

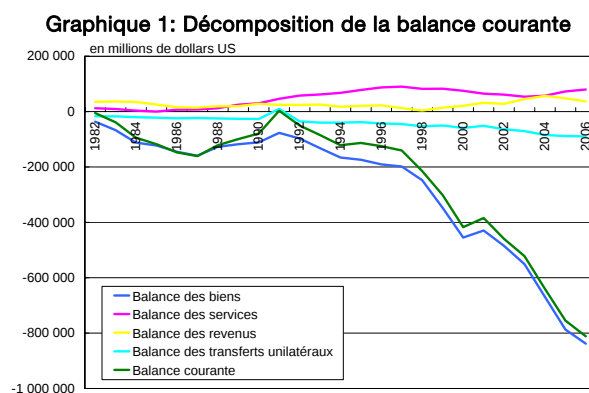
ANALYSE

Réalités et apparences du déficit extérieur américain

Le déficit de la balance courante américaine est d'une ampleur moindre qu'il n'y paraît. Il est de surcroît à l'origine d'un processus de création de valeur qui en limite très fortement l'impact potentiellement négatif sur la richesse américaine. En conséquence, les forces de rappel auto-correctrices que suggèrent les approches économiques traditionnelles ont moins de chances de se produire à long terme.

Pourquoi l'économie la plus compétitive du monde perd-elle tant de parts de marché ? La nation à la « frontière technologique », dotée des meilleures universités du monde, capable de développer les objets et les services parmi les plus innovants ne semble plus en mesure de s'affirmer dans le jeu du commerce international, à tel point que depuis la fin des années 1980, le solde courant américain s'est continuellement dégradé. Il accusait en 2006 un déficit de plus de 800 milliards de dollars, soit environ 6 % du produit intérieur brut (PIB) (*graphique 1*). Il en résulte que, depuis 25 ans, la position extérieure nette¹ des États-Unis s'est elle aussi détériorée, passant de +10 % du PIB en 1983 à -20 % fin 2006. **L'inquiétude croissante que suscite le déficit extérieur américain a donné lieu à une importante littérature sur la soutenabilité des déséquilibres actuels.** En effet, il est difficile de comprendre pourquoi les investisseurs étrangers sont à ce point attirés par les actifs en dollars alors qu'une dépréciation forte du dollar semble inévitable. Dooley, Folkerts-Laudau et Garber ont parlé en 2003 d'un Bretton Woods II² en affirmant que les banques centrales considéraient toujours, mais désormais de façon irrationnelle, le dollar comme la seule monnaie de réserve. De nombreux articles s'interrogent d'ailleurs non pas sur la dépréciation en soi, mais sur la vitesse à laquelle elle pourrait survenir³.

La prise en compte de la spécificité des stratégies des firmes américaines pour capter la demande étrangère et créer de la valeur permet d'éclairer ce paradoxe apparent d'une économie à la fois compétitive et en perte de vitesse dans ses échanges extérieurs. Les pertes de parts de marché américaines, le déficit courant et l'endettement net associés ont une ampleur bien moins forte qu'il n'y paraît.



Source : Bureau of economic analysis

¹ La position extérieure nette est calculée comme la différence entre la valeur des actifs détenus à l'étranger par des Américains et la valeur des actifs détenus aux États-Unis par des étrangers.

² Dooley M., Folkerts-Laudau D. et Garber P., « An essay on the revived Bretton Woods system », NBER Working Paper, n° 9971, 2003.

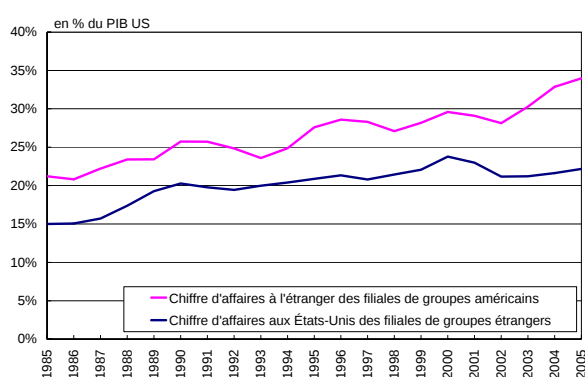
³ Voir par exemple Krugman P., « Will there be a dollar crisis ? », *Economic Policy*, p. 435-467, juillet 2007.

Les stratégies de firme expliquent en partie l'aggravation et la persistance du déficit américain

Le déséquilibre extérieur des États-Unis est principalement dû à l'aggravation du déficit commercial. **Mais l'ampleur du déploiement international des firmes multinationales depuis 20 ans conduit à reconsidérer ce phénomène.** Celles-ci ne se contentent pas de vendre leurs produits dans le monde entier, elles produisent aussi dans le monde entier, captant la demande étrangère du fait de la délocalisation d'une partie des chaînes de production. Ainsi, **le chiffre d'affaires des filiales à l'étranger des groupes américains est passé de 21 % du PIB en 1985 à près de 35 % en 2005** alors que dans le même temps le chiffre d'affaires aux États-Unis des filiales de groupes étrangers ne progressait que de 7 points en pourcentage du PIB (*graphique 2*). Des productions *in situ* se substituent donc à des exportations depuis le pays d'origine, dégradant en apparence les parts de marché américaines. **Aujourd'hui, environ 30 % des échanges des États-Unis avec le reste du monde sont intrafirmes**, concernant des échanges de produits intermédiaires ou finis entre des entreprises appartenant à un même groupe.

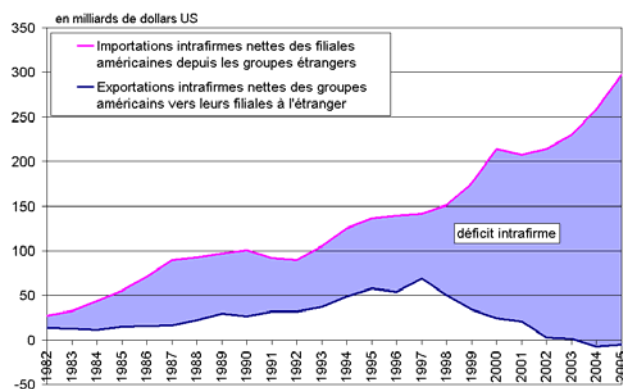
L'emploi et l'investissement des multinationales américaines demeurent localisés à 70 % aux États-Unis, ne se dégradant que très graduellement, de 10 points en 20 ans. **Mais cette relative stabilité recouvre une forte asymétrie entre les groupes américains et les groupes étrangers résidant outre-Atlantique, qui explique une large part de la dégradation du déficit américain.** En effet, l'organisation traditionnelle des multinationales est d'avoir un centre productif dans le pays parent et d'organiser les exportations vers le reste du monde, notamment par l'intermédiaire des filiales à l'étranger. Si l'on observe que les groupes étrangers sont bien des exportateurs nets vers leurs filiales américaines (augmentant de la sorte les importations américaines), on remarque une rupture de tendance brutale pour les groupes américains en 1997. En effet, **alors qu'ils exportaient de plus en plus vers leurs filiales à l'étranger, les flux s'inversent à partir de 1997, si bien que depuis 2003 les groupes américains importent plus de leurs filiales qu'ils n'exportent vers elles.** Il en résulte que près de 45 % du déficit américain proviennent des échanges intrafirmes (*graphique 3*).

Graphique 2 : Chiffre d'affaires des filiales des groupes américains et étrangers en % du PIB des États-Unis



Source : Bureau of economic analysis

Graphique 3 : Échanges intrafirmes



Source : Bureau of economic analysis

Cette asymétrie entre les activités des filiales étrangères de groupes américains et les filiales américaines de groupes étrangers est décisive pour comprendre la dégradation du déficit américain et sa nature quasi « organique ». **Les premières sont des entreprises de production, créant de la valeur sur place, tandis que les secondes sont principalement des bureaux commerciaux se contentant de vendre les produits finis qu'ils importent des sociétés mères.**

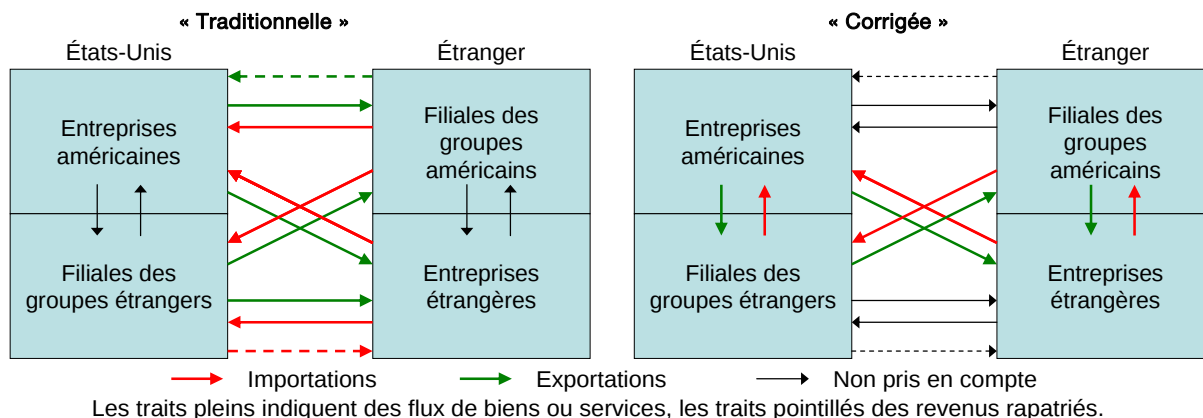
Reconsidérer l'ampleur du déficit américain

L'importance du phénomène décrit ci-dessus peut être saisie en **recalculant une balance commerciale « corrigée », se dégageant de la vision traditionnelle purement géographique des échanges et insistant sur la propriété des entreprises.** Le *Bureau of economic analysis* fournit depuis plusieurs années un *ownership-based framework of the U.S. current account*⁴ qui sert de base aux estimations ci-après. **L'idée centrale est de ne pas compter les échanges intrafirmes comme des importations ou des exportations, mais de compter comme exportations les ventes locales de filiales de groupes américains à l'étranger et comme importations les achats qu'elles réalisent sur place.** À l'inverse, les ventes effectuées par des filiales de groupes étrangers à des américains sont comptabilisées comme des importations pour

⁴ <http://www.bea.gov/international/index.htm>

les États-Unis, tandis que les achats qu'elles effectuent sur place sont des exportations. Le schéma suivant tente de représenter simplement le retraitement effectué⁵ :

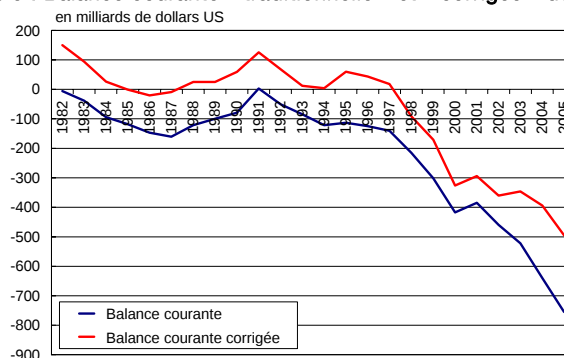
Graphique 4 : Représentation des échanges entre les États-Unis et le reste du monde



Source : auteurs

Le graphique 5 ci-dessous montre que l'effet du retraitement est particulièrement important puisqu'il conduit **diminuer de plus d'un tiers le déficit courant américain**.

Graphique 5 : Balance courante « traditionnelle » et « corrigée » des États-Unis



Source : Bureau of economic analysis

Si, sur le plan comptable, la principale correction vient de la soustraction du déficit intra-firme (voir *graphique 3*) à la balance commerciale, il est important de bien comprendre l'importance du retraitement effectué sur les comptes des filiales. En effet, le calcul prend en compte la totalité des biens et services achetés et vendus sur place. **Que l'effet soit positif pour les États-Unis montre que malgré les pertes de parts de marché dans le commerce international, la part des biens fabriqués par des entreprises américaines est restée beaucoup plus stable que ne le laissent présager les chiffres du commerce international.**

L'interprétation la plus commune du déséquilibre⁶ courant insiste sur l'importance de la demande intérieure américaine, soutenue à la fois par les ménages (leur taux d'épargne était de 0,4 % en 2007), les entreprises (l'investissement non résidentiel à 10,7 % du PIB en 2007) et la dépense publique (déficit budgétaire américain de 2,6 % du PIB en 2006)⁷. L'excès d'épargne et les politiques de change administrées dans les pays émergents (notamment en Chine) ont jusqu'à présent permis aux États-Unis de financer ce déficit et aux pays émergents d'accumuler des dollars. La théorie classique de l'économie internationale enseigne qu'un fort déficit commercial aurait dû conduire à une dépréciation du dollar, ce qui aurait favorisé les entreprises exportatrices et diminué la demande de biens importés, stabilisant ainsi la balance commerciale. Pourtant, les prédictions des économistes d'une remontée du taux d'épargne des ménages et d'une forte dépréciation du dollar ne se sont que récemment réalisées. Elles butteraient sur un paradoxe puisque la théorie économique enseigne aussi que l'équilibre de long terme des taux de change est dicté par les parités de pouvoir d'achat. Étant donné le niveau actuel du dollar, on devrait donc assister à une réappréciation du dollar à long terme.

⁵ Les données disponibles ne permettent pas de mener le calcul précis jusqu'au bout. En effet, on ne dispose que des ventes « affiliate », entre un groupe et les filiales de ce même groupe. On ne peut donc pas corriger des échanges transfrontaliers entre deux groupes de la même nationalité. On dispose aussi des flux croisés entre les filiales d'un même groupe, même localement.

⁶ Voir par exemple Potier L. et Saint-Guilhem A., « Scénario d'ajustement du solde courant américain : une évaluation avec différentes calibrations de NiGEM », *Bulletin de la Banque de France*, n° 153, septembre 2006.

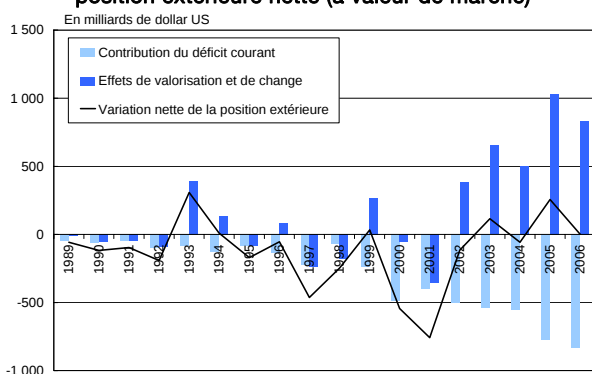
⁷ Selon les estimations, un point de PIB de déficit budgétaire creuse le déficit courant de 0,2 à 1 point de PIB, avec en général des effets compris entre 0,2 et 0,5 point (pour plus de détails, cf. *ibid.*, Potier et Saint-Guilhem).

Ce paradoxe est moins surprenant qu'il n'y paraît, une fois pris en compte le fait que les déficits proviennent en grande part des échanges intrafirmes qui ne sont pas gouvernés par les lois traditionnelles du commerce international. Ces échanges ne sont pas effectués seulement en vue des recettes générées par la vente (dont le prix est en partie arbitraire puisqu'il n'y a pas de marché tant qu'on reste à l'intérieur du périmètre d'une entreprise), mais aussi en vue de la valeur qui sera créée par la filiale sur son marché local. Si l'on tient compte aussi de la demande énergétique, peu sensible aux prix, on comprend mieux pourquoi les mécanismes d'ajustement des déséquilibres par les taux de change semblent grippés. La majorité des échanges extérieurs des États-Unis sont soit des échanges hors marché (intrafirmes) soit des échanges très peu flexibles.

Le déficit, comme levier pour créer de la valeur ?

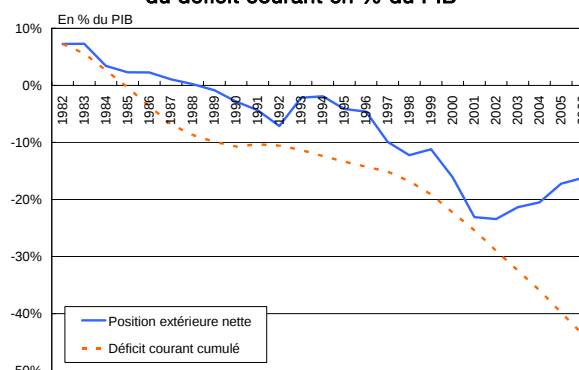
En réalité, le compte courant ne donne qu'une vision partielle des transferts de richesse entre les États-Unis et le reste du monde. En effet, au-delà des échanges de biens et de services ou des transferts de revenus, les variations de prix des actifs étrangers détenus sont devenues primordiales pour étudier les mouvements de la position extérieure. Le *graphique 6* montre la décomposition de la variation de la position extérieure nette des États-Unis (différence entre la valeur des actifs détenus à l'étranger par des Américains et la valeur des actifs détenus aux États-Unis par des étrangers). On observe que, depuis 2002, un « effet valeur » compense le déficit courant. Celui-ci se décompose pour un tiers en un effet de change (une dépréciation du dollar augmentant le prix des actifs libellés en devises) et pour deux tiers en un **effet de valorisation du prix des actifs (les actifs étrangers détenus par les Américains gagnant plus de valeur que les actifs américains détenus par des étrangers, hors taux de change)**.

Graphique 6 : Décomposition de la variation de la position extérieure nette (à valeur de marché)



Source : Bureau of economic analysis

Graphique 7 : Position extérieure nette et cumul du déficit courant en % du PIB



Source : Bureau of economic analysis

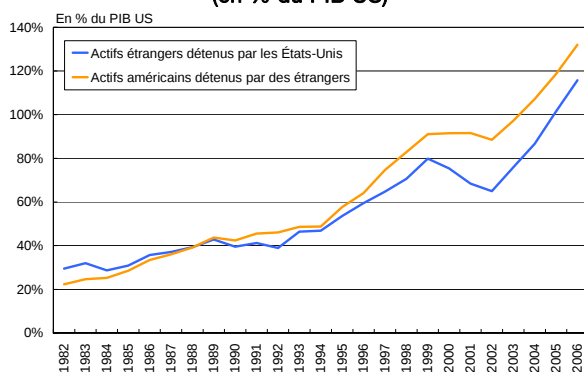
Ces effets de valorisation ne sont pas comptabilisés dans la balance des paiements puisqu'ils ne donnent pas lieu à des flux réels de marchandises ou de capitaux, mais s'ils n'avaient pas existé, la position extérieure nette des États-Unis serait de - 45 % du PIB et non de - 16 % (*graphique 7*). Leur importance vient de l'accumulation par les États-Unis d'un stock croissant d'actifs étrangers. **En effet, ce stock est passé de 30 % du PIB à 116 % du PIB entre 1982 et 2006 (*graphique 8*).** Il en résulte que **de faibles effets de valorisation engendrent des variations de richesse qui compensent le besoin de financement issu des échanges courants.**

La très forte asymétrie en termes de risque et de rendement potentiel de l'actif et du passif américain auprès du reste du monde explique la stabilisation de la position extérieure américaine depuis 2001⁸. La part des investissements directs étrangers (IDE) et des actions est de plus de 60 % pour les États-Unis contre seulement 35 % pour le reste du monde (*graphique 9*). Comme les rendements des actifs risqués tels que les IDE et les actions sont plus élevés que les rendements des obligations ou des bons du Trésor, **les États-Unis ont un coût global nul de leur position extérieure bien qu'elle soit largement déficitaire.**

Comme l'ont affirmé Gourinchas et Rey⁹, les États-Unis sont progressivement passés du statut de **banquier du monde**, qu'ils occupaient dans l'après-guerre, à celui de **venture capitalist**. Autrement dit, loin de vivre sur la rente des capitaux accumulés, ils investissent dans des actifs risqués et les gèrent activement pour créer de la valeur.

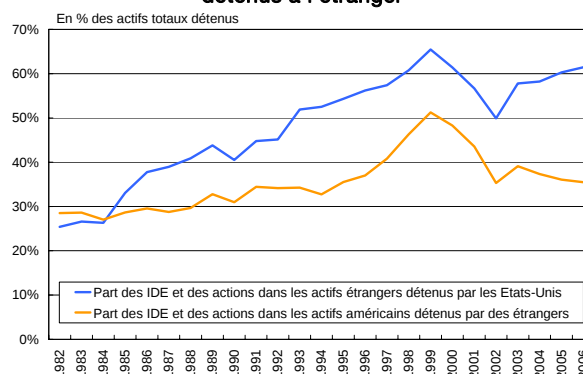
⁸ Brender A. et Pisani F., *Les déséquilibres financiers internationaux*, La Découverte, coll. Repères, 2007. Les auteurs chiffrent à 1,5 point l'écart entre le rendement de l'actif et du passif américain en 2006, hors plus-value et à 3,5 points sur le périmètre des investissements directs.

⁹ Gourinchas P.O. et Rey H., « From world banker to world venture capitalist : U.S. external adjustment: the exorbitant privilege », dans R. Clarida (ed.), *G7 Current Account Imbalances: Sustainability and Adjustment*, The University of Chicago Press, 2007, p. 11-55.

**Graphique 8 : Stock d'actifs détenus à l'étranger
(en % du PIB US)**

Note : Les actifs sont évalués à leur valeur de marché.

Source : Bureau of economic analysis

**Graphique 9 : Part des IDE et des actions dans les actifs
détenus à l'étranger**

Source : Bureau of economic analysis

La spécificité de l'investissement direct à l'étranger réside dans la capacité des groupes à échanger des savoir-faire et des technologies. Une multinationale américaine qui investit à l'étranger exporte non seulement des capitaux mais aussi les innovations scientifiques et intellectuelles produites aux États-Unis. De même, quand un PDG décide de la stratégie de son groupe, il produit une prestation immatérielle non facturée, qui peut s'apparenter à une exportation de services vers les filiales. L'essor des cabinets de conseil en stratégie montre que ce type de services a une valeur potentiellement très élevée. Ces transferts n'apparaissent souvent pas dans la balance des paiements car ils sont immatériels et non facturés. Hausmann et Sturzenegger (2007)¹⁰ ont estimé à 43 % du PIB le stock de ce qu'ils dénomment « **matière noire** » (*dark matter*), c'est-à-dire l'ensemble de ces actifs qui n'apparaissent pas dans les comptes nationaux, et *a fortiori* pas dans la balance des paiements, mais qu'il faudrait prendre en compte pour expliquer les flux de revenus observés.

Témoignant de cette création de valeur, on observe singulièrement que la position extérieure nette s'est fortement améliorée, passant de -23,4 % du PIB à -16,2 % depuis 2001 (*graphique 7*) et ce en dépit de la dégradation continue de la balance courante¹¹. **Il semble donc, bien que les États-Unis continuent de s'endetter auprès du reste du monde à un rythme allant s'accroissant, qu'ils ne se sont pas pour autant appauvris.**

Ceci pourrait sembler paradoxal puisque la position extérieure résulte normalement de la somme des flux financiers de la balance des paiements, mais l'analyse des effets de valorisation décrits ci-dessus permet de comprendre le mécanisme. La prise en compte du processus d'accumulation du stock d'actifs à l'étranger semble donc primordiale pour apprécier la soutenabilité du déficit américain.

*
* *

En définitive, le changement d'optique proposé ici, tenant compte de la nationalité de l'entreprise, tend à modérer l'ampleur du déficit de la balance courante américaine et la portée qu'on lui prête sur la base d'une analyse conventionnelle. **La nature « organique » du déficit américain** amène en particulier à **tempérer le discours sur l'insoutenabilité du déséquilibre, dans la mesure où il résulte principalement de choix stratégiques de firmes** qui captent la demande étrangère par une production sur place au détriment des exportations directes. Cette considération réduit la probabilité d'une résorption complète des déséquilibres par un mécanisme auto-correcteur spontané lié à la dépréciation du taux de change. Cette absence de rééquilibrage par le marché tend probablement à renforcer le caractère persistant du mouvement de dépréciation du dollar vis-à-vis de l'euro. Inversement, les analyses précédentes peuvent, en fonction de travaux ultérieurs appliqués à la France, conduire à **relativiser** dans une certaine mesure **les déficits de son commerce extérieur, qui reflètent sans doute également une stratégie des firmes comparable à celles de leurs concurrentes américaines.**

> Clément Schaff, Olivier Passet, Killian Lemoine,
Département des affaires économiques et financières

¹⁰ Hausmann R. et Sturzenegger F., « Dark matter and international imbalances », *Economic Policy*, juillet 2007.

¹¹ Il existe plusieurs évaluations de la valeur des investissements directs, ce qui modifie légèrement le calcul de la position extérieure. Lorsque l'on retient la valeur au prix courant des IDE, (*i.e.* à leur valeur comptable), la position extérieure est stable à moins 20 % depuis 2001.