

Quelle logique derrière les déséquilibres des balances courantes ?

Les excédents ou déficits de la balance courante peuvent dépendre :

- de la situation démographique ; les pays plus jeunes normalement accumulent des actifs extérieurs, donc ont des excédents de leur balance courante ; les pays plus vieux, utilisent leurs actifs extérieurs pour consommer, donc ont des déficits courants ;
- du niveau de revenu ; on s'attend normalement à ce que le capital se déplace des pays à revenu élevé vers les pays à revenu faible, où la productivité marginale du capital est d'habitude supposée être plus forte, donc que les pays plus riches aient des excédents de balance courante et les pays les plus pauvres des déficits ;
- du progrès technique, de l'effort d'innovation, donc de la rentabilité du capital ; il est possible qu'en réalité, des pays riches aient une rentabilité du capital plus forte que des pays plus pauvres, parce qu'ils innoveraient beaucoup, et donc qu'ils aient des déficits de balance courante (qu'ils importent du capital). Le cas de la Chine est intéressant : malgré un effort très important d'innovation, la rentabilité du capital des entreprises y est assez faible.

Nous comparons les situations des Etats-Unis (qui ont un déficit extérieur), de la zone euro (qui a un excédent extérieur), du Japon et de la Chine (qui ont aussi des excédents extérieurs).

La démographie ne peut pas expliquer cette configuration des balances courantes, puisque le vieillissement démographique est plus marqué au Japon et en Chine que dans la zone euro ou aux Etats-Unis, donc le Japon et la Chine devraient avoir des déficits de leur balance courante si la démographie était le facteur explicatif des soldes des balances courantes.

Le niveau de revenu n'est pas non plus une variable explicative pertinente, puisque le Japon et la Chine ont un revenu par habitant inférieur à celui de la zone euro et des Etats-Unis, donc, si le revenu par habitant était la bonne variable explicative, le Japon et la Chine devraient avoir un déficit extérieur.

La seule explication qui semble pertinente de la situation des balances courantes (et des flux de capitaux internationaux) est donc la rentabilité du capital, qui est nettement plus élevée aux Etats-Unis que dans les autres pays. Une remise en cause de cette supériorité des Etats-Unis amènerait une crise majeure puisque les Etats-Unis ne pourraient plus financer leur déficit de balance courante ou leur endettement extérieur net.

Patrick Artus

Conseiller économique senior

patrick.artus-ext@ossiam.com

✕ @PatrickArtus

in Patrick Artus

Isabelle Gravet

Assistante de recherche

isabelle.gravet-ext@ossiam.com

Communication marketing : ce document n'a pas été élaboré selon les dispositions réglementaires visant à promouvoir l'indépendance des analyses financières et ses auteurs ne sont pas soumis à l'interdiction d'effectuer des transactions sur l'instrument concerné avant la diffusion de la communication.

D'où peuvent venir les excédents ou déficits de la balance courante ?

Rappelons que la balance courante est la somme de la balance des biens et services et de la balance des échanges de revenus entre le pays et le reste du monde. Le solde de la balance courante est identique à l'écart entre l'épargne et l'investissement (un pays qui a un excédent de sa balance courante a un excès de l'épargne sur l'investissement égal à l'excédent courant).

La situation de la balance courante dépend en théorie :

1. **de la situation démographique.** Les pays les plus jeunes normalement accumulent des actifs extérieurs pour préparer le moment dans le futur où leur population vieillira, donc ils ont en principe des excédents de leur balance courante. A l'opposé, les pays où le vieillissement démographique est déjà très présent utilisent leurs actifs extérieurs pour soutenir leur consommation, ont donc normalement des déficits de leur balance courante.
2. **du niveau de revenu par tête.** On s'attend normalement à ce que le capital se déplace des pays à revenu par tête élevé vers les pays à revenu par tête plus faible, avec l'hypothèse que la productivité marginale du capital est décroissante avec le niveau de revenu. Cela implique que les pays les plus riches ont normalement des excédents de leur balance courante, les pays les plus pauvres des déficits de leur balance courante.
3. **du progrès technique, de l'effort d'innovation donc de la rentabilité du capital.** Il est possible que les pays riches aient une rentabilité du capital plus forte que les pays pauvres, ce qui est l'inverse de ce qu'implique la décroissance de la productivité marginale du capital avec le niveau de revenu, parce que les pays riches innovent beaucoup, attirent les chercheurs depuis le reste du monde. Cela implique que les pays riches attirent du capital depuis les pays les plus pauvres, et qu'ils ont donc des déficits de balance courante alors que les pays pauvres exportent du capital et ont des excédents de leur balance courante.

Le **Tableau** ci-dessous résume ces **trois théories explicatives possibles de la situation des balances courantes**.

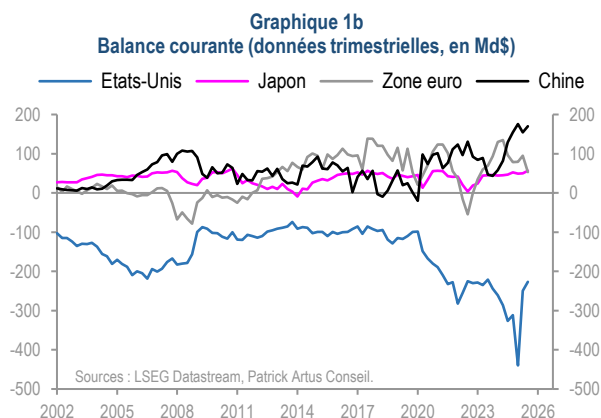
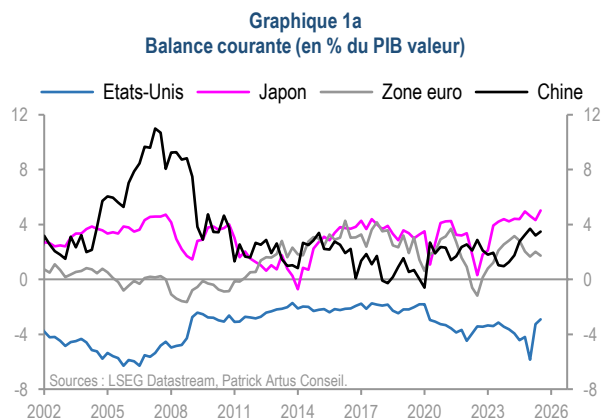
Explications possibles des déficits ou excédents de la balance courante

Théorie 1 : démographie	
Pays jeune : accumulation d'actifs extérieurs ; excédent de la balance courante	
Pays vieux : utilisation des actifs extérieurs accumulés ; déficit de la balance courante	
Théorie 2 : niveau de revenus par tête	
Pays riche : productivité marginale du capital faible ; sorties de capitaux ; excédents de la balance courante	
Pays pauvre : productivité marginale du capital élevée ; entrées de capitaux ; déficit de la balance courante	
Théorie 3 : progrès technique, rentabilité du capital	
Pays innovant : rentabilité du capital forte ; entrées de capitaux et déficit de la balance courante	
Pays peu innovant : rentabilité du capital faible ; sorties de capitaux et excédent de la balance courante	

Quelle théorie s'applique le mieux aux cas des Etats-Unis, de la zone euro, du Japon et de la Chine ?

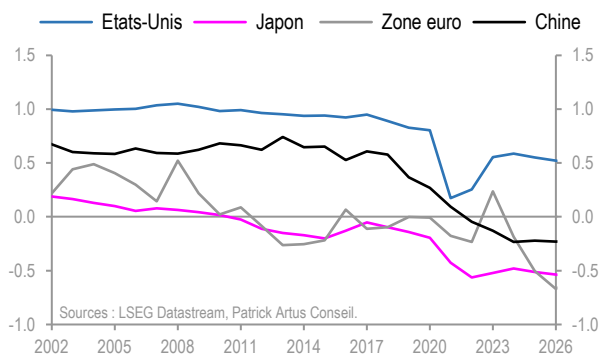
1- Explication liée à la démographie

Les Etats-Unis ont un déficit chronique de leur balance courante, la zone euro, le Japon et la Chine des excédents chroniques de leur balance courante (Graphiques 1a/b).

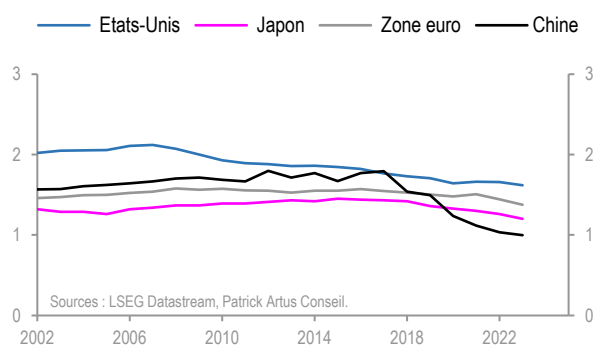


Le vieillissement démographique est nettement plus avancé au Japon et en Chine qu'aux Etats-Unis ou dans la zone euro (Graphiques 2a/b).

Graphique 2a
Population totale (évolution annuelle, en %)



Graphique 2b
Taux de fécondité (nombre de naissances par femme)

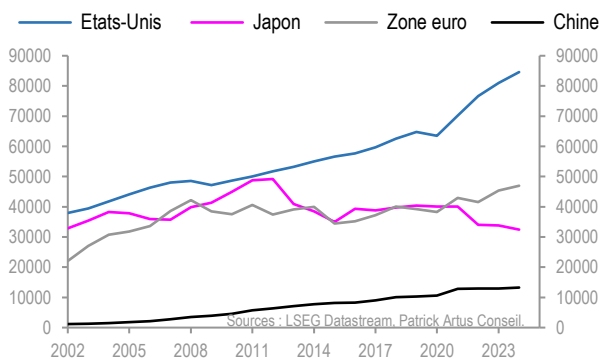


Si la démographie était le facteur déterminant de l'explication des soldes des balances courantes, on devrait observer un excédent extérieur aux États-Unis et dans la zone euro, un déficit extérieur en Chine et au Japon, ce qui n'est pas du tout ce qu'on observe.

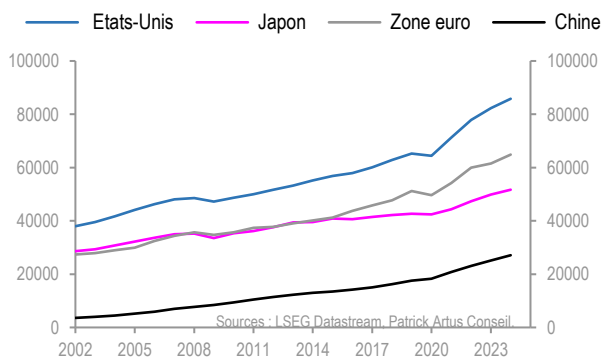
2- Explication liée au niveau de revenu par habitant

Le Graphique 3a montre le PIB en dollars par habitant dans les quatre pays (États-Unis, zone euro, Japon, Chine), le Graphique 3b le PIB en dollars de parité de pouvoir d'achat par habitant dans ces quatre pays.

Graphique 3a
PIB par habitant, en dollars



Graphique 3b
PIB par habitant (en dollars PPA)

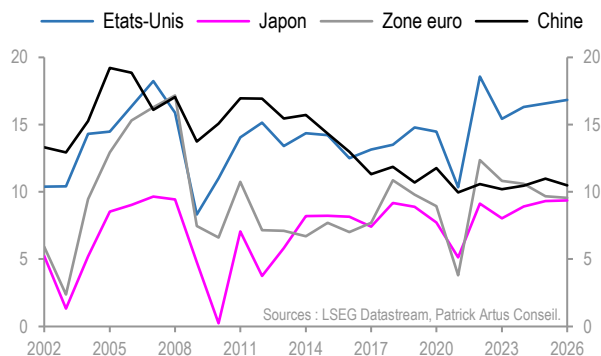


Si la productivité marginale du capital décroissait avec le revenu par tête, compte tenu de la hiérarchie des pays (revenu par tête très élevé aux États-Unis, élevé dans la zone euro, assez élevé au Japon, faible en Chine), les capitaux se dirigeraient des États-Unis et de la zone euro vers le Japon et surtout vers la Chine, donc les États-Unis auraient un excédent de leur balance courante et la Chine un déficit de sa balance courante, ce qui n'est pas du tout ce qu'on observe.

3- Explication par le progrès technique, par la rentabilité du capital

La dernière explication possible de la configuration des balances courantes est celle par la rentabilité du capital : un pays où la rentabilité du capital est élevée attire des capitaux internationaux, donc a un déficit de sa balance courante.

Le Graphique 4 montre le ROE (le return on equity, le rendement des fonds propres) des quatre pays (États-Unis, zone euro, Japon et Chine).

Graphique 4
ROE

On voit que **le ROE est plus élevé aux États-Unis que dans les autres pays : il est donc normal que les États-Unis attirent le capital depuis les autres pays et qu'ils aient un déficit de leur balance courante.**

On sait que les dépenses de R&D et l'effort d'innovation sont très importants en Chine, mais ils ne se traduisent pas par une rentabilité élevée des entreprises.

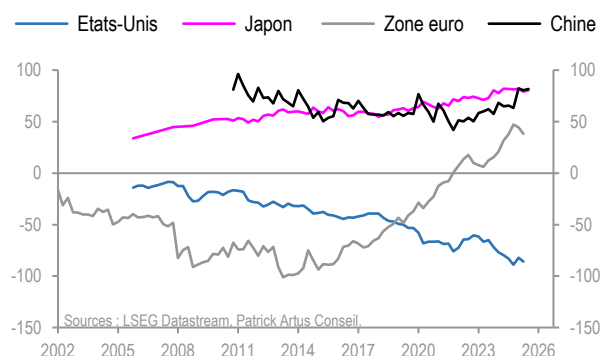
Synthèse : une seule théorie conforme avec les faits, celle de la rentabilité du capital résultant en particulier aux États-Unis de l'effort d'innovation

La démographie ou le niveau du revenu par habitant ne peuvent pas expliquer la configuration des balances courantes (déficit des États-Unis, excédent dans la zone euro, au Japon et en Chine).

La seule explication compatible avec cette configuration est celle qui met en avant la rentabilité du capital. Elle est nettement plus élevée aux États-Unis que dans les trois autres pays, ce qui explique que les États-Unis attirent du capital et ont un déficit de leur balance courante, alors que la zone euro, le Japon et la Chine ont des sorties de capitaux et des excédents de leur balance courante.

Malgré l'effort d'innovation énorme qu'elle réalise, la Chine a une rentabilité faible du capital, due à la situation de déflation et aux surcapacités.

Une crise majeure résulterait évidemment d'un recul de la rentabilité du capital aux États-Unis, due par exemple aux politiques antisciences menées par l'administration Trump. Les États-Unis, s'ils subissent un recul de la rentabilité du capital de leurs entreprises, ne pourraient plus financer leur déficit de la balance courante. (Graphiques 1a/b, plus haut) ou de manière équivalente leur dette extérieure nette (**Graphique 5**).

Graphique 5
Dette ou avoirs extérieurs nets (en % du PIB valeur)

Avertissement

Ossiam, filiale de Natixis Investment Managers, est un gestionnaire d'actifs français agréé par l'Autorité des Marchés Financiers (Agrément n° GP-10000016). Bien que l'information contenue dans le présent document provienne de sources jugées fiables, Ossiam ne fait aucune déclaration et ne donne aucune garantie quant à l'exactitude de toute information dont elle n'est pas la source. Les informations présentées dans ce document sont basées sur les données du marché à un moment donné et peuvent changer de temps à autre. Le présent document a été préparé uniquement à des fins d'information et ne doit pas être considéré comme une offre, une sollicitation d'offre, une invitation ou une recommandation personnelle d'acheter ou de vendre des actions participantes, tout titre ou instrument financier d'un Fonds Ossiam, ou de participer à toute stratégie de placement, directement ou indirectement. Il est destiné à être utilisé uniquement par les destinataires auxquels Ossiam le met directement à disposition. Ossiam ne traitera pas les destinataires de ce document comme ses clients du fait qu'ils aient reçu ce document. Tous les renseignements sur la performance présentés dans ce document sont fondés sur des données historiques et, dans certains cas, sur des données hypothétiques, et peuvent refléter certaines hypothèses à propos des frais, des impôts, des charges de capital, des attributions et d'autres facteurs qui influent sur le calcul de rendements. Toutes les opinions exprimées dans ce document sont des énoncés de notre jugement à cette date et sont susceptibles de changer sans préavis. Ossiam n'assume aucune responsabilité fiduciaire pour les conséquences, financières ou autres, provenant d'un placement dans un titre ou un instrument financier décrit dans ce document ou dans tout autre titre, ou de la mise en œuvre d'une stratégie de placement. Les informations contenues dans ce document ne sont pas destinées à être distribuées ou utilisées par une personne ou une entité, par un pays ou une juridiction, où cela serait contraire à la loi ou à la réglementation ou qui assujettirait Ossiam à toute exigence d'inscription dans ces juridictions. Ce document ne peut être distribué, publié ou reproduit, en entier ou en partie.