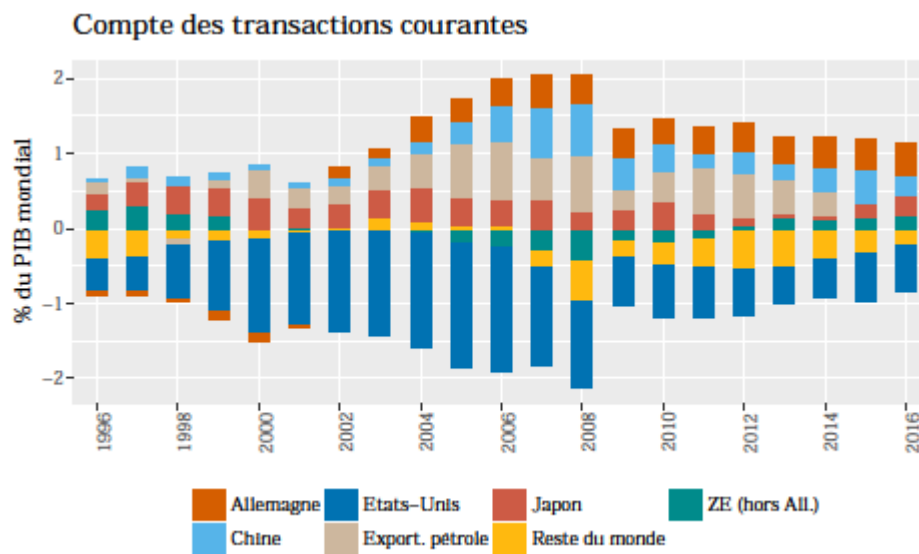


# Le rôle croissant du patrimoine extérieur net sur le compte courant

Par [Julia Schmidt](#)

*On assimile souvent réduction des déséquilibres du compte des transactions courantes et résorption des exportations ou des importations. Toutefois, les éléments hérités du passé peuvent développer leur propre dynamique en raison des flux de revenus qu'ils engendrent. En effet, quand les engagements extérieurs sont importants, l'ajustement du compte courant peut être entravé par des flux de revenus négatifs élevés et ce malgré des améliorations substantielles du solde commercial.*

Figure 1 Dynamique des comptes courants



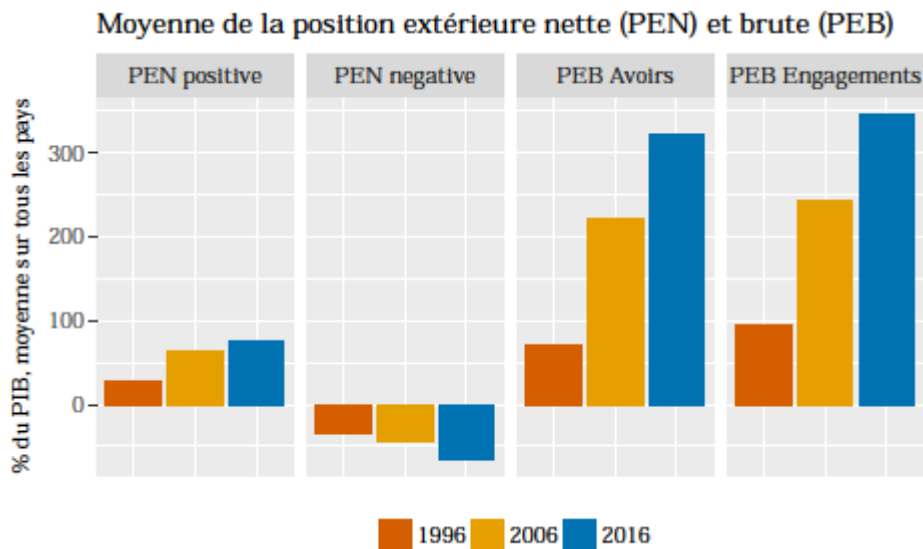
Source : BoPS, FMI. Notes : Export. pétrole = Exportateurs de pétrole.

Les déséquilibres du compte des transactions courantes (« compte courant »), notamment les déficits, engendrent d'importants risques en termes de soutenabilité de la dette et de probabilité d'interruptions brutales des entrées de capitaux (cf. l'analyse dans [Obstfeld, 2012](#)). Si un déficit, même important, du compte courant peut refléter une allocation des ressources optimale entre les pays et dans le temps, l'expérience montre que les déséquilibres constituent souvent un indicateur des crises.

**Des écarts de flux plus faibles, mais des stocks toujours importants...**

Avant la crise financière de 2008-2009, les déséquilibres du compte courant se sont accentués (cf. figure 1). Par la suite, ces déséquilibres se sont réduits, mais cette réduction n'a pas suffi à inverser les positions extérieures élevées accumulées avant la crise. Comme le montre la figure 2, les positions brutes sont aujourd'hui 3 à 4 fois plus importantes qu'il y a vingt ans, atteignant en moyenne plus de 300 % du PIB. Les positions nettes sont beaucoup plus faibles, mais ont été multipliées par 2 par rapport à leur niveau de 1996.

*Figure 2 Position extérieure*



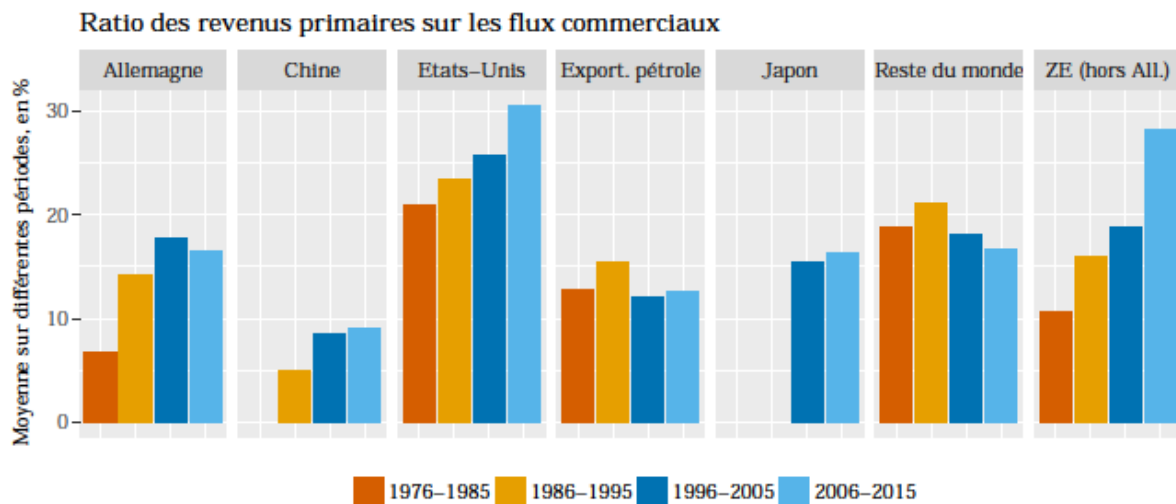
*Source : BoPS, FMI. Notes : Les positions extérieures sont données par la moyenne sur tous les pays pour lesquels des données sont disponibles pour les années concernées. PEN positives = pays créditeurs. PEN négatifs = pays débiteurs.*

Si les déséquilibres du compte courant ont cessé de s'accroître avec le déclenchement de la grande crise financière de 2008, le maintien aux niveaux observés depuis 2009 implique toutefois que les détentions d'avoirs et d'engagements extérieurs continuent d'augmenter pour un grand nombre de pays.

Dans quelle mesure l'accumulation continue de positions extérieures brutes influe-t-elle sur la dynamique du compte courant ? Le compte courant est la somme du solde commercial, des revenus secondaires nets (incluant surtout les transferts personnels et les paiements entre administrations publiques) et des revenus primaires nets. Ces derniers, définis comme la différence entre les revenus reçus (relatifs aux avoirs) et les revenus à verser (relatifs aux engagements), résultent directement des stocks accumulés et prennent la forme de paiements d'intérêts et de dividendes. Tant que la taille et/ou la composition du stock d'actifs extérieurs diffère de celui des engagements, les flux de revenus bruts générés par ces stocks ne seront pas les mêmes. Toutes choses égales par ailleurs, plus (moins) d'avoirs que d'engagements entraîne une accentuation (réduction) des excédents du compte courant et accroît ainsi l'accumulation patrimoniale. En outre, les différences de composition (par

exemple, investir dans des actions à haut rendement et s'endetter en titres de créance à faible rendement) ou les différences de rendement au sein d'une même classe d'actifs peuvent conduire à d'importants déséquilibres des revenus primaires nets.

*Figure 3 Les revenus d'investissements comme déterminant du compte courant*



*Source : BoPS, FMI. Notes : La valeur moyenne du ratio est calculée pour chaque période de temps indiquée. Les données ne sont disponibles qu'à partir de 1982 pour la Chine et de 1996 pour le Japon.*

**... se traduisant par un poids croissant des flux de revenus dans le compte courant.**

Dans la figure 3, le ratio flux de revenus/flux commerciaux est présenté pour différentes périodes. Il est calculé comme la somme des revenus reçus et versés, divisée par la somme des exportations et des importations. Sur les dernières décennies, ce ratio est en hausse continue, atteignant 20 à 30 % pour certaines économies de la zone euro ou les États-Unis ([Forbes et al., 2017](#) font le même constat). Si la grande crise financière et la faiblesse des taux d'intérêt ont quelque peu réduit ce ratio ces dernières années, les flux de revenus continuent d'influer sur la dynamique du compte courant. Ceci n'est pas surprenant, la grande crise financière ayant mis fin à l'expansion des positions brutes, sans toutefois conduire à leur réduction.

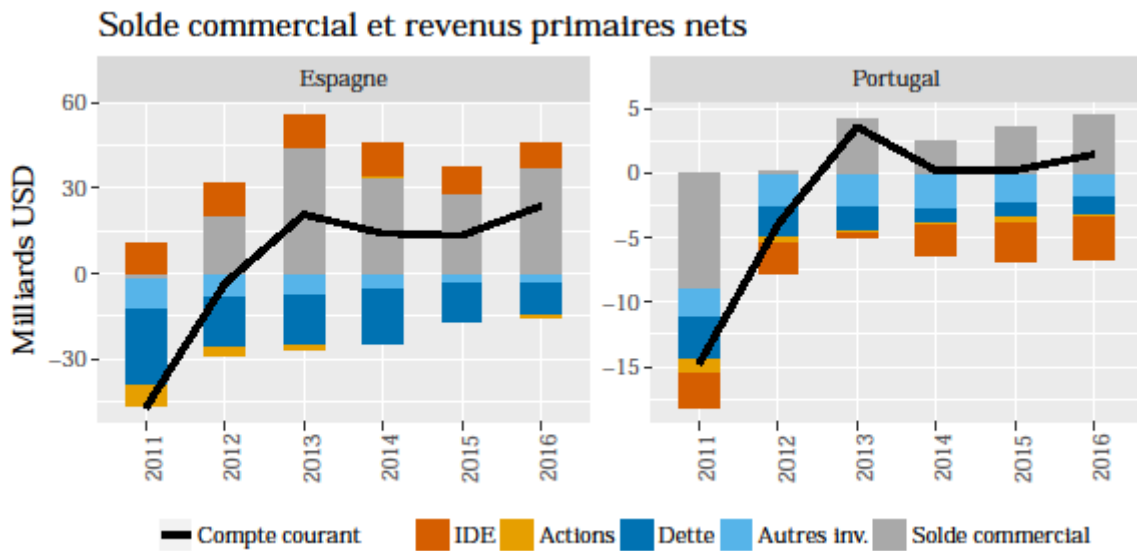
Dans beaucoup d'économies avancées, une décomposition des revenus primaires par type d'instrument financier montre que ces flux de revenus sont dans une large mesure déterminés par des IDE à rendements élevés. Pour les États-Unis, [Curcuru et al., 2013](#) montrent que l'écart actifs-passifs pour les IDE s'explique largement par les impôts. D'une part, les gains sur actifs extérieurs sont déclarés avant impôts tandis que les gains des non-résidents sur leurs actifs américains sont déclarés après impôts. D'autre part, l'optimisation fiscale pousse les entreprises à déclarer leurs bénéfices à l'étranger plutôt que dans leur propre pays. Un constat similaire a été fait par [Blanchard et Acalin, 2016](#), qui

montrent que les flux d'IDE sont liés aux taux d'imposition des sociétés. Il a également été montré que les prix de transfert, à savoir les prix fixés entre filiales d'un même groupe multinational pour les transactions transfrontières, réduisent la valeur des exportations nettes. Par exemple, dans le cas de la France, [Vicard \(2015\)](#) estime que le transfert des bénéfices *via* ces prix de transfert a contribué en 2008 à une aggravation du déficit commercial de 9,6 % (tout en dopant le revenu des IDE). Si de telles stratégies comptables ne modifient pas le solde global du compte courant (la somme du solde commercial et les revenus nets des IDE restant identiques), elles accentuent néanmoins l'impact du solde des revenus d'investissements sur la dynamique du compte courant.

### **Faut-il s'en inquiéter ?**

Les revenus primaires résultant d'investissements antérieurs pourraient continuer d'avoir un effet important sur les soldes des comptes courants, mais cela ne doit pas, en soi, constituer une source d'inquiétude. En effet, ceux-ci peuvent avoir un impact stabilisateur ou déstabilisateur selon qu'ils atténuent ou renforcent les déséquilibres commerciaux et contribuent à un accroissement ou à une réduction des positions extérieures. Le cas des États-Unis, où les flux nets positifs des revenus primaires ont compensé une importante position extérieure nette négative, en est un exemple frappant. Dans le cas de la Chine, l'importance relative du solde commercial et du solde des revenus a également eu un effet stabilisateur, mais en sens opposé : même si le solde commercial a été largement positif, le pays a davantage rémunéré les non-résidents sur ses engagements extérieurs (IDE à haut rendement) tout en étant moins rémunéré sur ses avoirs extérieurs (essentiellement des titres publics américains à faibles rendements). Cependant, dans certains cas, l'héritage du passé peut fortement pénaliser les politiques actuelles visant à réduire les déséquilibres du compte courant.

Figure 4 Soldes de compte courant faibles malgré des exportations nettes positives : deux exemples.



Source : BoPS, FMI. Notes : Revenus primaires : investissements directs étrangers (IDE), investissements de portefeuille sur actions et autres (Actions) et sous forme d'intérêts (Dette), revenus des autres investissements (Autres inv.).

Prenons l'exemple de l'Espagne et du Portugal ces dernières années, tel que présenté dans la figure 4. En dépit d'améliorations substantielles du solde commercial, les paiements d'intérêts sur instruments de dette et les revenus versés relatifs aux autres investissements (principalement le crédit bancaire) ont eu une incidence négative importante sur le solde des comptes courants, limitant ainsi les efforts de rééquilibrage de ces pays.