



### Les déséquilibres mondiaux persistent malgré le rééquilibrage d'après-crise : focus sur leur financement

La crise financière de 2007-2009 a conduit à d'importants réajustements des comptes de transactions courantes au niveau mondial. Néanmoins, les « déséquilibres mondiaux » – déséquilibres des comptes de transactions courantes – persistent et inquiètent les responsables de politique économique. Cet article se concentre sur deux aspects essentiels de ces déséquilibres. Dans un premier temps est présentée leur évolution récente afin de quantifier leur ampleur. Leur correction peut être coûteuse d'un point de vue macroéconomique, en particulier parce que cela requiert des ajustements importants du taux de change réel. Dans un deuxième temps sont fournies des statistiques détaillées sur la taille et la composition des flux financiers internationaux, pour les positions extérieures nettes et brutes. En raison du niveau élevé des positions extérieures brutes, il apparaît que le compte des revenus contribue désormais davantage aux évolutions du compte de transactions courantes, engendrant ainsi une persistance des déséquilibres mondiaux.

**Antoine BERTHOU**

Direction des Études microéconomiques et structurelles

**Matthieu BUSSIÈRE**

Direction des Études monétaires et financières

**Laurent FERRARA, Sophie HAINCOURT, Francesco PAPPADÀ et Julia SCHMIDT**

Direction de l'Économie et de la Coopération internationales

Codes JEL  
F14, F32

Cet article doit beaucoup à l'excellente contribution de Muriel Métais.

**449** milliards de dollars

le déficit de la balance courante américaine en 2017

**3,5** % du PIB

l'excédent de la balance courante de la zone euro en 2017

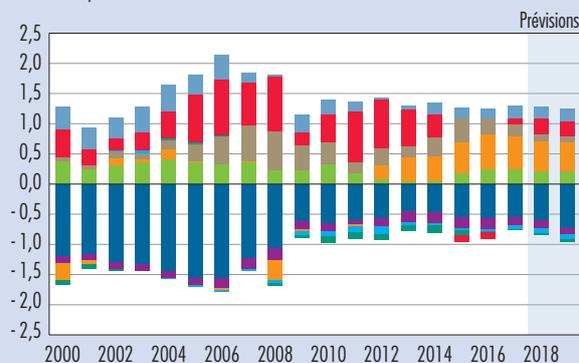
**3 à 4**

la multiplication des positions extérieures brutes des principaux pays avancés depuis 1995

#### Les déséquilibres des comptes de transactions courantes à l'échelle mondiale

(en % du PIB mondial)

États-Unis    Zone euro    Brésil  
Japon    Chine    Exportateurs de pétrole  
Royaume-Uni    Inde    Reste du monde



Source : FMI (*Perspectives de l'économie mondiale*, octobre 2018).



Depuis la fin des années 1990, et dans un contexte d'approfondissement de la mondialisation, l'économie mondiale s'est caractérisée par une montée très importante des déséquilibres des comptes de transactions courantes. Malgré un processus de rééquilibrage qui a commencé avec la Grande Récession de 2007-2009, ces déséquilibres mondiaux sont demeurés importants et persistants, en dépit d'ajustements à court terme essentiellement liés aux prix des matières premières (cf. graphique 1).

Parmi les principales zones géographiques, la zone euro est une des régions dans lesquelles ces évolutions ont été particulièrement marquantes (cf. graphique 2). Tandis que des pays comme l'Italie et l'Espagne ont rééquilibré leurs comptes de transactions courantes, en grande partie par une compression de la demande intérieure, d'autres pays continuent d'afficher des déséquilibres importants, notamment l'Allemagne et les Pays-Bas.

Afficher des déséquilibres de transactions courantes n'est pas nécessairement un indicateur de mauvaise santé économique. Ces derniers reflètent simplement un déséquilibre entre épargne et investissement des agents économiques opérant sur le territoire national. En contrepartie, les capacités ou besoins de financement exprimés par ces agents donnent lieu à des flux de

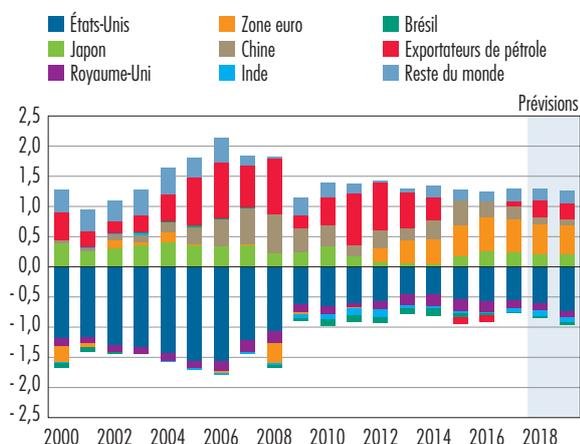
capitaux, sortants ou entrants, qui permettent de lisser dans le temps la consommation et l'investissement.

Néanmoins, les déséquilibres « excessifs » peuvent être source de préoccupation, par exemple dans le cas où il existe un risque d'arrêt brutal du financement de certaines économies en déficit par des pays en excédent (Milesi-Ferretti et Razin, 2000). L'expérience montre que les déséquilibres importants sont souvent un indicateur avancé des crises et des interruptions brutales de flux de financements (*sudden stops*) (Bussière et Fratzscher, 2006). Comme l'ont montré Lane et Milesi-Ferretti (2017), avant la crise financière de 2007-2009, les soldes des comptes de transactions courantes dépassaient les niveaux compatibles avec les fondamentaux économiques sous-jacents, ce qui a nécessité, par la suite, des ajustements importants et coûteux. Ces vulnérabilités ne sont pas l'apanage des économies de marché émergentes : des déficits importants et persistants des comptes de transactions courantes peuvent également précéder des crises bancaires dans des économies avancées comme celles des pays européens périphériques (Gourinchas et Obstfeld, 2012).

L'histoire économique récente de la zone euro illustre comment les déséquilibres excessifs des comptes de transactions courantes peuvent être inversés (de façon asymétrique) en raison d'une interruption brutale du

### G1 Les déséquilibres des comptes de transactions courantes à l'échelle mondiale

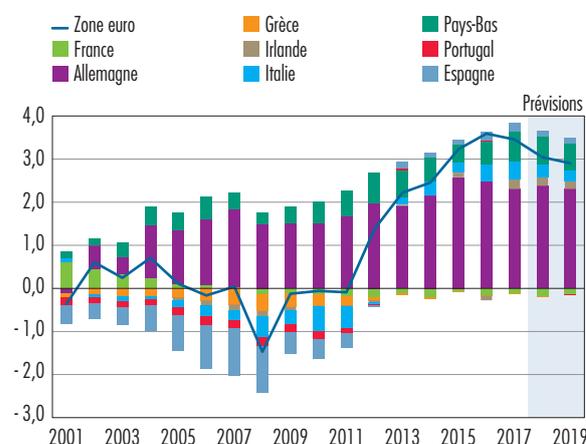
(en % du PIB mondial)



Source : FMI (*Perspectives de l'économie mondiale*, octobre 2018).

### G2 Les déséquilibres des comptes de transactions courantes de la zone euro

(en % du PIB de la zone euro)



Source : FMI (*Perspectives de l'économie mondiale*, octobre 2018).



financement extérieur à destination des agents domestiques. Il s'avère que le coût de l'ajustement, résultant essentiellement d'une contraction de la demande intérieure dans les économies en situation de déficit, a été considérable en termes d'emploi et de croissance économique, non seulement dans ces pays, mais également au niveau mondial.

Dans cette étude, sont d'abord examinés les coûts réels des déséquilibres mondiaux et souligné le rôle asymétrique des mouvements des taux de change dans l'accumulation et la correction des déséquilibres mondiaux. L'aspect financier des déséquilibres mondiaux est ensuite exploré en observant la composition du financement externe (flux de dette extérieure nouvelle et stocks).

### 1 Les coûts économiques du rééquilibrage externe : le rôle du taux de change

Le débat sur les coûts macroéconomiques du rééquilibrage mondial a suscité un regain d'intérêt au cours de la décennie écoulée. Obstfeld et Rogoff (2001, 2005 et 2007) ont souligné dans une série d'articles que le mécanisme de base de l'ajustement impliquait le transfert de ressources réelles des pays débiteurs vers les pays en situation d'excédent, indépendamment des facteurs à l'origine du rééquilibrage mondial. Dans le pays débiteur, ce transfert entraîne i) une baisse des dépenses domestiques par rapport à la production et ii) une dépréciation réelle parallèlement à la baisse des prix relatifs.

Le débat sur ces deux canaux du rééquilibrage externe remonte aux années 1920 et à la controverse entre Keynes et Ohlin à propos des obligations internationales allemandes à l'issue de la première guerre mondiale. Keynes soulignait que les coûts macroéconomiques d'un montant donné de réparations de guerre (le « fardeau primaire » d'un transfert) étaient amplifiés par les effets négatifs de la détérioration des termes de l'échange et des taux de change réels (le « fardeau secondaire » d'un transfert). Ohlin critiquait l'accent mis par Keynes

sur les prix relatifs, affirmant que les effets de revenu induits par les transferts unilatéraux étaient prépondérants et n'entraînaient qu'un faible ajustement des termes de l'échange.

Cette section se concentre sur le fardeau secondaire d'un transfert et étudie comment les mouvements des taux de change réels contribuent à l'accumulation des déséquilibres mondiaux puis à leur rééquilibrage.

### L'évaluation du rôle du taux de change réel sur les déséquilibres des comptes de transactions courantes : épisodes d'accumulation et épisodes de correction

Afin d'évaluer les coûts du rééquilibrage, il est important de comprendre le lien entre variations du compte de transactions courantes et variations du taux de change réel. La mesure de cette relation suscite des débats considérables dans les milieux académiques et présente également un intérêt pour les autorités. En effet, une relation faible, mais statistiquement significative, entre ces deux variables signifierait que d'importantes variations du taux de change réel sont nécessaires pour rééquilibrer les comptes de transactions courantes.

Le graphique 3 illustre le lien entre variations du compte de transactions courantes et variations du taux de change réel sur les périodes 2002-2006 et 2006-2010<sup>1</sup>. Dans l'ensemble, la relation entre taux de change réel et solde des transactions courantes apparaît négative ; une dépréciation du taux de change réel conduit bien à un rééquilibrage du solde des transactions courantes. Néanmoins, l'élasticité qui relie ces deux variables est faible, ce qui implique qu'une amélioration du solde des transactions courantes requiert une dépréciation importante du taux de change réel. Un fait saillant remarquable est l'existence d'une asymétrie entre les périodes d'accumulation et de rééquilibrage : les variations des comptes de transactions courantes ont été plus fortement liées aux mouvements du taux de change réel durant les quatre années qui ont suivi le « pic » des déséquilibres mondiaux (période de rééquilibrage)

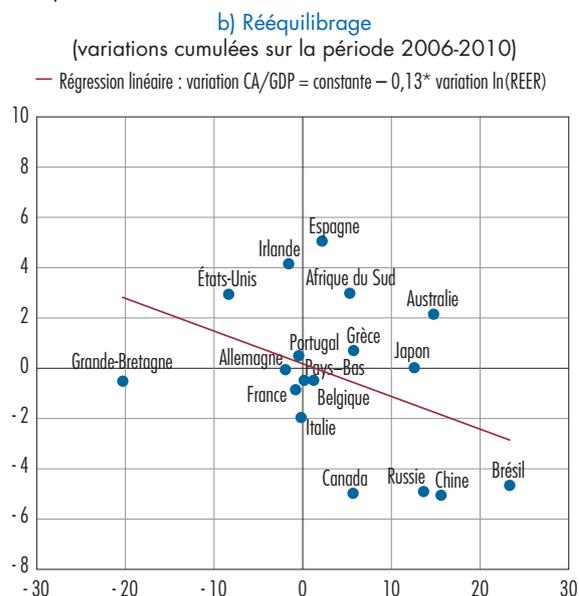
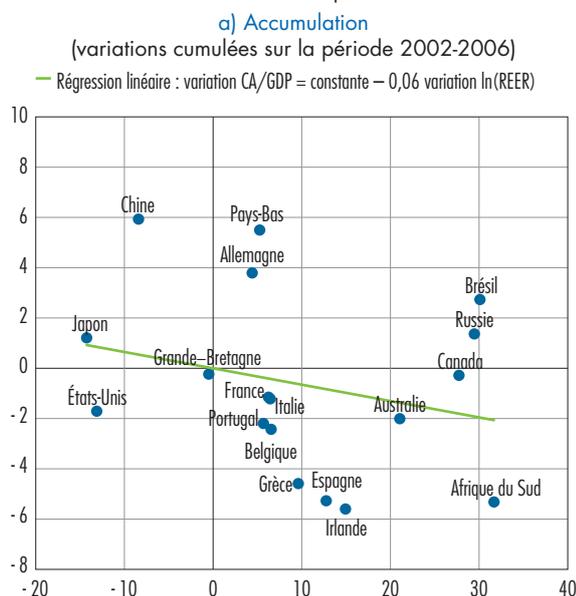
<sup>1</sup> La présente étude couvre un échantillon d'économies avancées et de grandes économies émergentes (Brésil, Russie, Inde, Chine et Afrique du Sud – BRICS). Le compte courant est exprimé en pourcentage du PIB et les données proviennent des statistiques de balance des paiements du FMI. Les données du taux de change effectif réel proviennent des statistiques financières internationales du FMI et sont déflatées de l'indice des prix à la consommation.



### G3 Des dynamiques différentes lors des périodes d'accumulation et de rééquilibrage

(axe des abscisses : variation du taux de change effectif réel en % ;

axe des ordonnées : variation du compte de transactions courantes en % du PIB)



a) \* indique une significativité statistique.

Note : Les acronymes anglais sont utilisés à des fins de cohérence avec le corps du texte : CA (*current account* – compte de transactions courantes) ; GDP (*gross domestic product* – produit intérieur brut) ; REER (*real effective exchange rate* – taux de change effectif réel).

Sources : FMI et calculs Banque de France.

que durant les quatre années qui l'ont précédé (période d'accumulation).

Même si les distorsions de taux de change et les écarts de compétitivité ne constituent pas nécessairement les facteurs principaux de la montée des déséquilibres, ils représentent un coût supporté par les pays en situation de déficit lors de la période de rééquilibrage. C'est ainsi que d'importants ajustements des comptes de transactions courantes ont été observés dans les économies européennes en situation de déficit lors des premières années de la crise et qu'ils se sont poursuivis lors de la crise de la zone euro. Dans ce processus, les variations du taux de change réel ont joué un rôle important. Ce résultat est conforme aux travaux de recherche de la Banque de France montrant que les conditions Marshall-Lerner, à savoir les conditions sur les élasticités commerce qu'il faut satisfaire pour qu'une dépréciation ait un impact positif sur la balance commerciale, sont largement respectées. En d'autres termes, les variations du taux de change jouent un rôle dans la réduction des déséquilibres des échanges mondiaux, même si l'effet varie considérablement selon les pays (Bussière *et al.*, 2016).

Quels sont les facteurs affectant l'ampleur des élasticités du taux de change réel ? Les recherches récentes réalisées à la Banque de France sur ce sujet nous apportent deux conclusions intéressantes. Premièrement, Berthou et Dhyne (2018) montrent que les entreprises exportatrices très productives réagissent moins fortement aux mouvements du taux de change réel que les petits exportateurs faiblement productifs. Dans chaque pays, la réponse agrégée des exportations aux mouvements de taux de change est donc généralement plus faible, puisque les entreprises très productives représentent une part importante des exportations totales. Deuxièmement, Pappadà (2015) montre que la dépréciation du taux de change réel résultant de l'ajustement externe est plus importante lorsque la dispersion de la productivité des entreprises est élevée. Lorsque les nouvelles entreprises exportatrices sont petites par rapport aux entreprises établies de longue date, elles contribuent moins à la hausse des exportations agrégées. Dans un pays en situation de déficit peuplé d'entreprises peu productives, l'ajustement du taux de change réel nécessaire pour rééquilibrer le compte de transactions courantes serait donc plus important.



## 2 L'aspect financier des déséquilibres mondiaux

Dans un deuxième temps est examinée la contrepartie financière des déséquilibres des comptes de transactions courantes. L'analyse des données américaines, allemandes, françaises et espagnoles permet ainsi d'éclairer le rôle de la composition du financement dans la dynamique des positions extérieures.

### Une réduction partielle des déséquilibres après-crise

À la suite de la crise financière mondiale de 2007-2009, les déséquilibres des comptes de transactions courantes se sont réduits, mais pas suffisamment pour inverser les positions extérieures élevées accumulées avant la crise. En effet, les positions nettes ont été multipliées par un facteur de 5 à 10 par rapport à leur niveau de 1995, même après 2010 (cf. partie droite du tableau 1). Il est également intéressant de noter que les positions brutes ont augmenté et sont désormais 3 à 4 fois plus importantes que leur niveau de 1995, atteignant de 150% à 300% du PIB (cf. partie gauche du tableau 1).

Le compte de transactions courantes est une mesure de flux, tandis que la position extérieure nette (*net international investment position – NIIP*) est une mesure de stock. Comme précisé en annexe, les variations de cette dernière sont égales au compte de transactions courantes plus un effet de valorisation. Le compte de transactions courantes (*current account – CA*) comprend

le solde commercial (*trade balance – TB*) et le solde des revenus (*income balance – INC*). Les effets de valorisation (*VAL*) sont la réévaluation aux prix de marché des stocks accumulés précédemment, ainsi que la réévaluation des stocks imputable aux variations de change <sup>2</sup>.

$$NIIP_t - NIIP_{t-1} = \underbrace{TB_t + INC_t}_{CA_t \approx FA_t} + VAL_t$$

La contrepartie financière des flux du compte de transactions courantes est enregistrée dans le compte financier (cf. annexe pour plus de détails). Ainsi, des déficits (ou des excédents) persistants des comptes de transactions courantes entraînent une accumulation d'entrées (ou des sorties) nettes de capitaux, recouvrant différents instruments financiers : investissements directs étrangers (IDE), actions, titres de créance et autres investissements (largement composés de flux bancaires).

### Une modification considérable de la taille et de la composition des flux est intervenue ces dernières années

C'est ainsi que, sur la période 2000-2016, les entrées aux États-Unis étaient largement composées d'entrées sur titres de créance, se traduisant par une accumulation d'importantes positions débitrices pour ce poste (cf. graphique 4). Par ailleurs, l'Allemagne a récemment enregistré des sorties considérables sur titres de créance, réduisant fortement sa position débitrice pour ce poste.

## T1 Positions brute et nette

(en % du PIB)

|      | Position brute |           |        |         | Position nette |           |        |         |
|------|----------------|-----------|--------|---------|----------------|-----------|--------|---------|
|      | États-Unis     | Allemagne | France | Espagne | États-Unis     | Allemagne | France | Espagne |
| 1995 | 55,2           | 63,5      | 86,3   | 53,8    | - 3,6          | 5,1       | - 2,3  | - 18,9  |
| 2000 | 81,8           | 138,5     | 159,3  | 106,5   | - 14,9         | 1,6       | 2,2    | - 35,1  |
| 2005 | 109,1          | 169,2     | 211,5  | 135,7   | - 14,2         | 12,6      | - 1,5  | - 55,9  |
| 2010 | 153,9          | 243,1     | 294,8  | 170,0   | - 16,8         | 25,9      | - 8,6  | - 89,2  |
| 2015 | 149,5          | 229,4     | 296,5  | 194,7   | - 41,4         | 47,7      | - 15,4 | - 88,0  |

Note : La position brute est calculée comme la moyenne des avoirs et des engagements de la position extérieure.

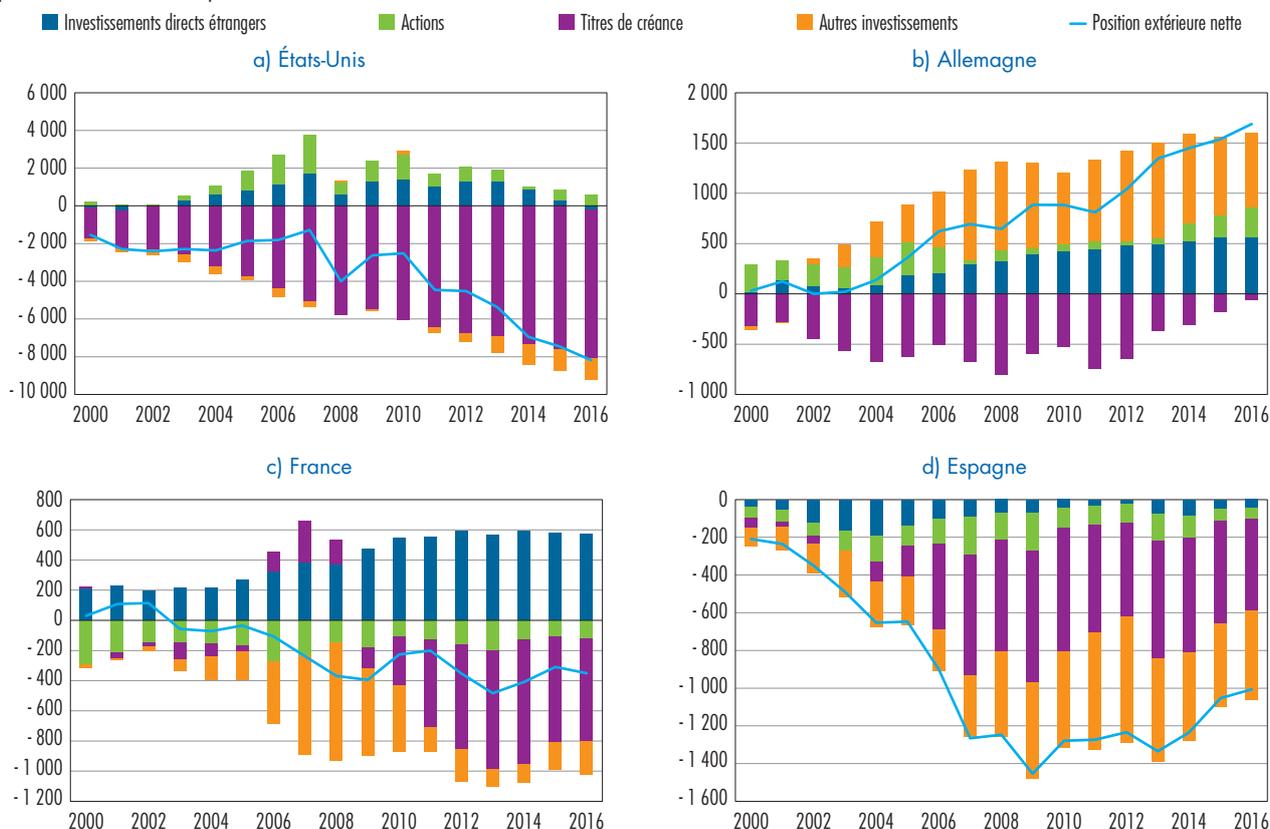
Sources : FMI (balance des paiements) et Banque mondiale.

<sup>2</sup> Les effets de valorisation sont déduits des stocks et des flux déclarés et sont donc résiduels. Par conséquent, les effets de valorisation pris en compte dans cet article représentent les variations imputables à la réévaluation des stocks, ainsi que les variations non prises en compte dans la catégorie « Autres variations » du compte financier. Malgré cette mise en garde, la question est moins sensible que dans la littérature sur les écarts de rendement (Curcu *et al.*, 2008, pour une vue d'ensemble), où il est difficile d'attribuer le total des « Autres variations » du compte financier à chaque classe spécifique d'actifs.



### G4 La position extérieure nette et ses composantes

(en milliards de dollars)



Note : La position extérieure nette totale représentée sur le graphique ne correspond pas au total des quatre composants car elle inclut d'autres postes plus mineurs.

Source : FMI (balance des paiements).

La composition des flux financiers bruts s'est considérablement modifiée au cours des dernières années. Lors de la période précédant la crise, la catégorie des « autres investissements » constituait l'essentiel des flux mondiaux (44 %), tandis qu'elle ne représente plus maintenant que 14 % environ. En revanche, alors que les IDE représentaient moins d'un quart du total des flux, ils en constituent désormais 48 %. Dans la catégorie des investissements de portefeuille, la part des titres de créance a chuté, revenant de deux tiers à la moitié environ, tandis que la part des actions a augmenté dans les mêmes proportions.

Pourquoi les positions financières ont-elles de l'importance ? D'une part, la taille et la composition des flux entraînent une accumulation des stocks, susceptible de générer ensuite d'importants effets de valorisation. D'autre part, les revenus du capital, en tant que composante du

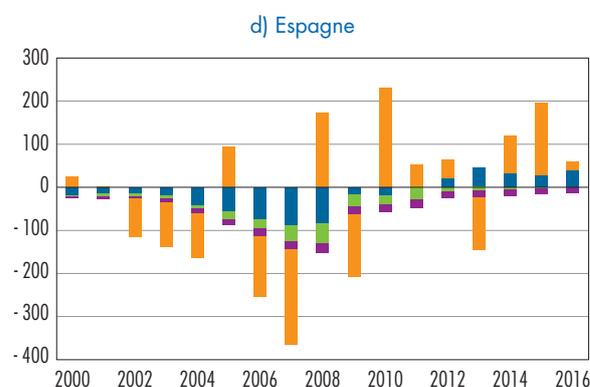
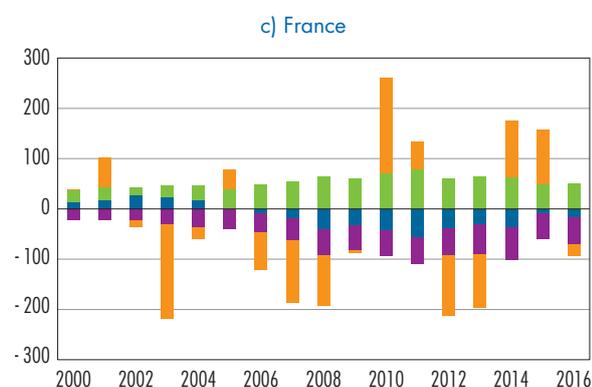
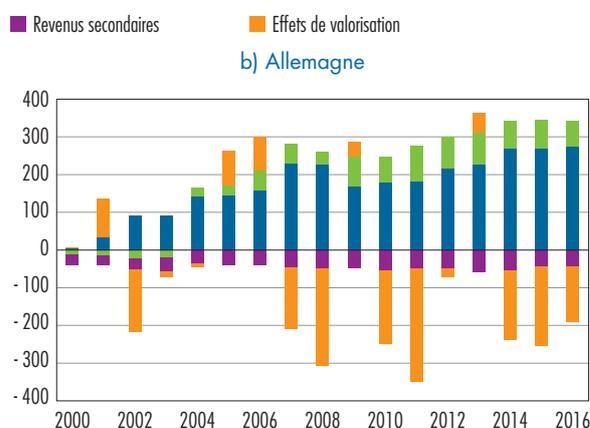
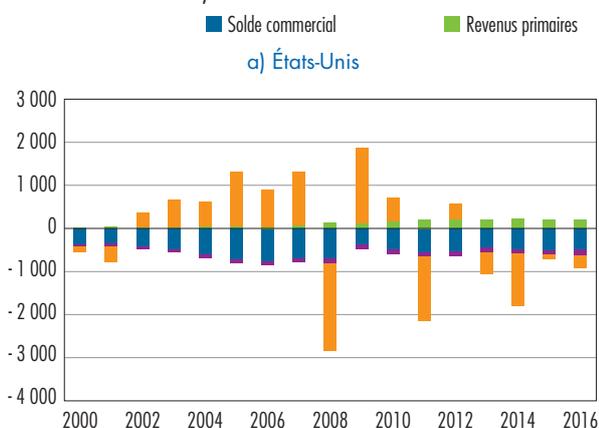
compte de transactions courantes, peuvent renforcer ou atténuer les déséquilibres de ce compte.

Dans le graphique 5, les variations annuelles de la position extérieure nette sont décomposées entre leurs facteurs : le solde commercial, les revenus primaires (découlant essentiellement des rendements de la position extérieure sous forme de paiements d'intérêts et de dividendes), les revenus secondaires (essentiellement des transferts personnels et des versements entre gouvernements) ainsi que les effets de valorisation, calculés comme un résidu. On remarque dans le graphique 5 que les effets de valorisation sont considérablement plus volatils que le solde commercial ou les flux de revenus : parfois ils atténuent les déséquilibres des comptes de transactions courantes et parfois ils les accentuent. Les mouvements des taux de change et ceux des prix des actifs entraînent des variations de la position



### G5 Les contributions aux variations de la position extérieure nette

(en milliards de dollars)



Sources : FMI (balance des paiements) et calculs Banque de France.

extérieure imputables aux effets de valorisation, mais leur influence respective peut être différente en fonction de la composition sous-jacente en devise et en portefeuille de chaque instrument financier. Quand la composition ou la structure de la devise diffère entre les avoirs et les engagements, tout mouvement des taux de change ou des prix des actifs entraînera d'importants effets de valorisation.

### Les flux de revenus : un rôle important dans la dynamique du compte de transactions courantes

Les positions brutes importantes et les différences dans la composition et les rendements des avoirs et des engagements extérieurs n'ont pas seulement de l'importance pour les effets de valorisation, mais elles affectent également (ce qui est plus important) la dynamique du compte de transactions courantes. Les revenus provenant des comportements d'investissements passés sont pris en

compte dans les revenus primaires. Étant donné l'importance des positions extérieures, les revenus financiers sont devenus plus importants pour les soldes des comptes de transactions courantes.

Dans le tableau 2, le ratio flux de revenus/flux commerciaux est présenté pour différentes années. Ce ratio a augmenté régulièrement entre 1975 et 2005,

### T2 Flux de revenus primaires

(en % des flux commerciaux)

|      | États-Unis | Allemagne | France | Espagne |
|------|------------|-----------|--------|---------|
| 1975 | 15,13      | 5,59      | 7,72   | 4,41    |
| 1985 | 23,98      | 7,78      | 17,62  | 7,61    |
| 1995 | 23,71      | 16,75     | 14,26  | 12,57   |
| 2005 | 30,87      | 19,37     | 26,22  | 17,57   |
| 2015 | 27,54      | 12,58     | 20,42  | 15,80   |

Notes : Somme des revenus reçus et versés/somme des exportations et des importations, en %.

Source : FMI (balance des paiements).



date à laquelle il atteignait 20 à 30% dans certains pays (Forbes *et al.*, 2017, font le même constat). Même si la crise financière mondiale et la faiblesse des taux d'intérêt ont quelque peu réduit ce ratio, les chiffres pour 2015 montrent que les flux de revenus demeurent importants. Ceci n'est pas surprenant, la crise financière de 2007-2009 ayant mis fin à l'expansion des positions brutes, sans toutefois conduire à leur réduction.

Les différences dans la composition des positions extérieures nettes ont leur importance dans la mesure où les différentes classes d'actifs ont des rendements différents. Ainsi, un pays qui emprunte en titres de créance et investit en actions peut obtenir des rendements constamment positifs sur ses actifs nets, puisque les rendements sur actions sont plus élevés à long terme que les rendements sur titres de créance (cf. la discussion sur le « privilège exorbitant » des États-Unis, documentée par Gourinchas et Rey, 2007, ainsi que le « devoir exorbitant », Gourinchas *et al.*, 2017). Lorsque les positions brutes sont élevées, ces flux de revenus jouent un rôle de plus en plus important, de même que la composition relative des avoirs et des engagements. En conséquence directe, les déséquilibres du compte de transactions courantes deviennent plus persistants.

Dans certains pays industrialisés, comme la France et les États-Unis, les flux de revenus sont largement entraînés par les rendements élevés des IDE. Selon la littérature (Curcuru *et al.*, 2008, 2013 ; Blanchard et Acalin, 2016 ; Lane et Milesi-Ferretti, 2017), les incitations visant à éviter l'impôt peuvent expliquer pourquoi les rendements des avoirs extérieurs détenus par les pays industrialisés sont considérablement plus élevés que les coûts de leurs engagements extérieurs<sup>3</sup>. Même si ces stratégies comptables ne modifient en rien la dynamique globale du compte de transactions courantes (la somme du solde commercial et des revenus nets des IDE restant identique), elles impliquent néanmoins que les flux générés dans les classes d'actifs restantes (actions, titres de créance et autres investissements) sont encore plus importants pour déterminer la dynamique du compte de transactions courantes.

### Conclusion

Les déséquilibres excessifs du compte de transactions courantes constituent depuis longtemps une préoccupation pour les autorités et présentent un intérêt particulier pour la coordination des politiques économiques. Ainsi, au niveau international, les déséquilibres mondiaux constituent une priorité pour le G20 depuis 2009. Le communiqué publié cette année-là déclarait que « les membres du G20 qui ont des déficits extérieurs durables et importants s'engagent à entreprendre des politiques soutenant l'épargne privée et à procéder à un assainissement budgétaire tout en maintenant des marchés ouverts et en renforçant les secteurs exportateurs », tandis que « les membres du G20 qui ont des excédents extérieurs durables et importants s'engagent à renforcer les moteurs intérieurs de la croissance ». Ce sujet demeure encore actuellement en tête de l'agenda du G20 : en effet, les déséquilibres persistants encouragent les comportements protectionnistes. De son côté, le FMI publie chaque année depuis 2012 son *Rapport pilote sur le secteur extérieur*, dans lequel ses services analysent les évolutions mondiales du secteur extérieur et fournissent des évaluations des positions extérieures des économies, par rapport à leurs fondamentaux macroéconomiques. Même si ces évaluations sont entourées d'une grande incertitude, cet exercice quantitatif est extrêmement utile pour formuler des recommandations en tenant compte des problèmes mondiaux. Par exemple, dans le rapport publié en 2017, le FMI note que « les déséquilibres excessifs des comptes de transactions courantes [...] représentaient environ un tiers du total des déséquilibres mondiaux en 2016 [...], bien que de plus en plus concentrés dans les économies avancées ».

En Europe, la procédure concernant les déséquilibres macroéconomiques (PDM) a été introduite en 2011 par la Commission européenne, au plus fort de la crise européenne, afin « de ralentir, de prévenir et de corriger l'apparition de déséquilibres qui pourraient nuire à la stabilité économique d'un pays de l'UE, de la zone euro ou de l'UE dans son ensemble ». À la différence du Pacte de stabilité et de croissance, qui se concentre

<sup>3</sup> Par exemple, l'optimisation fiscale a pour résultat que les entreprises déclarent leurs bénéfices à l'étranger plutôt que dans leur pays. 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. Dans le cas de la France, Vicard (2015) montre que la manipulation des prix de transfert aurait aggravé le déficit commercial de 9,6% en 2008.



uniquement sur la politique budgétaire, la PDM couvre un champ d'action plus large grâce à son approche multidimensionnelle et elle comporte des mesures discrétionnaires permettant d'évaluer les déséquilibres, ce qui entraîne également de grandes incertitudes à cet égard. Lorsqu'un pays est identifié comme ayant des déséquilibres excessifs, il est soumis à un suivi renforcé (procédure pour déséquilibre excessif – PDE) et peut également faire l'objet de sanctions.

Cette analyse suggère que la surveillance des déséquilibres mondiaux doit davantage mettre l'accent sur leur financement. Même si d'importantes mesures peuvent être prises pour réduire les soldes commerciaux (parfois à un coût élevé), le mode de financement de ces déficits des transactions courantes continue d'influer sur les déséquilibres actuels et futurs des comptes de

transactions courantes, limitant ainsi l'efficacité d'un rééquilibrage de la demande. Par ailleurs, la hausse des déséquilibres des positions extérieures pourraient avoir des implications négatives pour la stabilité financière (Alberola-Ila *et al.*, 2018). Il convient donc non seulement de se préoccuper des positions nettes en tant que telles, mais également des positions brutes trop élevées, facteurs déstabilisants pour la dynamique des comptes courants, par le biais des flux de revenus ainsi créés. Cela implique i) une surveillance plus détaillée des types de flux financiers qui financent les déséquilibres des comptes de transactions courantes; ii) un suivi attentif des contributions relatives des flux d'IDE, d'actions, de titres de créance et des flux bancaires à l'accumulation des déséquilibres extérieurs et iii) une vigilance accrue en matière d'exposition au risque de change, pour les avoirs comme pour les engagements.



### Bibliographie

Alberola-Illa (E.), Estrada (Á.) et Viani (F.) (2018)

« Global imbalances from a stock perspective. The asymmetry between creditors and debtors », *Working papers*, n° 707, Banque des règlements internationaux.

Berthou (A.) et Dhyne (E.) (2018)

« Mouvements de taux de change, exportations des entreprises et hétérogénéité » (en anglais), *Documents de travail*, n° 660, Banque de France.

[Télécharger le document](#)

Blanchard (O.) et Acalin (J.) (2016)

« What does measured FDI actually measure? », *Policy Brief*, n° 16-17, Peterson Institute for International Economics, octobre.

Bussière (M.) et Fratzscher (M.) (2006)

« Towards a new early warning system of financial crises », *Journal of International Money and Finance*, vol. 25, n° 6, Elsevier, p. 953-973.

Bussière (M.), Gaulier (G.) et Steingress (W.) (2016)

« Flux commerciaux internationaux : un réexamen des élasticités taux de change » (en anglais), *Documents de travail*, n° 608, Banque de France.

[Télécharger le document](#)

Curcuru (S. E.), Dvorak (T.) et Warnock (F. E.) (2008)

« Cross-border returns differentials », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 123, n° 4, Oxford University Press, p. 1495-1530.

Curcuru (S. E.), Thomas (C.) et Warnock (F. E.) (2013)

« On returns differentials », *Journal of International Money and Finance*, vol. 36, Elsevier, p. 1-25.

Forbes (K.), Hjortsoe (I.) et Nenova (T.) (2017)

« Current account deficits during heightened risk: Menacing or mitigating? », *Economic Journal*, vol. 127, n° 601, Royal Economic Society, p. 571-623.

Gourinchas (P.-O.) et Obstfeld (M.) (2012)

« Stories of the Twentieth century for the Twenty-First », *American Economic Journal : Macroeconomics*, vol. 4, n° 1, American Economic Association, p. 226-265.

Gourinchas (P.-O.) et Rey (H.) (2007)

« From world banker to world venture capitalist: U.S. external adjustment and the exorbitant privilege » dans *G7 current account imbalances: sustainability and adjustment*, *NBER chapters*, National Bureau of Economic Research, p. 11-66.

Gourinchas (P.-O.), Rey (H.) et Govillot (N.) (2017)

« Exorbitant privilege and exorbitant duty », mimeo.

Lane (P. R.) et McQuade (P.) (2014)

« Domestic credit growth and international capital flows », *Scandinavian Journal of Economics*, vol. 116, n° 1, Wiley Blackwell, p. 218-252, janvier.

Lane (P. R.) et Milesi-Ferretti (G. M.) (2017)

« International financial integration in the aftermath of the global financial crisis », *IMF Working Papers*, n° 17/115, Fonds monétaire international.

Milesi-Ferretti (G. M.) et Razin (A.) (2000)

« Current account reversals and currency crises: empirical regularities », *NBER Chapters*, National Bureau of Economic Research, p. 285-323.

Obstfeld (M.) et Rogoff (K. S.) (2001)

« The six major puzzles in international macroeconomics: is there a common cause? », *NBER Macroeconomics Annual 2000*, vol. 15, National Bureau of Economic Research, p. 339-412.

Obstfeld (M.) et Rogoff (K. S.) (2005)

« Global current account imbalances and exchange rate adjustments », *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 36, n° 1, p. 67-146, The Brookings Institution.

Obstfeld (M.) et Rogoff (K. S.) (2007)

« The unsustainable U.S. current account position revisited » dans *G7 current account imbalances: sustainability and adjustment*, *NBER Chapters*, National Bureau of Economic Research, p. 339-376.



Pappadà (F.) (2015)

« L'ajustement externe de la zone euro et les variations du taux de change réel : le rôle de la distribution de la productivité des entreprises », *Rue de la Banque*, n° 15, Banque de France, décembre.

[Télécharger le document](#)

Vicard (V.) (2015)

« Prix de transfert et localisation des bénéfices des multinationales : une analyse sur les données de commerce des entreprises françaises » (en anglais), *Documents de travail*, n° 555, Banque de France.

[Télécharger le document](#)



### Annexe

## Balance des paiements et évolution de la position extérieure

(N.B. Les acronymes anglais sont utilisés à des fins de cohérence avec le corps du texte.)

La balance des paiements enregistre les transactions transfrontières entre résidents et non-résidents. L'identité de la balance des paiements constate que

$$CA = KA + FA + R$$

où  $CA$  représente le compte de transactions courantes,  $KA$  le compte de capital,  $FA$  le compte financier et  $R$  la variation des avoirs de réserve. Le compte de transactions courantes est la somme du solde commercial  $TB$  (exportations moins importations) et des revenus nets  $INC$  (revenus à recevoir moins revenus à payer) :

$$CA = TB + INC$$

La contrepartie financière des flux du compte de transactions courantes est enregistrée dans le compte financier (sorties moins entrées), le compte de capital (qui est négligeable) et les variations des avoirs de réserve. Le compte financier est divisé entre les différents types d'instruments financiers : i) les investissements directs à l'étranger, ii) les investissements de portefeuille en actions, iii) les investissements de portefeuille en titres de créance, iv) les autres investissements (qui comprennent les flux bancaires) et v) les instruments financiers dérivés.

Le compte financier inclut également les erreurs et omissions (autres variations –  $OC$ ).

Les mêmes catégories fonctionnelles se retrouvent dans la position extérieure nette, qui enregistre le stock d'avoirs extérieurs nets détenus par les résidents. La position extérieure nette ( $NIIP$ ) varie à cause du compte de transactions courantes ( $CA$ ) et des effets de valorisation ( $VAL$ ), qui résultent de la réévaluation des stocks accumulés précédemment en termes de prix de marché et de taux de change actuels :

$$NIIP_t - NIIP_{t-1} = CA_t + VAL_t = TB_t + INC_t + VAL_t$$

Étant donné l'identité de la balance des paiements, on peut également exprimer l'évolution de la position extérieure nette en termes de contribution des sorties nettes de chaque classe d'actifs  $k$ . En supposant que les variations des avoirs de réserves et du compte de capital sont très faibles, ( $KA = R = 0$ ), cela revient à :

$$NIIP_t - NIIP_{t-1} = \sum_k FF_t^k + OC_t + VAL_t$$

où  $FF$  représente l'acquisition nette d'actifs financiers de catégorie  $k$ .

#### Éditeur

Banque de France

#### Secrétaire de rédaction

Jean-Luc Bontems

#### Directeur de la publication

Gilles Vayssset

#### Réalisation

Studio Création

Direction de la Communication

#### Rédaction en chef

Céline Mistretta-Belna

ISSN 1952-4382

Pour vous abonner aux publications de la Banque de France

<https://publications.banque-france.fr/>

Rubrique « Abonnement »

