ont entamé un mouvement continu de réduction de leur épargne[3]. Conjointement avec une légère progression de l'investissement résidentiel, cette évolution a conduit les ménages à devenir emprunteurs nets à partir de 1997. En 2003, leur besoin de financement a atteint 1½ point de PIB.

Un déplacement aussi marqué de l'arbitrage entre consommation et épargne des ménages peut être lié à plusieurs facteurs. Deux en particulier paraissent pouvoir s'appliquer à la situation américaine : d'une part, une ré-estimation à la hausse par les ménages de leurs revenus futurs, qui les aurait amenés à consommer une fraction plus élevée de leur revenu courant ; d'autre part, un accès plus facile des ménages américains au crédit, notamment par l'intermédiaire du marché hypothécaire, qui aurait permis de desserrer les

3. Un premier infléchissement de l'épargne des ménages est néanmoins perceptible dès le milieu des années 80 (cf. graphique 2). Ce premier décrochage pourrait fort bien s'expliquer par les mêmes déterminants, évoqués ci-après, qui paraissent rendre compte de la chute de l'épargne depuis 1992.

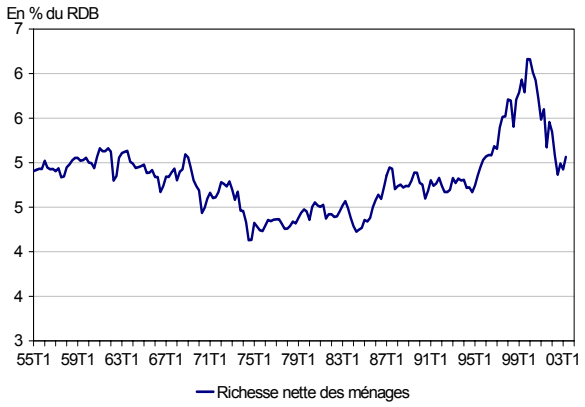
contraintes de liquidités limitant la consommation courante[4].

2.1 Hausse du revenu permanent

Les ménages auraient graduellement révisé à la hausse leurs perspectives de revenus futurs : la dernière décennie a en effet été marquée par un redressement de la croissance potentielle, même s'il reste difficile d'en chiffrer l'ampleur. Cette évolution s'est accompagnée, en dépit du repli boursier au début des années 2000, d'une forte appréciation des prix d'actifs. L'augmentation de ceux-ci, bien qu'excessive au regard des fondamentaux, reflète sans doute une réévaluation des anticipations de profits et donc de revenus futurs. Ainsi, dans une optique de type «revenu permanent», la ré-estimation au fil des années de leurs revenus actualisés par les ménages a pu les amener à décaler progressivement le partage entre épargne et consommation présente, en faveur de cette dernière.

Empiriquement, une telle hypothèse a ici été évaluée de manière indirecte par l'introduction de variables de richesse financière nette (financière et immobilière) dans une équation classique de consommation privée (cf. annexe 1 et graphique 3). Bien que ces variables constituent sans doute une mesure imparfaite de la perception qu'ont les ménages de leurs revenus futurs, elles traduisent l'idée selon laquelle l'évolution de leur richesse nette s'apparenterait à un miroir grossissant de leurs perspectives de revenu.

Graphique 3 : richesse nette des ménages



Source : Flow of funds.

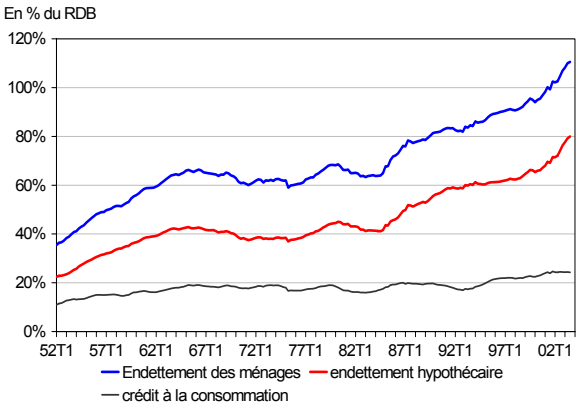
Selon nos estimations, près de 15% de la hausse de la consommation privée entre 1995 et 2000 pourrait s'expliquer par les effets de richesse[5]. La richesse ne serait en revanche pas à même de rendre compte de la poursuite de la baisse de l'épargne des ménages au-delà de 2000, le dégonflement de la bulle boursière ayant conduit à une chute patrimoniale.

2.2 Desserrement de la contrainte de liquidité

De façon traditionnelle, on considère que les ménages, notamment les moins aisés, sont restreints dans leurs possibilités de consommation présente par les contraintes d'accès au crédit, poussant ainsi le taux d'épargne à la hausse. Il est possible que plusieurs évolutions du secteur financier depuis une vingtaine d'années aient conduit à un certain relâchement de ces contraintes : renforcement de la concurrence entre institutions financières, innovations en matière de crédits. Néanmoins, l'examen des composantes de l'endettement des ménages américains suggère que l'originalité de la situation américaine est plutôt à trouver dans la forte progression de l'endettement hypothécaire, observée depuis le milieu des années 80 (cf. graphique 4).

De fait, le marché hypothécaire américain permet aux ménages de bénéficier de liquidités supplémentaires substantielles lorsque les taux d'intérêt diminuent. Par un mécanisme désormais bien documenté[6], les ménages peuvent extraire des capitaux du marché hypothécaire à l'occasion d'opérations de refinancement de leurs prêts immobiliers. Ces capitaux extraits auraient représenté pas moins de 1,7 point du revenu disponible des ménages en 2002, et 2,3 points en 2003.

Graphique 4 : endettement des ménages



Source : Flow of funds.

L'ajout de ces capitaux extraits dans la constitution du revenu (cf. annexe 1) améliore très sensiblement la qualité de l'ajustement d'une équation de consommation «standard» sur les dernières années. Combinée avec l'incorporation des variables de richesse, une telle spécification permet de bien rendre compte du comportement de consommation et d'épargne des ménages américains sur l'ensemble de la période considérée, y compris sur les toutes dernières années.

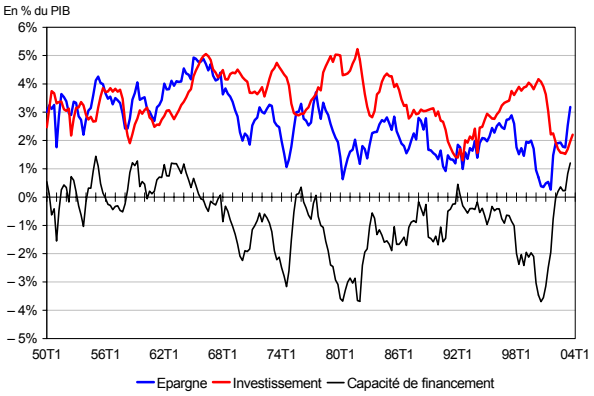
4. Un effet additionnel qui semble avoir contribué au recul du taux d'épargne est la baisse des taux d'intérêts réels survenue depuis le début des années 80, selon un mécanisme classique de substitution entre consommation et épargne. Cet effet est pris en compte dans la modélisation empirique de la consommation présentée plus loin.
5. Cette estimation est obtenue en comparant la consommation simulée à partir de l'équation présentée dans l'annexe 1 entre 1995 et 2000 avec celle simulée sur la même période en maintenant constant le ratio richesse sur RDB à sa valeur observé en 1995.
6. Voir par exemple «L'impact du refinancement hypothécaire sur la consommation des ménages américains au cours des deux dernières années», Note de Conjoncture Internationale, mars 2003.

La forte dégradation de l'épargne des ménages depuis 1992 pourrait ainsi être expliquée par l'action conjointe d'une réévaluation des perspectives de revenus futurs (effet «de richesse») et du surcroît de liquidités procuré par les opérations de refinancement hypothécaire. Que ces évolutions s'expliquent ne signifient toutefois pas qu'elles soient soutenables : l'endettement des ménages est ainsi aujourd'hui à un niveau historiquement haut et l'optimisme des consommateurs sur leurs revenus futurs, s'il est au moins partiellement lié au niveau des prix d'actifs, pourrait s'avérer exagéré. Ainsi, si les prix des actifs sont excessifs, la baisse du taux d'épargne a elle aussi été excessive.

3. Les entreprises ont temporairement dégagé un fort besoin de financement (financing gap)

La capacité de financement des entreprises a été fortement dégradée entre 1970 et le début des années 80, puis elle a connu une relative stabilité jusqu'en 1997, oscillant autour de –1 point de PIB.

Graphique 5 : capacité de financement des entreprises américaines

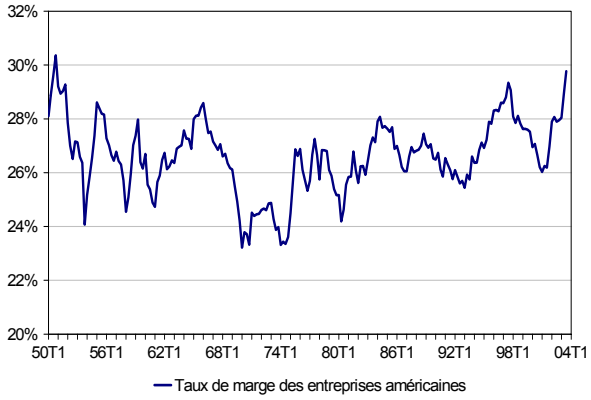


Source : BEA.

À la fin des années 90, elle est devenue très fortement négative sous l'effet de la hausse de l'investissement et de la baisse marquée de l'épargne. Escomptant des profits démesurés, les entreprises ont fortement accru leurs dépenses d'investissement, ce qui a débouché sur une situation de surinvestissement (cf. annexe 2). Dans le même temps, leur épargne nette chutait, passant de 3 à 0,5 point de PIB : la deuxième moitié des années 90 a en effet été caractérisée par une forte baisse du taux de marge (cf. graphique 6).

Depuis l'éclatement de la bulle, les entreprises ont fortement réduit leur investissement, qui est revenu en part de PIB à son niveau du début des années 90. Elles ont également reconstitué leur épargne (le taux de marge est remonté de façon impressionnante depuis la fin 2001 – cf. graphique 6). Ce double mouvement a conduit à un retour à une capacité de financement dès le début de l'année 2002.

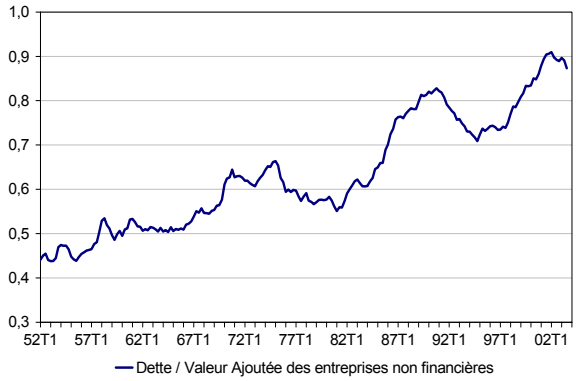
Graphique 6 : taux de marge des entreprises américaines



Source : BEA.

Si le surinvestissement accumulé à la fin des années 90 semble donc en bonne partie résorbé (cf annexe 2), en revanche le besoin de financement des sociétés non financières a conduit à une forte hausse de leur endettement, qui devrait les inciter dans les années à venir à limiter leur besoin de financement : leur dette est ainsi passé de 78% de valeur ajoutée en 1998 à un niveau record de 90% de valeur ajoutée début 2002 (cf. graphique 7)[7]. Avec le retour d'une capacité de financement positive à partir de 2002, la dette des entreprises non financières a certes déjà commencé de diminuer mais représentait encore environ 85% de la valeur ajoutée fin 2002.

Graphique 7 : dette / Valeur Ajoutée des entreprises non financières

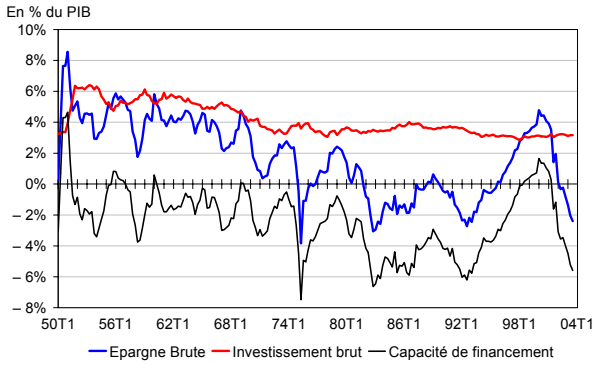


Source : BEA, Flow of funds.

7. L'endettement contracté par les entreprises a par ailleurs également servi à financer des acquisitions d'actifs financiers.

4. Après avoir limité la dégradation de la capacité de financement de la nation à la fin des années 90, les administrations publiques y contribuent fortement depuis 2001

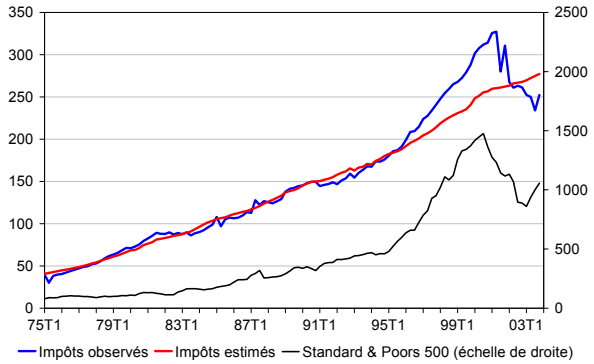
Graphique 8 : épargne et investissement des administrations publiques



Source : BEA.

La capacité de financement des administrations publiques a presque été systématiquement négative depuis le début des années 50 et sa corrélation avec le déficit courant a régulièrement été sujet de débat. L'investissement public brut fluctue peu et s'établit à 3 points de PIB depuis 1995. Ce sont donc les fluctuations de leur épargne qui gouvernent celles du solde des APU. Depuis dix ans, elles ont été de grande ampleur. L'épargne s'est dans un premier temps progressivement améliorée à partir de 1993, ce qui a conduit le secteur public à dégager une capacité de financement de 1998 à 2000. Depuis 2001, elle a fortement baissé de telle sorte que le besoin de financement s'est établi à près de 5 points de PIB en 2003.

Graphique 9 : impôts sur les ménages et évolution boursière (1975-2003)



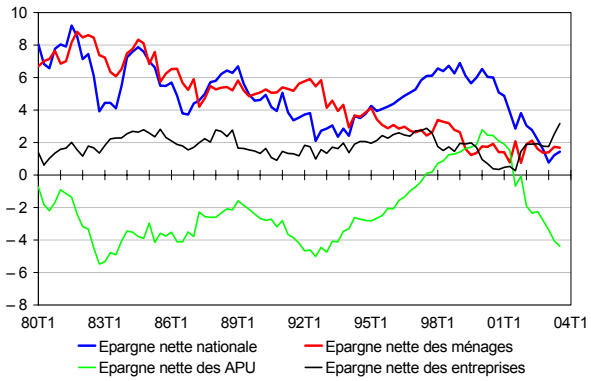
Source : BEA; estimation : DP.

Ces mouvements de sens opposé de l'épargne des APU reflètent tout d'abord l'influence de la conjoncture sur les recettes, mais aux effets habituels du cycle se sont ajoutées des fluctuations d'une ampleur inhabituelle des impôts sur plus-values, dont la contribution à l'amélioration du solde public avait atteint 2,3 points de PIB en 2000. Hors le surcroît d'impôts imputable à l'envolée boursière, l'excédent de 1,6 point de PIB enregistré en 2000 aurait ainsi été un déficit de 0,7 point de PIB.

Ils reflètent également un changement d'orientation de la politique budgétaire. Les différents dispositifs de maîtrise des finances publiques mis en place, en particulier le Budget Enforcement Act adopté en 1990 et renforcé en 1993 et 1997, ont exercé au cours de la deuxième moitié des années 90 un effet restrictif sur les finances publiques. À l'inverse, depuis trois ans, le contexte conjoncturel moins favorable, la guerre en Irak, l'arrivée à échéance du Budget Enforcement Act ont poussé à la hausse les dépenses publiques et suscité l'adoption de plusieurs plans de baisses d'impôts. Ces plans fiscaux successifs, adoptés depuis 2001, expliqueraient près de 2 points de PIB de la baisse de la capacité de financement des APU au cours des trois dernières années[8]. Au total, les dépenses publiques, qui étaient redescendues à 30,5 points de PIB en 2000, sont remontées à 32,5 début 2003, tandis que les recettes totales qui avaient atteint 32 points de PIB en 2000 sont depuis redescendues à 27.

Sur la période récente, c'est donc l'existence d'un très fort déficit public qui explique en grande partie le déficit courant. L'impact des APU dans le déséquilibre américain se lit clairement sur l'épargne, la baisse de l'épargne nationale depuis 2000 reflétant principalement celle des APU (cf. graphique 10).

Graphique 10 : épargne nette des agents



Source : BEA.

Vladimir BORGY

Émilie QUÉMA

Directeur de la Publication : Jean-Luc TAVERNIER
Rédacteur en chef : Philippe GUDIN DE VALLERIN
Mise en page : Maryse DOS SANTOS
(01.53.18.56.69)

8. Ce calcul est réalisé à partir des estimations ex ante du Joint Committee on Taxation des effets des plans «Economic Growth and Tax Relief Reconciliation Act» de 2001, «Job Creation and Worker Assistance Act» de 2002 et «Jobs and Growth Tax Relief Reconciliation Act» de 2003.

Annexe 1 : une estimation des comportements de dépense des ménages américains

Consommation

Tel qu'il est aujourd'hui publié par le BEA, le revenu disponible des ménages inclut notamment la variation de leurs droits sur les fonds de pension. Ainsi, les versements aux fonds de pension ne sont pas déduits du revenu disponible des ménages, et les prestations ne lui sont pas ajoutées[a]. Les évolutions divergentes des contributions et des prestations ont ainsi conduit à sous-estimer le RDB de 2% à la fin des années 90. Le revenu a ainsi été ajusté. Ce revenu ajusté capte mieux le concept de revenu «courant» des ménages sous l'hypothèse, plausible, où les ménages ajustent leur comportement en fonction du revenu qu'ils perçoivent effectivement et ne percent pas le «voile» constitué par les fonds de pension. La modélisation retenue relie donc la consommation au revenu ainsi calculé, à la richesse nette (issue des Flows of funds), aux taux d'intérêt de long terme, au taux de chômage.

Relation de long terme :

$$\ln(C_t) = 0,89\ln(RDBcalc_t) + 0,10\ln(RichFin_t) + 0,01\ln(RichImmo_t) - 0,0056Tx10reel_t + 4,25$$

Équation de court terme :

$$\Delta\ln(C_t) = \underset{(6,7)}{0,32\Delta\ln(RDBcalc_t)} - \underset{(-5,5)}{0,06\Delta Tauxcho_t} - \underset{(-2,03)}{0,0018\Delta Tx10reel_{t-1}} + \underset{(2,09)}{0,048\Delta\ln(Networthreel_{t-1})}$$

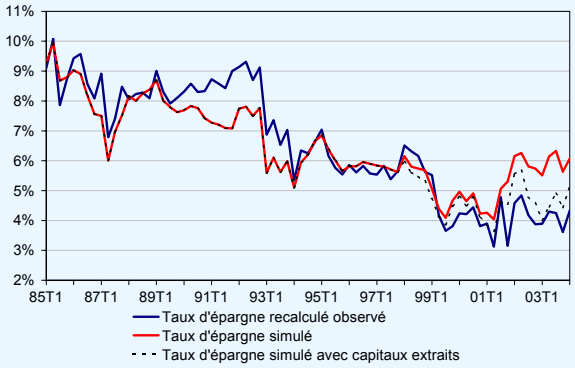
$$- \underset{(4,64)}{0,19LongTerme_{t-1}} + \underset{(9,17)}{0,006}$$

Les statistiques entre parenthèses correspondent aux T de Student :

$R^2 = 0,54 \qquad DW = 2,24$

C_t représente la consommation privée en volume à la date *t*, $RDBcalc$ le revenu disponible recalculé en volume (déflaté par le déflateur de la consommation privée), $Tauxcho$ le taux de chômage publié par le Bureau of Labor Statistics, $Tx10reel$ le taux d'intérêt à 10 ans déflaté par la moyenne mobile sur les cinq années précédentes du déflateur de la consommation privée, $Networthreel$ la richesse nette totale réelle des ménages, somme des richesses financière et immobilière (les variables de richesse sont déflatées par le déflateur de la consommation), $RichFin$ la richesse financière nette réelle des ménages et $RichImmo$ la richesse immobilière nette réelle des ménages.

Taux d'épargne observé et simulé (1985-2003)



Sources : BEA, Fed ; estimation : DP.

La simulation dynamique de l'équation à partir de 1956 permet de reproduire la dynamique du taux d'épargne des ménages américains de façon globalement satisfaisante jusqu'en 2000. Sur la période récente, la consommation simulée se révèle toutefois plus faible que celle observée. Ce désajustement peut être attribué en partie à une modification profonde du canal de transmission des effets de richesse à la consommation, avec le développement des refinancements hypothécaires : en phase de baisse des taux, les ménages peuvent en effet directement transformer leur richesse immobilière en «revenu» : c'est le mécanisme des capitaux extraits, par lequel les ménages augmentent leur endettement proportionnellement à l'accroissement de valeur de leur bien immobilier, tout en conservant constante la valeur de leurs mensualités grâce à la renégociation à la baisse du taux d'intérêt associé.

a. Sur ce point cf. Brender et Pisani «Les marchés et la croissance», Economica (2000).

La prise en compte de ce mécanisme suppose donc de substituer, à l'effet de richesse immobilière mis en évidence économétriquement, les capitaux extraits du marché hypothécaire en ajoutant ceux-ci au revenu traditionnel[b]. Une telle opération permet d'obtenir un taux d'épargne simulé plus satisfaisant sur la période 2000-2003, même si le taux d'épargne simulé reste supérieur fin 2003 à celui observé (cf. graphique ci-dessous).

Investissement résidentiel

La relation estimée prend la forme d'un modèle à correction d'erreur estimé en deux étapes sur la période 1960-2000. Les variables explicatives sont le revenu disponible des ménages et les taux d'intérêt longs (déflaté par le glissement de la consommation privée lissé).

Relation de long terme :

$$\ln(IvtRes_t) = 0,72\ln(RDB_t) - 0,04\ln(Tx10r_t) + 3,09$$

Équation de court terme :

$$\Delta\ln(IvtRes_t) = 0,44\Delta\ln(IvtRes_{t-1}) + 1,18\Delta RDB_t - 0,026\Delta Tx10r_{t-1} - 0,012\Delta Tx10r_{t-2}$$

$$(7,1) \qquad (3,8) \qquad (-4,62) \qquad (-2,04)$$

$$-0,08LongTerme_{t-1} - 0,006$$

$$(-3,37) \qquad (-1,70)$$

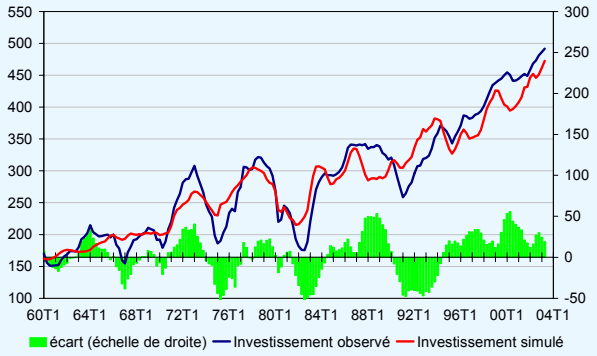
Les statistiques entre parenthèses correspondent aux T de Student :

$R^2 = 0,50 \qquad DW = 2,26$

$IvtRes_t$ est investissement résidentiel en volume à la date t ; RDB_t est le revenu disponible recalculé en volume (déflaté par le déflateur de la consommation privée) ; $Tx10r_t$ est le aux d'intérêt à 10 ans déflaté par la moyenne mobile sur les 5 années précédentes du déflateur de la consommation privée.

La simulation dynamique de cette équation à partir de 1960 fait apparaître des phases de sur-accumulation et de sous-accumulation au cours de la période 1960-2003. Depuis le milieu des années 90, l'investissement résidentiel des ménages américains est plus élevé que ce que suggéreraient la dynamique de leurs revenus et le niveau des taux d'intérêt longs (cf. graphique ci-dessous).

Investissement résidentiel des ménages américains



Sources : BEA, Fed ; estimation : DP.

b. Il convient de noter que l'équation de consommation utilisée ayant été estimée jusqu'en 1996, nous n'avons pas à procéder à une nouvelle estimation pour effectuer cette simulation alternative.

Annexe 2 : une modélisation de l'investissement des entreprises américaines

La modélisation retenue repose sur un modèle à correction d'erreur estimé en deux étapes sur la période 1965-1995. La relation de long terme prend en compte le déflateur de l'investissement des firmes rapporté au déflateur du PIB et le taux d'épargne des entreprises (i.e., leur cash flow). L'équation de court terme intègre la variable endogène retardée, le PIB et la différence entre le taux d'intérêt BAA et le taux d'intérêt des titres publics (spread).

Équation de court terme :

$$\Delta \ln(I_t) = 0,35\Delta \ln(I_{t-2}) + 1,08\Delta \ln PIB_t - 0,025\Delta spread_{t-1} - 0,03 LongTerme_{t-1} - 0,0012$$

$$(6,02) \qquad (6,39) \qquad (-5,11) \qquad (-1,71) \qquad (-0,64)$$

Les statistiques entre parenthèses correspondent aux T de Student :

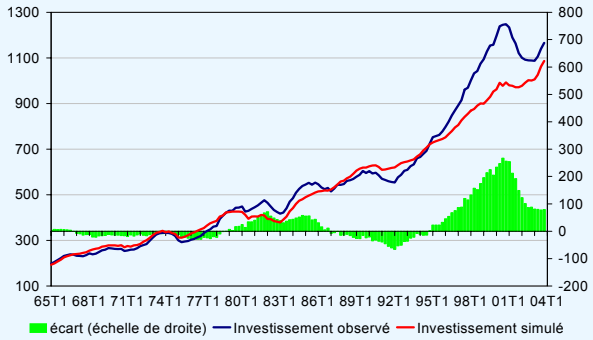
$R^2 = 0,59 \qquad DW = 2,04$

Relation de long terme :

$$\ln(I_t/PIB_t) = -0,97\ln(pxIPIB_t) + 0,02\ln(Epar_t) - 2,38$$

I_t est l'investissement des entreprises en volume à la date t, PIB le Produit Intérieur Brut en volume, $Spread$ l'écart entre le taux d'intérêt BAA et le taux d'intérêt des titres publics à 10 ans, $PxIPIB$ le déflateur de l'investissement des firmes rapporté au déflateur du PIB, $Epar$ le taux d'épargne des entreprises.

Investissement des entreprises (estimation jusqu'en 1995)

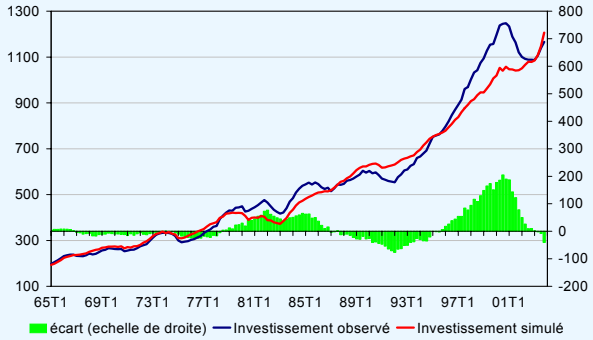


Sources : BEA, Fed ; estimation : DP.

La simulation dynamique de cette équation à partir de 1965 fait apparaître des périodes alternées de sur-investissement et de sous-investissement ; en particulier, la simulation fait apparaître une période de sur-investissement très marqué à partir de 1996. D'après notre estimation, ce sur-investissement aurait atteint son maximum fin 2000, début 2001. À partir de 2001, l'on observe une résorption progressive de ce sur-investissement, même si elle ne serait pas tout à fait entière : l'écart entre investissement observé et investissement simulé a fortement diminué, mais il demeure positif à la fin de la période d'observation.

Il convient néanmoins de noter que ce diagnostic est conditionné par la période d'estimation retenue : en effet, si l'on estime ce modèle à correction d'erreur jusqu'en 2002, la simulation dynamique révèle un sur-investissement moins prononcé et une résorption totale à partir de la mi-2002 (cf. graphique ci-dessous).

Investissement des entreprises (estimation jusqu'en 2002)



Sources : BEA, Fed ; estimation : DP.

Au total, quelle que soit la période d'estimation retenue, l'utilisation de cette modélisation de l'investissement en simulation dynamique permet de mettre en évidence un sur-investissement des entreprises américaines au cours de la fin des années 90. Celui-ci serait au moins en partie résorbé en 2003.