



L'internationalisation financière explique- t-elle l'aggravation des déséquilibres extérieurs ?

Luc EYRAUD, Françoise JACQUET-SAILLARD

L'internationalisation financière explique-t-elle l'aggravation des déséquilibres extérieurs ?

Luc Eyraud
Françoise Jacquet-Saillard

Ce document de travail n'engage que ses auteurs. L'objet de sa diffusion est de stimuler le débat et d'appeler commentaires et critiques.

Au moment de la rédaction de cet article, Luc Eyraud et Françoise Jacquet-Saillard étaient chargés d'études en macroéconomie internationale au bureau MACRO 2 à la DGTPE.

SOMMAIRE

Résumé / Abstract	5
Synthèse	7
Introduction	9
1 – Malgré l’ouverture financière et commerciale, l’épargne d’un pays s’investit principalement sur le marché domestique	9
1-1 En principe, la mondialisation financière devrait s’accompagner d’une déconnexion entre épargne et investissement domestiques	9
1-2 La forte corrélation entre investissement et épargne domestiques s’explique en premier lieu par les obstacles à la mobilité du capital et par la préférence des agents pour les titres domestiques	10
1-3 Le paradoxe de FH peut aussi s’expliquer par des imperfections sur le marché international des biens	10
2 – Depuis deux décennies, le biais en faveur des titres domestiques a diminué, ce qui pourrait rendre plus facilement soutenables d’importants déficits courants	11
2-1 Les achats de titres étrangers ont augmenté dans les portefeuilles, alors que les déséquilibres courants et les positions extérieures s’accroissent	11
2-2 Les portefeuilles d’actifs sont certes davantage diversifiés mais le biais en faveur des titres domestiques est loin d’avoir disparu. Ce biais augmente avec la distance géographique	12
3 – Le recul du biais en faveur des titres domestiques peut-il expliquer l’intégralité de l’accroissement des déséquilibres ?	14
3-1 Les mécanismes de formation du déficit courant et de l’endettement	14
3-2 Sur la période 1990-2003, l’internationalisation des portefeuilles n’explique que 40 % de l’accroissement (en valeur) des portefeuilles de titres étrangers, le reste résulte de l’augmentation de la capitalisation liée à la taille des économies	15
4 – L’endettement des Etats-Unis vis-à-vis du reste du monde est-il le résultat de la progression du degré d’internationalisation (recul du home bias) ?	16
4-1 Contrairement à ce que l’on observe dans l’ensemble des pays industrialisés, l’endettement de l’économie américaine ne semble pas résulter principalement de l’effet « taille » mais bien de l’effet « home bias » qui explique 60% de la très forte internationalisation du passif américain entre 1990 et 2003, l’internationalisation de l’actif étant proche de la moyenne des pays industriels (40 %)	17

4-2 Depuis 2000, le niveau d'internationalisation du passif américain se stabilise et l'effet « taille » devient prédominant dans l'aggravation du niveau d'endettement	18
5 - L'internationalisation des Etats-Unis se situe dans la moyenne des pays industrialisés	22
5 – 1 En 2003, les titres américains n'apparaissent pas surreprésentés dans les portefeuilles étrangers	22
5 – 2 En 2003, l'internationalisation de la position extérieure américaine reste relativement faible par rapport à celle des autres pays industrialisés	22
Conclusion	24
Références bibliographiques	25
Annexe 1 : Déficit courant, imperfections sur le marché des biens et hausse des taux d'intérêt réels selon Obsfeld et Rogoff	27
Annexe 2 : Mesure du <i>home bias</i> et de l'internationalisation à partir des stocks de titres	29
Annexe 3 : Données utilisées pour l'étude sur 2000 – 2005	31

RÉSUMÉ

Avec la réduction des coûts de transactions notamment, les investisseurs cherchent à diversifier leurs portefeuilles en achetant des titres internationaux : c'est ce qu'on appelle la réduction du biais domestique ou de la préférence pour les titres de son propre pays. Cette mondialisation financière bénéficierait tout particulièrement aux Etats-Unis en raison de l'attractivité de leur marché, et rendrait soutenables des déficits courants relativement élevés.

Cette idée se vérifie entre 1990 et 2003 : les investisseurs étrangers internationalisent leurs portefeuilles en accroissant la proportion de titres américains détenus, concourant ainsi à 60% de l'augmentation du passif de l'économie américaine.

Elle n'est, en revanche, plus vraie sur la période 2000-2005, où l'internationalisation des portefeuilles a un effet net globalement équilibré : le biais domestique des Etats-Unis diminue dans des proportions qui compensent l'augmentation de la part de titres américains dans les portefeuilles des étrangers. Le financement de l'économie américaine est, sur cette période, exclusivement le fait de l'augmentation de la taille des portefeuilles financiers, plus faible aux Etats-Unis que dans le reste du monde.

ABSTRACT

Lower transaction costs, in particular, are spurring investors to diversify their portfolios by purchasing international securities—a phenomenon known as the reduction in home bias, i.e., a preference for local securities. Such financial globalization, it is argued, chiefly benefits the United States because of its market's attractiveness and makes relatively high current-account deficits sustainable.

This hypothesis was confirmed between 1990 and 2003: foreign investors internationalized their portfolios by increasing their holdings of U.S. securities, thus contributing 60% of the rise in the U.S. economy's liabilities.

By contrast, the hypothesis is not corroborated for the period 2000-2005, when the net effect of portfolio internationalization was broadly balanced. The decrease in U.S. home bias offset the increase in the proportion of U.S. securities held by foreign investors. In this period, the U.S. economy was financed exclusively by the growth in the size of financial portfolios, which was weaker in the U.S. than in the rest of the world.

SYNTHESE

L'idée selon laquelle l'ouverture financière permettrait une meilleure allocation internationale de l'épargne et autoriserait donc une plus grande tolérance vis à vis des déséquilibres extérieurs a été souvent défendue par des responsables monétaires américains. Ce document tente de mesurer quelle part de ces déséquilibres est effectivement reliée à la plus forte internationalisation des portefeuilles (baisse du home bias) et comment cette part a évolué sur les 15 dernières années. Il prolonge des travaux effectués par le FMI. Le cas des Etats-Unis est plus particulièrement examiné, compte tenu de son niveau d'endettement et de la forte détérioration de sa balance courante. Un regard particulier est porté sur la période récente (2000-2005) qui semble marquer une inflexion de la tendance au déficit courant via l'internationalisation.

Dans les pays industrialisés, on observe une réduction de la corrélation entre taux d'épargne et taux d'investissement depuis les années 60-70. Sur les 15 dernières années, les déséquilibres courants se sont creusés et les positions extérieures ont vu leur taille augmenter. Dans le même temps, le biais en faveur des titres domestiques a diminué mais il est loin d'avoir disparu. Entre 1990 et 2003, la diminution de ce biais explique 40% de l'accroissement (en valeur) des portefeuilles de titres étrangers, le reste résultant de l'augmentation de la capitalisation liée à la taille des économies.

Le cas des Etats-Unis entre 1990 et 2003 est relativement atypique par rapport à cette moyenne car 60% de l'accroissement de son passif (brut) provient d'un accroissement de la préférence des étrangers pour les titres américains. Cette dissymétrie entre l'actif et le passif explique l'intégralité de l'augmentation de sa position extérieure nette (endettement extérieur) ce qui justifierait une plus grande tolérance au regard de son déficit courant.

Toutefois, en se concentrant sur la période 2000-2004, on observe que la préférence des étrangers pour les titres américains a augmenté moins vite que celle des Américains pour les titres étrangers (la dissymétrie tend à s'inverser) ce qui a eu pour effet de limiter la progression de la position extérieure nette. Celle-ci s'est pourtant fortement dégradée depuis l'année 2000 en raison de la dissymétrie des progressions de taille : la capitalisation américaine augmentant peu alors que celle du reste du monde progressait d'environ 25%. Les quelques données disponibles sur 2005 semblent confirmer que le financement de l'économie américaine provient essentiellement de la progression de la capitalisation des pays acheteurs de titres américains et non de l'augmentation de leur préférence pour ces titres.

Introduction

La progression continue du déficit courant américain a conduit à une multiplication des études pour en comprendre l'origine. Parmi celles-ci, la diminution de la préférence des investisseurs locaux pour des titres locaux (diminution du home bias ou du « paradoxe de Feldstein et Horioka » (FH)) a été plusieurs fois évoquée. Selon cette approche, la globalisation financière permettrait une plus grande déconnexion entre épargne et investissement et les déficits courants -égaux comptablement à l'écart entre épargne et investissement- seraient plus faciles à financer. En conséquence, les déficits courants pourraient être, durablement, de plus grande ampleur que précédemment.

Alan Greenspan a repris plusieurs fois cette idée à son compte : la réduction structurelle du biais domestique des investisseurs du reste du monde devrait ainsi constituer une source de financement récurrente pour les Etats-Unis, rendant le déficit courant américain moins problématique que ne le laisse penser son niveau très élevé. Cette idée n'est pas nouvelle. Déjà, Paul O'Neill, le secrétaire au Trésor qualifiait, en 2002/2003, le déficit des opérations courantes de « concept dépourvu de signification », car, selon lui, ce déficit reflétait le désir des non-résidents de détenir des actifs libellés en dollars.

Les données disponibles montrent que c'est bien ce que l'on observe dans les années 1990, et plus spécifiquement entre 1994 et 1999. Elles suggèrent qu'en effet la réduction des biais domestiques explique la plus grande part de la dégradation de la position extérieure américaine (et donc le financement du déficit courant). Plus précisément, le biais domestique s'étant réduit plus rapidement en dehors des Etats-Unis qu'aux Etats-Unis¹, les achats de titres américains par les étrangers ont dominé les achats de titres étrangers par les Américains.

En revanche, sur la période 2000-2004, la thèse d'Alan Greenspan ne semble plus être compatible avec les données disponibles. Si le déficit courant américain continue d'être financé par des achats nets de titres américains, ceux-ci ne résultent pas de la réduction des biais domestiques mais d'une progression plus rapide de la taille des portefeuilles en dehors des Etats-Unis (progression asymétrique). En d'autres termes, les étrangers ont acheté globalement plus de titres et, en particulier, plus de titres américains, afin de maintenir constantes les différentes composantes de leur portefeuille. Parallèlement, ils ont réduit leur biais domestique, mais pas au profit des titres américains. De ce fait, l'internationalisation a limité la croissance de l'endettement à partir de 2003. S'y ajoute une seconde dissymétrie, inverse de la première : la baisse du home bias américain a été plus forte relativement à la taille de son marché que l'augmentation de la préférence des étrangers pour les titres américains.

1- Malgré l'ouverture financière et commerciale, l'épargne d'un pays s'investit principalement sur le marché domestique.

1-1 En principe, la mondialisation financière devrait s'accompagner d'une déconnexion entre épargne et investissement domestiques.

Les flux de capitaux permettent en théorie de dissocier l'épargne nationale et l'investissement intérieur : avec l'ouverture financière, l'épargne nationale peut être investie à l'étranger et devrait se diriger vers les régions du monde qui offrent les meilleurs couples rendement/risque ; inversement, l'investissement intérieur n'est pas contraint par le volume de l'épargne domestique, car il peut être financé par des apports étrangers.

¹ A titre d'illustration, la part de titres étrangers (privés et publics) dans le portefeuille américain était de 9% en 2003, quand elle était de 18,5% pour l'ensemble de la zone euro.

Ainsi, le processus de mondialisation financière à l'œuvre depuis les années 1970 devrait se traduire par l'apparition de déséquilibres courants plus importants et plus durables, résultats d'une meilleure allocation internationale de l'épargne.

1-2 La forte corrélation entre investissement et épargne domestiques s'explique en premier lieu par les obstacles à la mobilité du capital et par la préférence des agents pour les titres domestiques.

Alors que la mondialisation financière laissait préjuger du contraire, Feldstein et Horioka (1980) ont montré qu'il existait une corrélation empirique très forte, de l'ordre de 90%, entre le taux d'épargne brute et le taux d'investissement domestique dans les pays industrialisés. Des études relatives aux pays en développement ont également établi des corrélations fortes (quoique moins élevées).

Une façon équivalente de présenter ce résultat paradoxal consiste à rappeler que les déséquilibres courants gardent généralement des proportions limitées ; dans son historique des épisodes marquants d'ajustement des paiements courants depuis 1973, la Banque des Règlements Internationaux (73^{ème} rapport) constate qu'une correction des déséquilibres s'opère en moyenne autour de 4-5% du PIB².

L'interprétation qu'ont donnée FH de cette forte corrélation est celle d'une insuffisante mobilité internationale du capital ; en l'absence de mouvements internationaux de capitaux, l'investissement domestique serait largement contraint par l'épargne nationale. Feldstein a par la suite montré que même en l'absence de barrières à la mobilité du capital, les comportements des épargnants averse ou neutres au risque, sont biaisés en faveur des titres domestiques (« home biased »). Dans tous les cas, ces interprétations soulignent les frictions qui demeurent à l'œuvre sur le marché mondial des capitaux.

1-3 Le paradoxe de FH peut aussi s'expliquer par des imperfections sur le marché international des biens.

Au delà des problèmes posés par la mesure des corrélations³, c'est surtout l'interprétation qu'en donnent FH qui fait débat. De nombreux économistes se sont opposés à l'interprétation en termes de mobilité des capitaux et expliquent la corrélation par l'effet des politiques économiques ou par l'existence d'un troisième facteur caché expliquant à la fois l'épargne et l'investissement et qui les fait bouger parallèlement sur le long terme. Un certain nombre de mécanismes ont été proposés pour expliquer la corrélation en présence d'une forte mobilité des capitaux⁴.

En particulier Obstfeld et Rogoff (2000, 2004) estiment que la simple prise en compte d'imperfections sur le marché des biens -et non sur le marché des capitaux- permet de comprendre que les déficits courants (et donc la déconnexion entre épargne et investissement domestiques) restent limités. En effet, quand il existe des coûts sur les transactions commerciales, un déficit courant crée des anticipations de désinflation, car la réduction du déficit à l'avenir va nécessiter une contraction de la demande intérieure. A politique monétaire inchangée, cela augmente les taux d'intérêts réels et limite de facto l'ampleur du déficit actuel (cf démonstration en annexe).

² Autre exemple significatif : au cours des années 1990, les non résidents finançaient seulement 10% de l'investissement américain, le reste étant financé par l'épargne domestique (entre 1992 et 1998, le déficit courant valait en moyenne 1,7% du PIB et l'investissement américain 17% du PIB).

³ Le paradoxe de FH tient surtout pour les pays industrialisés et les pays à revenu moyen ; quand on ajoute les pays les plus pauvres à l'échantillon, les corrélations baissent notablement. De plus le résultat est très affecté par la présence de certains pays ; si le Japon est éliminé de l'échantillon, le coefficient de corrélation diminue aussi nettement.

⁴ Pour une revue de cette littérature, voir Obstfeld (1994) : « International capital mobility in the 1990s ».

Au final, une façon simple d'expliquer le paradoxe de FH consiste à dire que les déficits courants sont naturellement limités, car ils induisent une hausse des taux d'intérêt réels, due à deux facteurs :

- une hausse des taux d'intérêt nominaux (liée aux imperfections des marchés financiers).
- une réduction des anticipations d'inflation (liée aux imperfections des marchés de biens).

2 - Depuis deux décennies, le biais en faveur des titres domestiques a diminué, ce qui pourrait rendre plus facilement soutenables d'importants déficits courants.

2-1 Les achats de titres étrangers ont augmenté dans les portefeuilles, alors que les déséquilibres courants et les positions extérieures s'accroissent.

L'actualisation des résultats de FH montre que la corrélation entre taux d'épargne et taux d'investissement s'est réduite, passant de 0,6 entre 1970 et 1996 à 0,4 entre 1997 et 2004⁵

D'autre part, des indicateurs plus sophistiqués que la mesure des corrélations permettent d'étudier les désajustements entre épargne et investissement. Le FMI (Perspectives de l'Economie Mondiale, 2005) identifie plusieurs faits empiriques prouvant que le biais en faveur des titres domestiques s'est réduit depuis une vingtaine d'années :

La détention d'obligations et d'actions étrangères, en proportion de la capitalisation domestique, a augmenté dans les pays industrialisés (cf tableau 1).

- Les déséquilibres courants (en part de revenu domestique) ont en moyenne crû dans les pays industrialisés, passant de 1,5% au début des années 1990 à 3,5% en 2003, tandis qu'ils présentent un profil plus stable dans les pays en développement (passant de 2% au début des années 1990 à 2,5% en 2003, avec un pic à 5% en 1998). En conséquence, les positions extérieures voient leur taille augmenter (cf tableau 2).
- La corrélation négative entre passif extérieur net et taux d'intérêt réels⁶ a fortement diminué dans la décennie 1990.

Au total, il semble que l'allocation de l'épargne se fasse davantage sur une base internationale et qu'il soit possible de maintenir des déficits courants plus élevés, à un coût moindre.

⁵ FMI (2005) : « Perspectives de l'économie mondiale », *Etudes économiques et financières septembre 2005*.

⁶ Cette corrélation mesure le biais en faveur des titres domestiques. En effet, plus le biais est important, plus les émetteurs de titres domestiques devront payer des taux d'intérêt élevés pour trouver des acquéreurs étrangers, à mesure que leur besoin de financement s'accroît.

Tableau 1 : Investissement de portefeuille à l'étranger en part de la capitalisation domestique

	1970	1975	1980	1985	1990	1995	2000	2003
Canada	2	1,9	2,1	2,4	6	12,9	18,7	14,3
Allemagne	4,9	2,4	2,7	5,8	10,2	14,5	30	31,1
Japon	ND	1,3	2	6,9	10,7	12,1	13,6	16,7
RU	9,5	8,6	11,4	27,5	34	37,1	42,6	48,1
USA	1,5	2,1	2,3	2,2	3,5	6,4	7,8	7,4

Source : FMI. En % de la capitalisation domestique.

Tableau 2 : Position extérieure : actif et passif (en Md\$)

	1980	1985	1990	1995	2000	2003
Pays industrialisés						
Actif extérieur	2287	3975	9701	15334	26810	36039
Passif extérieur	2485	4186	10531	16139	28419	39039
Pays en développement						
Actif extérieur	114	193	66	711	1479	1849
Passif extérieur	552	905	1298	2378	3527	4208

Source : FMI. Md\$. Valeurs brutes excluant les actifs extérieurs détenus par les banques centrales.

2-2 Les portefeuilles d'actifs sont certes davantage diversifiés mais le biais en faveur des titres domestiques est loin d'avoir disparu : ce biais augmente avec la distance géographique.

Il ne suffit pas de mesurer le degré de diversification des portefeuilles pour affirmer qu'il existe ou non un biais en faveur des titres domestiques. En effet, l'absence de biais ne signifie pas que les agents diversifient totalement leur portefeuille (en achetant uniquement des titres étrangers) mais qu'ils le diversifient conformément à l'allocation optimale de l'épargne au niveau mondial.

Il est donc nécessaire pour chaque pays de comparer la part des titres étrangers détenus par les agents du pays dans leur portefeuille à un benchmark. Ce benchmark peut être construit en se basant sur le modèle ICAPM⁷ ; il est mesuré par la part des actifs provenant des autres pays dans l'ensemble des actifs mondiaux (benchmark appelé « portefeuille mondial » dans le modèle ICAPM). En effet, idéalement un investisseur international devrait posséder des titres de nationalités diverses dans son portefeuille dans des proportions reflétant le poids de chaque

⁷ International Capital Asset Pricing Model.

Tableau 3 : Part des actions étrangères dans les portefeuilles et comparaison au benchmark (en %)

	1990	1995	2000	2003
Canada				
Effectif	9	20,6	25,5	19,3
Benchmark	97,4	97,9	97,4	97,5
Allemagne				
Effectif	13,2	13,6	23,9	26,3
Benchmark	96,2	96,8	96,1	97,1
Japon				
Effectif	2,2	4,2	9,1	10,6
Benchmark	69	79,4	90,2	90,9
Royaume-Uni				
Effectif	29,5	30,1	38,4	45,7
Benchmark	91	92,1	92	92
USA				
Effectif	5,7	9,1	10,4	12,5
Benchmark	67,5	61,4	53,1	52,8

Benchmark : part des actions étrangères dans la capitalisation mondiale moins la capitalisation domestique. Effectif : part des actions étrangères dans le total des actions détenues.

Source: FMI WEO 2005

Tableau 4 : détention d'actions étrangères ventilées géographiquement en 2002

Nationalité du propriétaire de l'action → Nationalité de l'action ↓	USA	Canada	Japon	Zone euro	Allemagne	RU
USA						
Effectif	*	56,9	51,5	42,2	14,7	27,2
Benchmark	*	48,4	52	55,3	48,7	51,3
Canada						
Effectif	5	*	1,4	0,4	nd	nd
Benchmark	4,7	*	2,7	2,9	2,5	2,7
Japon						
Effectif	12,2	6,6	*	6,8	2,3	10,1
Benchmark	17,2	9,3	*	10,6	9,4	9,9
Zone Euro						
Effectif	26,8	13,3	16	*	64	32,5
Benchmark	27,5	14,9	16	*	11,9	15,8
Allemagne						
Effectif	2,9	2	2,3	*	*	4,4
Benchmark	5,6	3	3,2	*	*	3,2
Royaume-Uni						
Effectif	23,9	11	12,6	23	10,3	*
Benchmark	15,1	8,2	8,8	9,3	8,2	*
Pays industr.						
Effectif	78,5	93,2	87,3	92,7	97,9	80,9
Benchmark	75,6	86,8	85,9	85	86,6	86

Source : FMI. Données de l'année 2002. Le benchmark est dérivé du modèle ICAPM. Les données correspondent à la part des actions de nationalité A possédées par un pays B dans le total des actions étrangères du portefeuille de B. Lecture : En 2002, les investisseurs canadiens détenaient 56,9% de leurs actions étrangères en actions américaines, alors que la part des actions américaines représente 48,4% de l'ensemble des actions non canadiennes.

capitalisation domestique dans la capitalisation mondiale. Un biais apparaît quand un investisseur s'écarte de ce benchmark. Par exemple, les Américains possédaient en 2003 12,5% d'actions étrangères et la part des actions non américaines dans la capitalisation mondiale était de 52,8% : les Etats-Unis sous-pondéraient les actions étrangères dans leurs portefeuilles.

Une telle analyse a été mise en oeuvre par le FMI pour les marchés d'actions et donne, pour différents pays de l'OCDE, les résultats suivants :

- Le biais domestique a certes diminué depuis 1990 mais n'a pas disparu (cf tableau 3).
- Il existe des forces de gravité géographiques, au sens où le biais domestique semble plus élevé vis-à-vis des pays les plus éloignés. Ainsi les achats d'actions en provenance des pays proches dépassent généralement le benchmark, alors que l'inverse est vrai pour les pays éloignés (cf tableau 4).

3 – Le recul du biais en faveur des titres domestiques peut-il expliquer l'intégralité de l'accroissement des déséquilibres ?

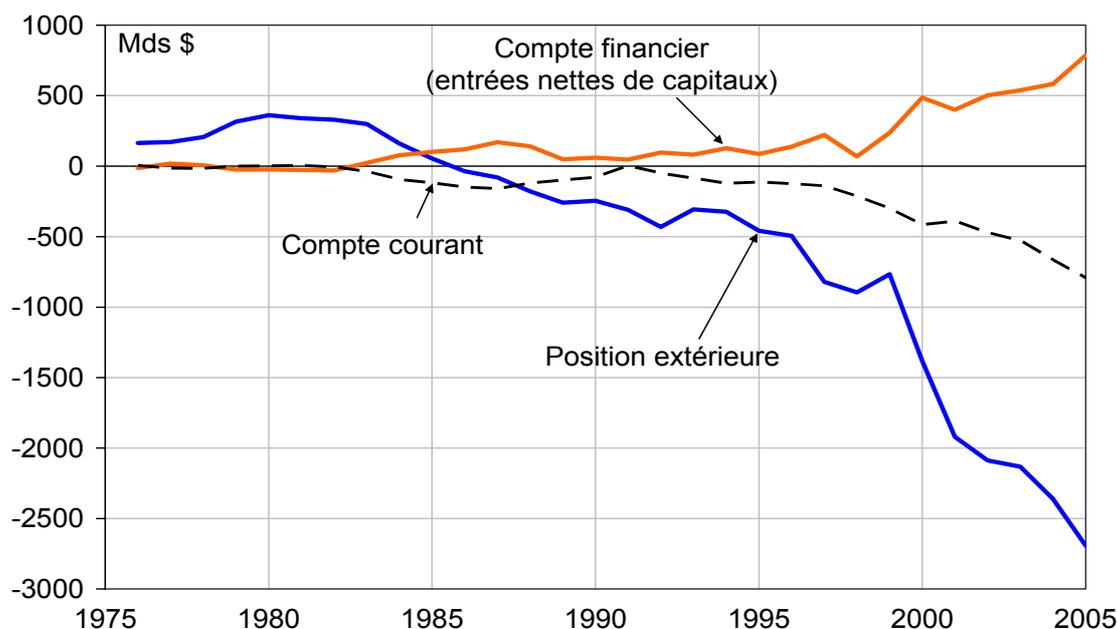
Sur la période allant de 1990 à 2003, le recul du biais domestique n'expliquerait que 40% de cet accroissement. Pour interpréter ce ratio, il est nécessaire d'expliquer quels sont les mécanismes de formation du déficit courant et de l'endettement d'une zone.

3 - 1 Les mécanismes de formation du déficit courant et de l'endettement.

La contrepartie d'un déficit courant est l'excédent du compte financier (correspondant à un accroissement de l'endettement net de l'économie) de la balance des paiements, qui s'impute sur la position extérieure nette (différence entre les stocks d'actif et de passif). Si cette contrepartie fait défaut, le taux de change se déprécie, le solde du compte financier se rapproche de l'équilibre et à moyen terme, celui du compte courant fait de même.

La persistance et l'aggravation du déficit courant se traduisent par une position extérieure nette très dégradée (graphique 1) qui reflète mécaniquement l'augmentation de la taille des portefeuilles de titres américains détenus par les non-résidents aux Etats-Unis.

Graphique 1 : L'endettement des Etats-Unis (en Mds \$)



Source : BEA

Cet accroissement de dette externe des Etats-Unis peut être comptablement décomposé en deux facteurs :

- Le premier traduirait la **variation de la taille** relative des marchés financiers (qui peut être liée à la financiarisation de l'économie mondiale mais aussi à des effets de valorisation ou/et de change) : les investisseurs internationaux achètent ou vendent des titres, afin de maintenir la même structure de diversification (ainsi, si un portefeuille augmente globalement de 20%, la valeur des titres internationaux qu'il contient augmente également de 20%).
- Le second traduirait la **variation de l'internationalisation** de l'actif et du passif des Etats-Unis. La part de titres internationaux dans les portefeuilles fluctue du fait des choix des investisseurs et tend à se rapprocher ou à s'éloigner du benchmark (réduction ou augmentation du home bias).

Quand la somme de ces deux facteurs est négative sur une période donnée, la position extérieure nette se détériore. Ce résultat traduit la plus ou moins grande dissymétrie des variations de taille ou/et d'internationalisation entre la zone considérée et le reste du monde (Cf. encadré pour un exemple).

Encadré : Effet taille et évolution des home bias

Les deux facteurs contribuant au financement du déficit courant peuvent être simplement illustrés :

- *Effet taille avec maintien de la structure d'investissement : la taille du portefeuille de la zone A augmente de 30, il est internationalisé à 10%, son portefeuille international (actif) devrait donc augmenter de 3. Dans le même temps, la taille du portefeuille du reste du monde augmente de 100, il est internationalisé à 25% dont 10% en titres de la zone A, le passif de la zone A devrait donc augmenter de 10. Au total, la position extérieure de A s'est détériorée de -7 (3-10) du fait de la variation asymétrique des tailles des portefeuilles.*
- **Réduction des home bias** : l'internationalisation du portefeuille de la zone A augmente de 5 (réduction du home bias), celle du reste du monde augmente de 16 (réduction du home bias) dont 4 en titres de la zone A (1/4 de la réduction du home bias est affectée au passif de la zone A). Au total, la position extérieure s'est améliorée de 1 (5-4) du fait de la variation asymétrique de l'internationalisation de l'actif et du passif.

Globalement, la position extérieure s'est détériorée de -6 (-7+1) sous le seul effet « taille », la variation de l'internationalisation ayant au contraire contribué à un relatif désendettement.

3-2 Sur la période 1990-2003, l'internationalisation des portefeuilles n'explique que 40% de l'accroissement (en valeur) des portefeuilles de titres étrangers, le reste résulte de l'augmentation de la capitalisation liée à la taille des économies.

En comptabilisant l'ensemble des éléments de la position extérieure⁸, on observe, entre 1990 et 2003, que la part de titres étrangers dans les portefeuilles (voir calcul de l'internationalisation en annexe 2) des principaux pays industriels aurait (en moyenne) plus que doublé relativement au PIB (*international holding as a share of GDP*) mais que le taux d'internationalisation n'aurait augmenté que de 45% relativement au benchmark (*international holding as a share of diversifiable assets*).

⁸ Titres, crédits, IDE composant la position extérieure

Au total, on peut dire que seulement 40% de la hausse des portefeuilles internationaux par rapport au PIB est attribuable à la réduction du home bias (graphique 2).

Graphique 2 : Internationalisation du marché des principaux pays industriels.

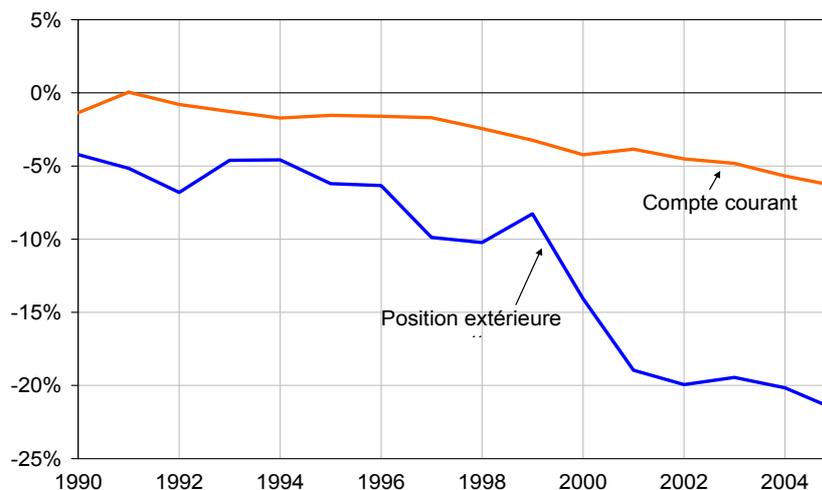


Source : FMI « A global view of the US investment position », Andrew Swinston, WP/05/181.

4 - L'endettement des Etats-Unis vis à vis du reste du monde est-il le résultat de la progression du degré d'internationalisation (recul du home bias) ?

La progression du degré d'internationalisation a largement contribué à l'endettement des Etats-Unis dans les années 1990. A partir de l'année 1999, l'endettement s'accélère et le compte courant enregistre des déficits de plus en plus importants relativement au PIB (graphique 3), mais la progression du degré d'internationalisation n'explique plus le phénomène : les capitaux affluent vers les Etats-Unis parce que le reste de l'économie financière mondiale grossit plus rapidement que celle des Etats-Unis.

Graphique 3 : L'endettement des Etats-Unis (en % du PIB)



Source : BEA

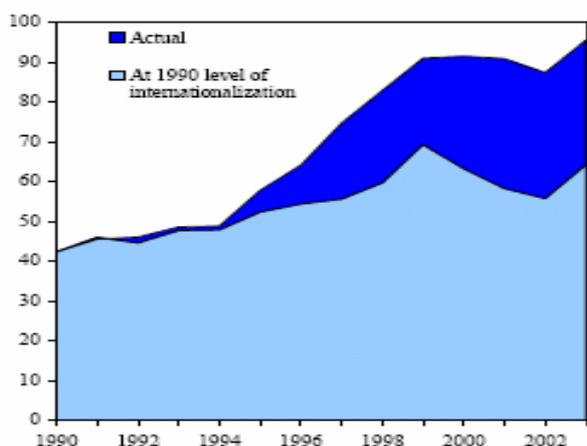
4-1 Contrairement à ce que l'on observe dans l'ensemble des pays industrialisés, l'endettement de l'économie américaine ne semble pas résulter principalement de l'effet « taille » mais bien de l'effet « home bias »

Côté passif, si l'augmentation de la taille du marché a conduit les étrangers à accroître leur portefeuille de titres américains de 22 % du PIB américain (il passe de 42% du PIB à 64% du PIB au titre du premier effet, soit +22 points) entre 1990 et 2003, l'accroissement de l'internationalisation du passif des Américains (degré de préférence des étrangers pour les titres US) y a ajouté 31% du PIB (cf. graphique 4). Coté actif américain, le portefeuille de titres étrangers détenu par les Etats-Unis est passé de 37 à 69% du PIB, soit +19 points au titre de la taille et + 13 points au titre du home bias (cf.graphique 5).

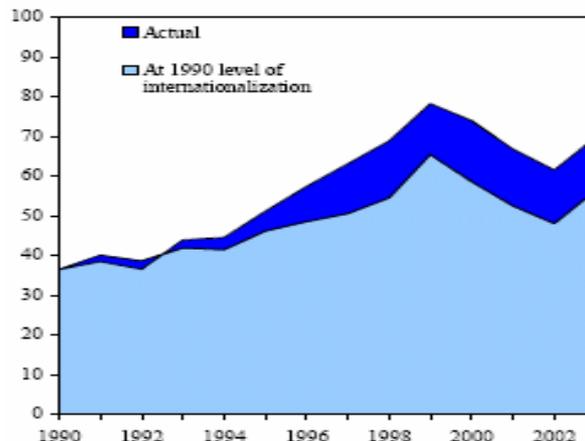
Au total, la position nette qui s'en déduit (+ 3 points au titre de l'effet « taille », +18 points au titre de l'internationalisation) montre que sans variation de l'internationalisation de l'actif et du passif américain la position extérieure américaine serait restée globalement stable. L'essentiel de cette diversification à l'international s'est produit dans les années 1994 à 1999 pour le passif, 1994 à 1997 pour l'actif. A partir de l'année 2001, c'est l'effet taille qui explique l'essentiel de l'accroissement de l'endettement (IV.2).

Ainsi, le « home bias » explique 60% de la très forte internationalisation du passif américain entre 1990 et 2003, celle de l'actif étant proche de la moyenne des pays industriels (40%).

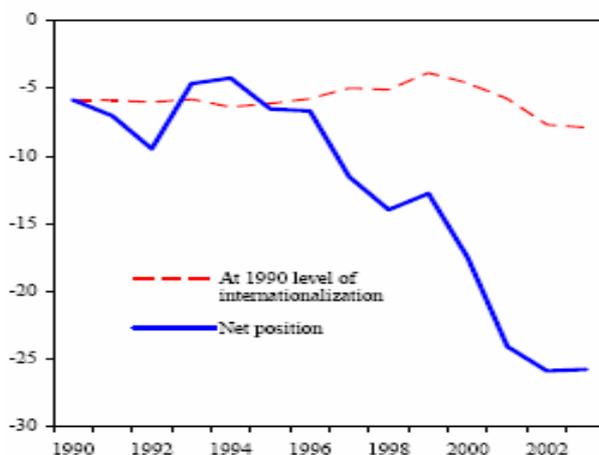
Graphique 4 : titres US détenus par les étrangers (en points de PIB US)



Graphique 5 : titres étrangers détenus par les US (en points de PIB US)



Graphique 6 : Position internationale nette (en points de PIB)

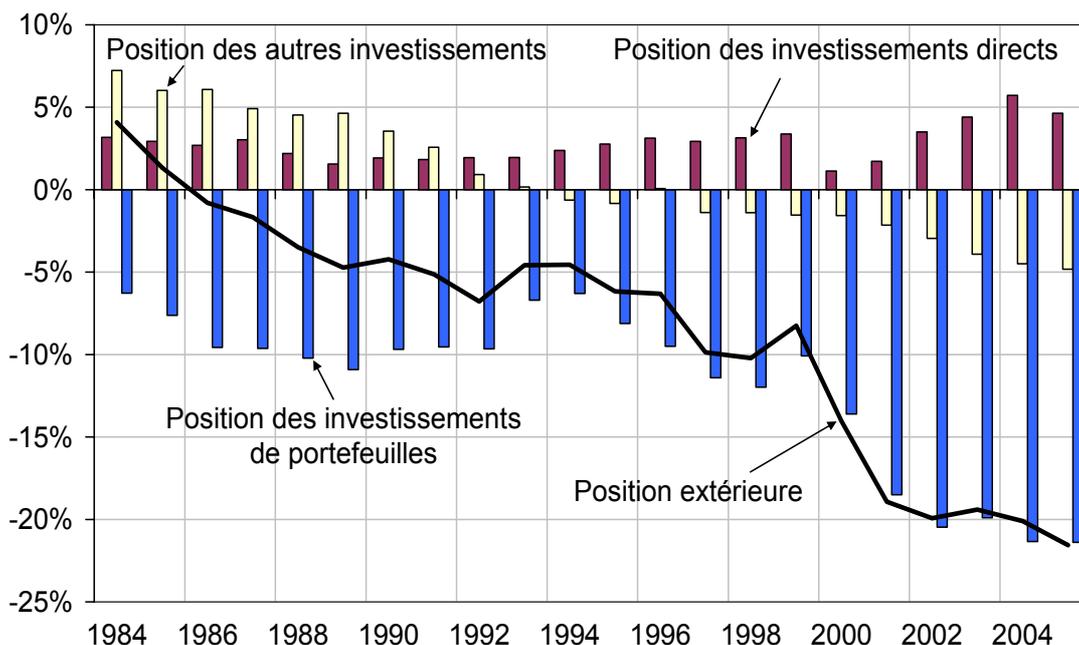


Source : FMI « A global view of the US investment position », Andrew Swinston, WP/05/181.

4-2 Depuis 2000, le niveau d'internationalisation du passif américain se stabilise et l'effet « taille » devient prédominant dans l'aggravation du niveau d'endettement.

Dans cette partie, on se concentre sur les seuls investissements de portefeuilles (actions et obligations) qui explique l'essentiel de la dégradation de la position extérieure des Etats-Unis, laissant de côté investissements directs et créances. S'il existe une préférence des investisseurs pour des filiales nationales, les IDE relèvent plus d'une stratégie d'entreprise que d'une stratégie d'investissement financier et mériteraient, par conséquent, un examen spécifique. Les créances mélangent plusieurs logiques notamment elles sont les contreparties d'opérations réelles non encore facturées⁹.

Graphique 7 : Décomposition de l'évolution de la position extérieure des Etats-Unis entre 1984 et 2005 (en % du PIB)



Source : BEA

On observe ici les variations de valeur des portefeuilles sans entrer dans le détail des mécanismes qui y contribuent (achats nets de titres, valorisation, change). Ce choix résulte de deux constats :

- Une variation des cours ou du change peut avoir un effet mécanique sur la taille et sur le home bias. Les effets sur la position extérieure sont de même nature et peuvent se décomposer de la même manière que s'ils résultaient d'un comportement volontariste¹⁰.
- Les variations de portefeuilles liées à des mécanismes automatiques (du fait des valorisations) n'entraînent pas de flux nets (sauf si l'investisseur souhaite corriger ces variations pour rétablir la proportionnalité entre titres étrangers et titres domestiques) La

⁹ Par exemple, les crédits commerciaux qui correspondent à un différé de paiement d'une marchandise importée, donc à un financement de l'économie de très court terme, se trouvent portés au crédit de la ligne « autres investissements »

¹⁰ Par exemple, la valorisation des actifs américains détenus sur l'étranger va mécaniquement améliorer la position extérieure (c'est-à-dire réduire le niveau d'endettement). L'augmentation, à l'identique, de la valeur de ces actifs par l'achat de titres supplémentaires aura le même résultat. Dans les 2 cas, on aura un effet home bias dominant, volontairement non corrigé dans le premier cas, volontairement provoqué dans le second cas.

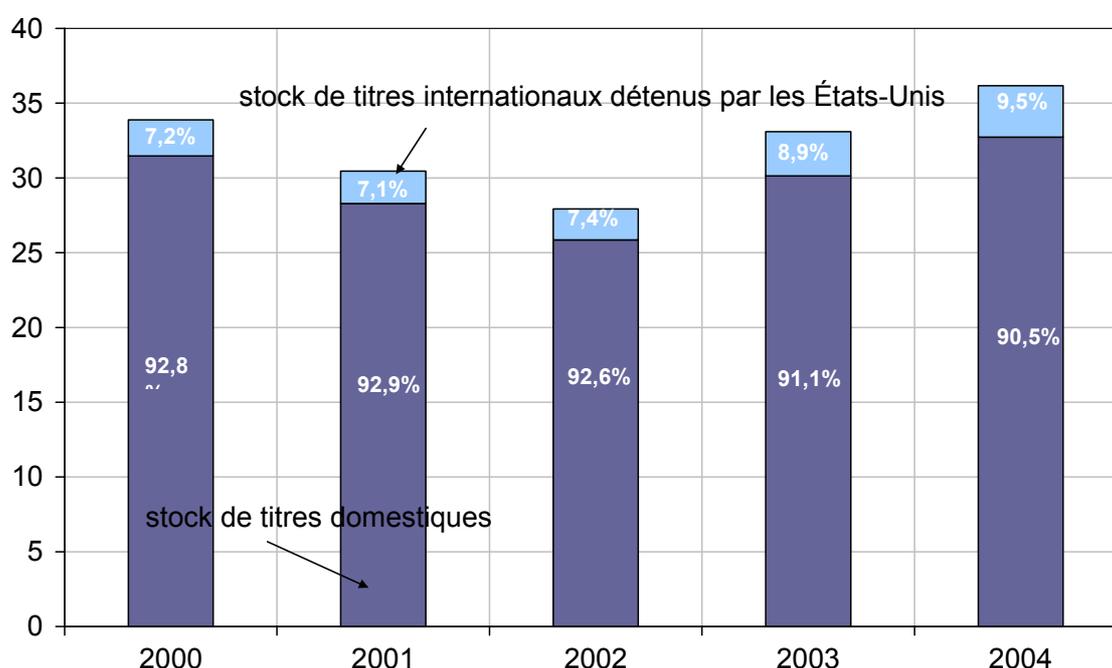
variation de position nette qui en résulte ne se traduit donc pas par un financement de l'économie. On observe néanmoins une forte corrélation entre la détérioration de la position extérieure nette et l'accentuation du déficit courant (graphique 3).

L'ensemble des ratios de *home bias* est calculé en taux brut et non rapporté au benchmark puisqu'il s'agit d'observer l'évolution d'un seul pays et non de faire des comparaisons internationales.

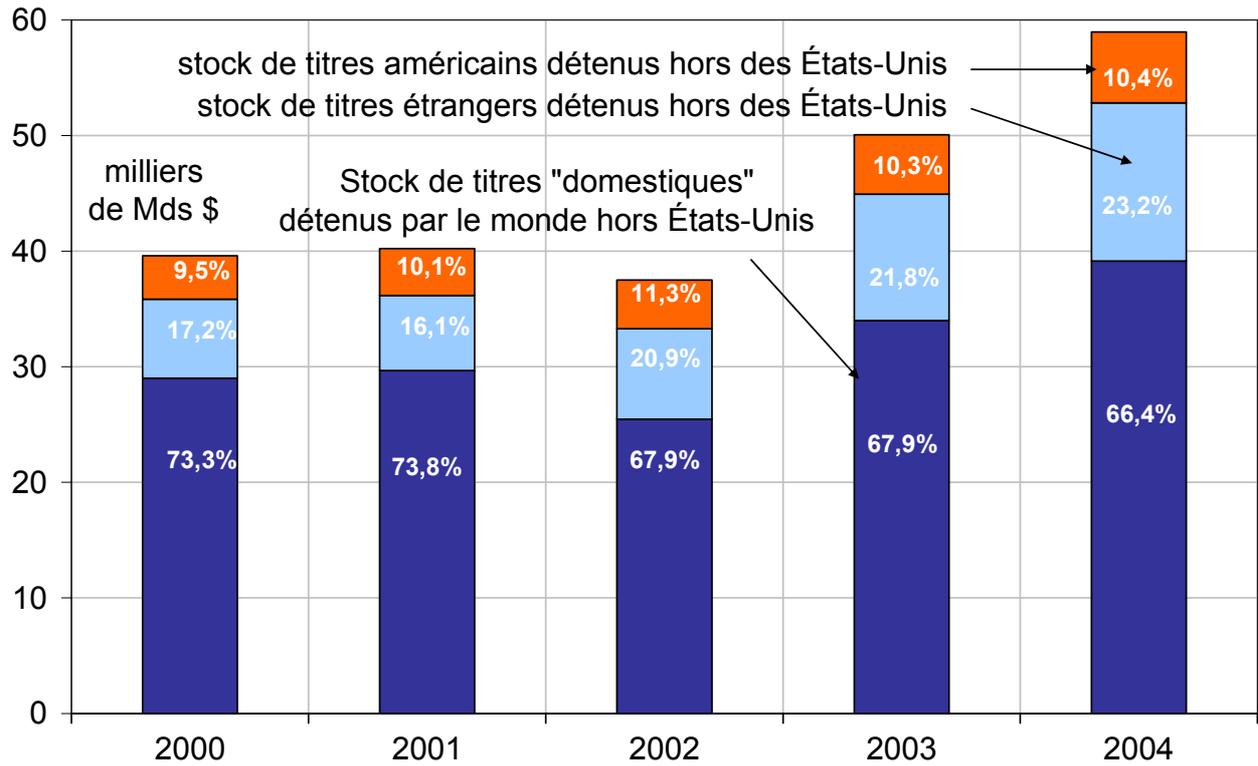
Les données disponibles (voir détail en annexe) permettent d'observer les éléments suivants :

- Jusqu'en 2004, la progression de la taille des portefeuilles américain et non-américain est asymétrique. Le portefeuille du reste du monde progresse nettement plus rapidement que celui des Etats-Unis conduisant ces pays à acheter des titres américains pour maintenir un *home bias* constant (les titres US détenus par les étrangers sont passés d'une valeur de 3760 Md\$ en 2000 à 6127 Md\$ en 2004, sur la même période, les titres étrangers détenus par les Etats-Unis sont passés d'une valeur de 2425 Md\$ à 3436 Md\$). Les indices boursiers indiquent une poursuite de cette tendance en 2005.
- Le *home bias* a diminué dans le « monde hors des Etats-Unis » jusqu'en 2004; cette diminution a toutefois moins bénéficié aux titres américains qu'aux autres titres internationaux. Si bien que les Etats-Unis ayant réduit leur *home bias* plus fortement que le reste du monde n'a augmenté sa préférence pour les titres américains, l'évolution du niveau d'internationalisation sur cette période, au lieu de financer le déficit courant, a contribué à accroître le besoin de financement.

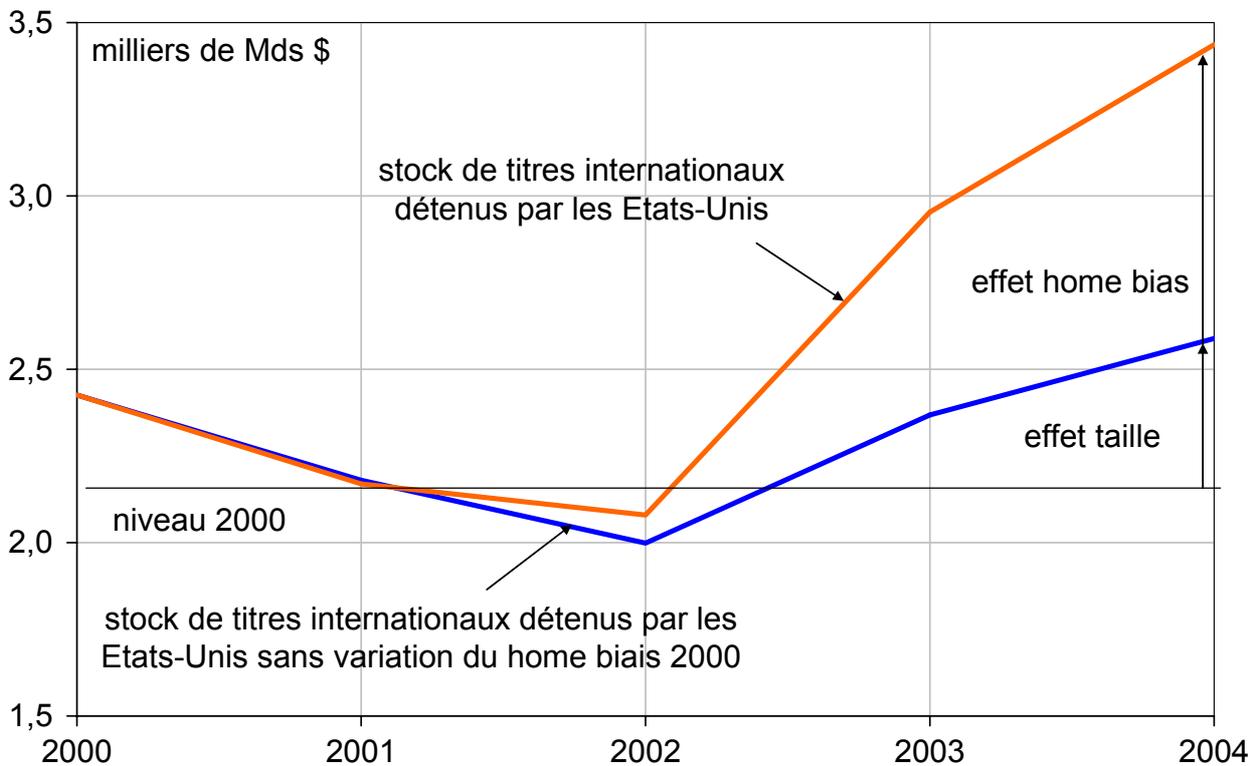
Graphique 8 : Le biais domestique aux Etats-Unis (en Md\$)



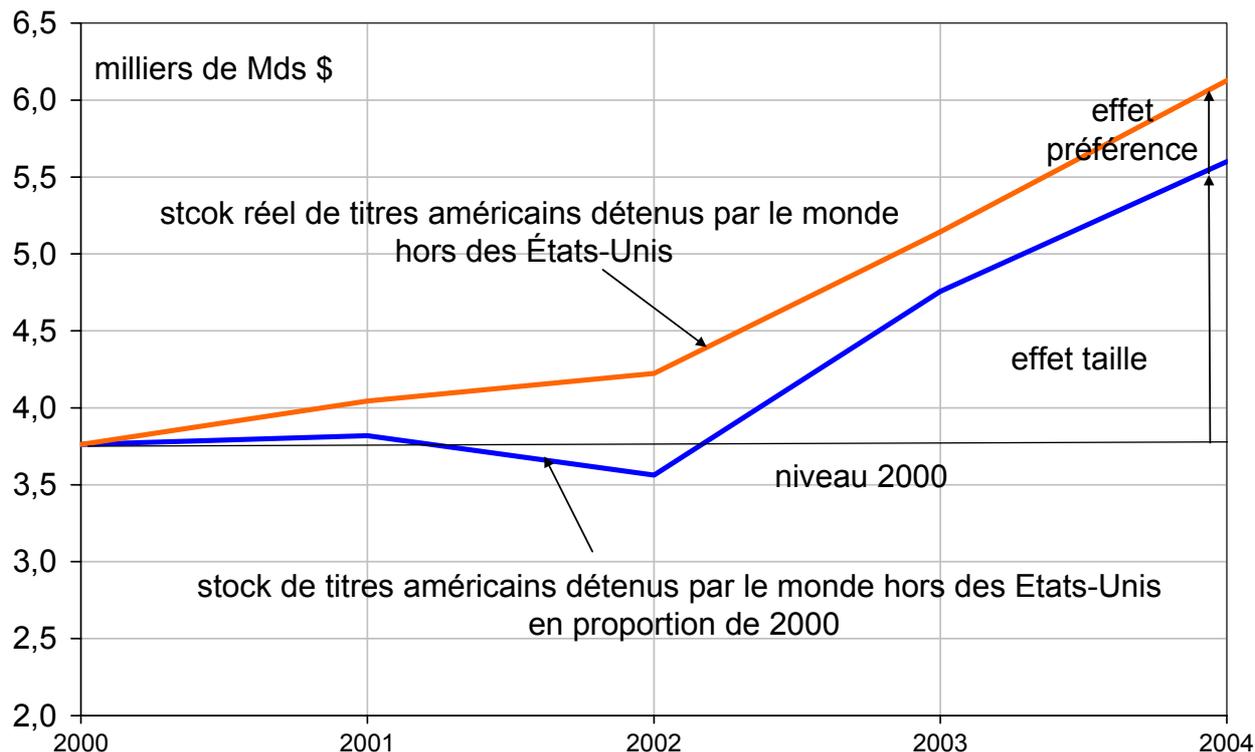
Graphique 9 : Le biais domestique « Monde hors des Etats-Unis » (en milliers de Mds \$)



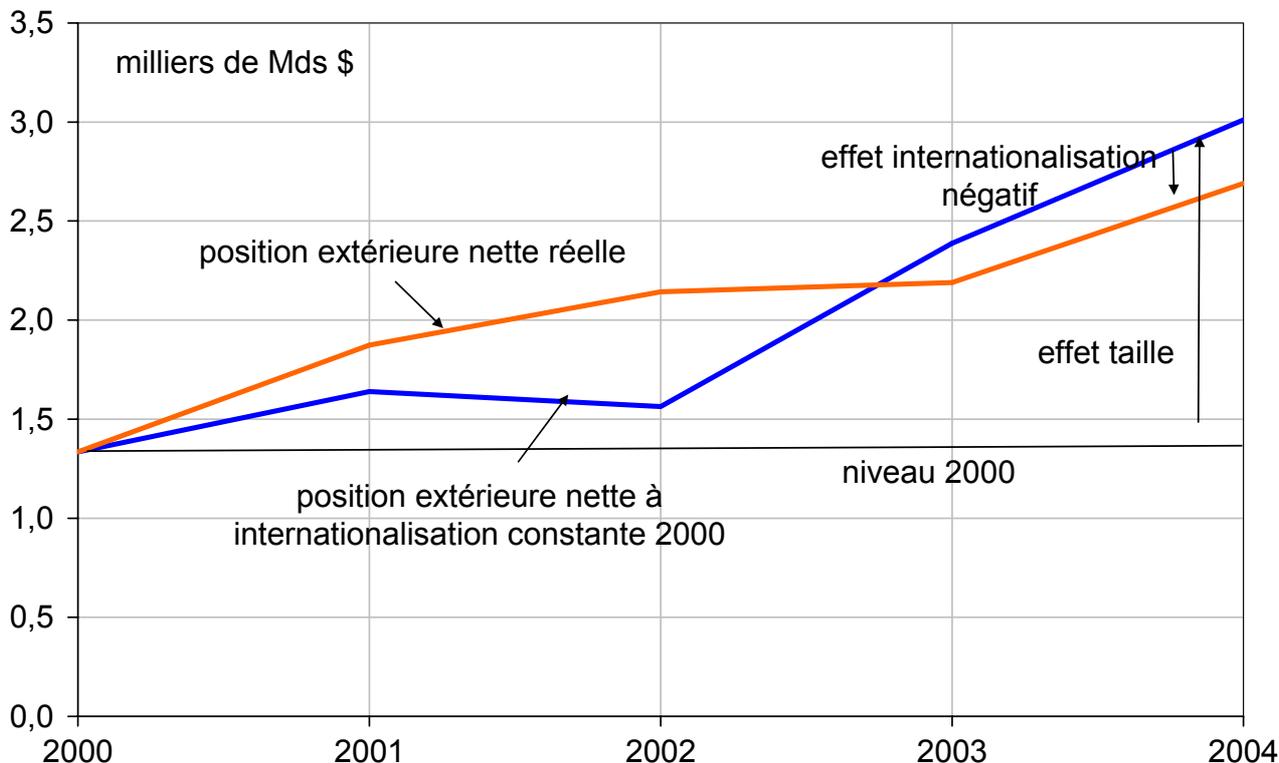
Graphique 10 : Titres internationaux détenus par les Etats-Unis



Graphique 11 : Titres américains détenus par le monde hors des Etats-Unis



Graphique 12 : Position extérieure nette du portefeuille américain



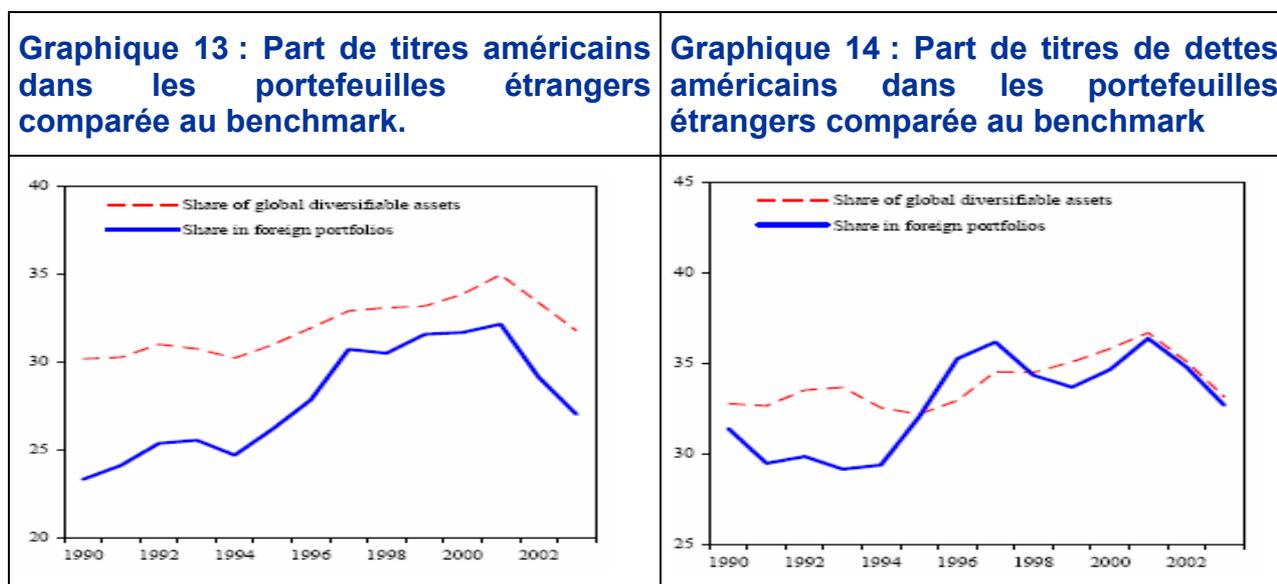
Source : BEA

Entre 2000 et 2004, les données montrent que la dégradation de la position extérieure nette (sur les portefeuilles¹¹) a été limitée à environ 1355 Md\$, alors que le seul effet taille l'aurait dégradée de 1675 Md\$.

5 - L'internationalisation des Etats-Unis se situe dans la moyenne des pays industrialisés.

5-1 En 2003, les titres américains n'apparaissent pas surreprésentés dans les portefeuilles étrangers.

Dans la seconde moitié des années 1990, la part de titres américains dans les portefeuilles étrangers a eu tendance à se rapprocher du benchmark (l'écart au benchmark est de 7% en 1990 et de 2% en 2000). Cette tendance s'est nettement ralentie sur la période plus récente, en particulier sur les actions (25% en dessous du benchmark en 2003), les titres de dette étant revenu au niveau du benchmark (cf. graphiques 13 et 14).



5-2 En 2003, l'internationalisation de la position extérieure¹² américaine reste relativement faible par rapport à celle des autres pays industrialisés.

Une comparaison de l'internationalisation américaine et d'une moyenne des internationalisations des autres pays industrialisés montre que les Etats-Unis ne sont pas particulièrement internationalisés (graphique 18). Du côté de l'actif, ceci pourrait s'expliquer par le niveau élevé du *home bias* aux Etats-Unis : la taille du marché américain (environ 40% des titres mondiaux) permet sans doute une certaine diversification des portefeuilles au sein des Etats-Unis sans avoir recours à des titres étrangers (pour les titres de portefeuille le *home bias* serait de l'ordre de 9 % aux Etats-Unis contre 18 %¹³ pour la zone euro). S'y ajoute, côté passif, sur la période récente l'affaiblissement de

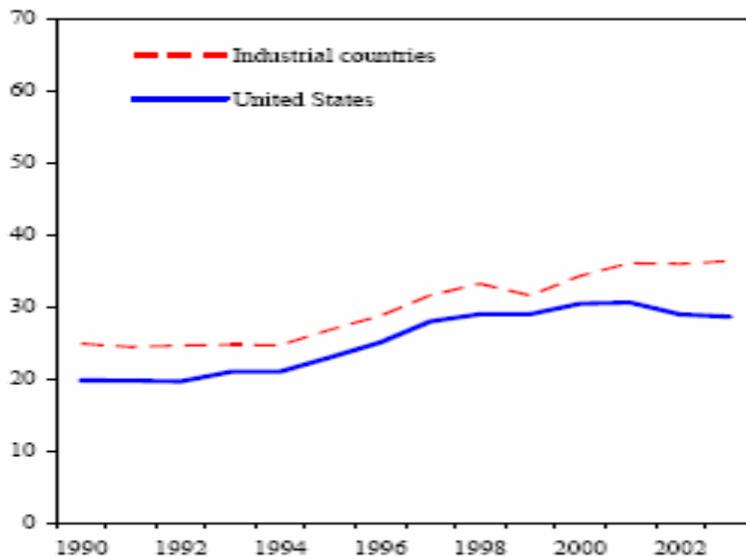
¹¹ En fait, la position extérieure nette sur les portefeuilles correspond pratiquement à la position extérieure nette globale, les autres postes (IDE et « autres investissements ») étant proches de l'équilibre.

¹² L'internationalisation de la position extérieure est définie comme la moitié de la somme des internationalisations de l'actif (part de titres étrangers détenus par les Etats-Unis) et du passif (part de titres américains détenus par les étrangers).

¹³ Source BCE et FMI

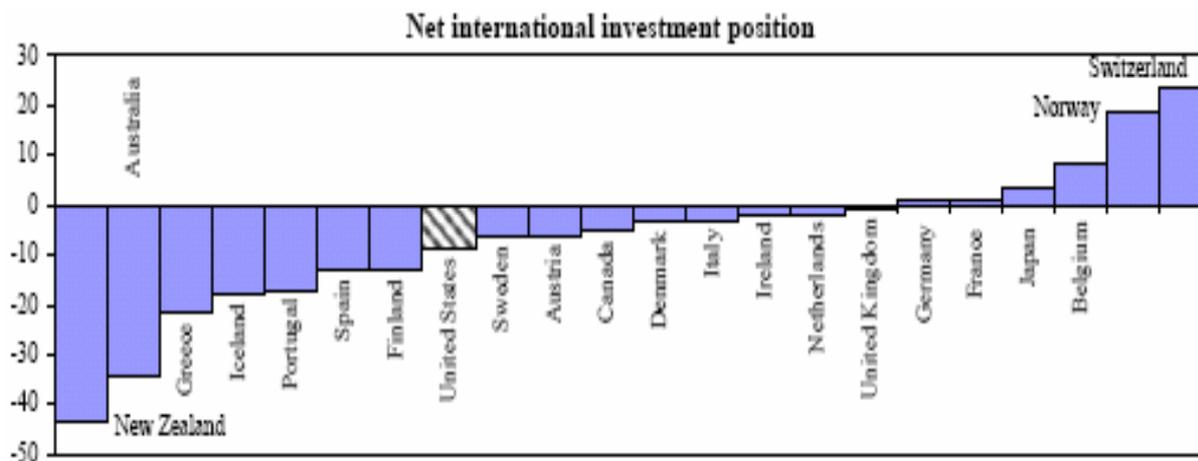
l'attractivité relative des titres américains pour les investisseurs étrangers. Rapportée à la taille de l'économie financière américaine, la position extérieure nette apparaît nettement moins déficitaire que celle de pays comme l'Australie ou la Nouvelle Zélande (graphique 19).

Graphique 18 : Internationalisation des portefeuilles, comparaison EU/pays industriels¹⁴.



Source : FMI « A global view of the US investment position », Andrew Swinston, WP/05/181

Graphique 19 : Comparaison avec les autres pays industriels



Source : FMI « A global view of the US investment position », Andrew Swinston, WP/05/181

¹⁴ La formule utilisée dans ce graphique est celle du degré d'internationalisation décrit en note de bas de page n°12. La courbe relative aux pays industriels résulte d'une moyenne sur l'ensemble des pays concernés.

CONCLUSION

Les données observées montrent que l'internationalisation structurelle des portefeuilles a fortement contribué à l'accentuation des déséquilibres extérieurs dans les années 90. C'est particulièrement vrai pour les Etats-Unis qui ont beaucoup attiré les investisseurs étrangers. Les capitaux ont continué d'affluer dans les années 2000, et dans des proportions encore plus grandes comme en témoignent les chiffres de la position extérieure américaine. Mais le mécanisme à l'œuvre est différent : la taille de la capitalisation mondiale progresse plus vite que celle des Etats-Unis et le portefeuille de titres américains détenu par l'étranger s'en trouve mécaniquement augmenté par l'achat de titres supplémentaires pour maintenir la même structure de diversification. On peut principalement y voir un effet de la croissance rapide des pays émergents et considérer que l'internationalisation de l'épargne au profit des Etats-Unis devrait se poursuivre que ce soit sous l'effet d'un accroissement mécanique des volumes et/ou d'une plus forte attractivité. De ce point de vue, les quelques données disponibles sur 2005¹⁵ montrent une poursuite des tendances observées dans les années 2000 : l'effet « taille » accentue l'endettement des Etats-Unis vis-à-vis du reste du monde, l'effet « internationalisation » favorise au contraire un désendettement. En l'absence de signes tangibles d'un regain d'intérêt pour les titres américains, le déficit courant continuerait donc de se financer grâce à des effets de volume. Ce mode de financement pourrait se tarir si le home bias des Etats-Unis se mettait à baisser encore plus rapidement dans les années à venir (sur les 5 dernières années il a baissé d'environ 0,5 point par an en moyenne) ou/et si les investisseurs étrangers décidaient de modifier la structure de leur portefeuille au détriment des titres américains. Aucune de ces deux tendances n'est observée à ce stade.

¹⁵ Flow of Funds et indices boursiers.

Références Bibliographiques

- Bernanke B.** 2005. “The global saving glut and the US current account deficit” – Homer Jones Lecture.
- Feldstein, M. and Horioka, C.** 1980: “Domestic saving and international capital flows”, *Economic journal*.
- Greenspan A.** 2005. “Current account”. Speech, Advancing Enterprise 2005 Conference.
- Milesi-Ferreti GM., Lane PR.** 1999. « The external wealth of nations : measures of foreign assets and liabilities for industrial and developing countries » - Centre for Economic Policy Research.
- Milesi-Ferreti GM., Lane PR.** 2003. « International financial integration » IMF Staff Papers, Vol ; 50 Special issue, pp. 82-113.
- Milesi-Ferreti GM., Lane PR.** 2005. « A global perspective on external position » - IMF working paper.
- Milesi-Ferreti GM., Lane PR.** 2006. « Capital flows to emerging Europe » - IMF.
- Obstfeld M. Rogoff K.** 2000 “The six major puzzles in international macroeconomics: is there a common cause?” National Bureau of Economic research (NBER) Working paper n°7777.
- Obstfeld M. Rogoff K.** 2000, “Perspectives on OECD Economic “Integration: Implications for US Current Account Adjustment”, Document présenté lors du Federal Reserve Bank of Kansas City symposium sur le thème “Global Economic Integration: Opportunities and Challenges” à Jackson Hole, Wyoming, 24-26 août.
- Obstfeld M. Rogoff K.** 2004. “The unsustainable US current account position revisited”, revised novembre 2005 – National Bureau of Economic research (NBER)- Working Paper n°10869.
- Obstfeld M. Rogoff K.** 2005. “Global current account imbalances and exchange rate adjustments” – Brookings Papers on Economic Activity, forthcoming.
- Swinston Andrew** 2005. « A global view of the US investment position » - IMF working paper.

Annexe 1

Déficit courant, imperfections sur le marché des biens et hausse des taux d'intérêt réels selon Obstfeld et Rogoff

Dans un modèle à deux périodes et où les agents ont de la préférence pour le présent, un pays peut connaître un déficit courant en première période et un excédent en seconde période.

Obstfeld et Rogoff (2000, 2004) montrent que le taux d'intérêt réel augmente lors de la première période, car les agents anticipent une déflation en seconde période ; cette déflation s'explique par la nécessité de réduire le déficit courant.

Plus précisément, la résorption du déficit en deuxième période doit passer par une baisse de la demande intérieure. Cette baisse de la demande affecte les différents marchés de biens et induit des changements de prix relatifs et une déflation :

- Argument de 2000.

La baisse de la demande américaine affecte davantage le marché intérieur des biens non échangeables que celui des biens échangeables américains. En effet, les biens non échangeables américains sont consommés uniquement par des Américains, tandis que les biens échangeables américains sont consommés pour partie seulement par les Américains ; donc la baisse de la demande américaine est davantage ressentie dans le secteur des biens non échangeables américains, ce qui provoque une baisse du prix relatif des biens non échangeables américains par rapport au prix des biens échangeables américains. A change constant, cette baisse du prix relatif provoque un ralentissement des prix aux Etats-Unis, car le prix des biens échangeables américains est fixé à l'étranger, tandis que le prix des biens non échangeables diminue relativement.

- Argument de 2004.

La baisse de la demande américaine affecte davantage le marché des biens échangeables américains que le marché des biens échangeables étrangers, car les Américains ont une préférence pour les biens nationaux et possèdent une part supérieure de biens échangeables américains dans leur panier de consommation ; ainsi, quand ils diminuent leur consommation, la baisse de la demande se fait davantage ressentir sur le marché des biens échangeables américains que sur le marché des biens échangeables étrangers. Ceci provoque aux Etats-Unis une baisse du prix des biens échangeables américains par rapport au prix des biens échangeables étrangers vendus sur le territoire américain. Cette baisse des termes de l'échange diminue l'indice des prix à la consommation américains, car le prix des biens échangeables consommés par les Américains diminue (ceci, car les Américains consomment davantage de biens échangeables nationaux, dont le prix relatif diminue).

Au total, la réduction du déficit courant provoque une baisse de l'inflation. Ainsi, lors de la période de déficit (première période), les agents anticipent cela, ce qui accroît le taux d'intérêt réel et rend plus urgent la réduction du déficit courant... Le déficit est ainsi naturellement limité dans son ampleur, par cet effet de hausse des taux ; l'épargne et l'investissement domestiques ne peuvent donc diverger trop longtemps.

L'originalité de l'argument de Obstfeld et Rogoff tient au fait que la forte corrélation entre épargne et investissement domestique est ici expliquée par des imperfections sur le marché des biens et non des capitaux ; ces imperfections sont liées à des « coûts de transaction commerciaux » (« trade costs »). En effet, si la réduction du déficit courant provoque une baisse de l'inflation, c'est parce que :

- il existe des biens non échangeables, c'est-à-dire des biens pour lesquels le coût de transaction est infini (2000).
- les Américains ont une préférence pour les biens échangeables domestiques ; cette préférence est due à l'existence de faibles coûts de transaction, qui font que les biens échangeables domestiques et étrangers ne sont pas de parfaits substituts (2004).

Annexe 2

Mesure du *home bias* et de l'internationalisation à partir des stocks de titres

L'offre et la détention de titres dans un pays et dans le reste du monde peuvent être schématisées ainsi :

	Titres émis par la zone (D)	Titres émis par le reste du monde (W-D)
Titres détenus par des résidents de la zone	D-L*	A*
Titres détenus par des étrangers	L*	W-D-A*

Offre et détention des titres nationaux et étrangers

A* = stock de titres étrangers détenus par la zone

L* = stock de titres de la zone détenu par les étrangers

D = titres émis par la zone

W = total titres monde

La richesse des résidents est $A = D + A^* - L^*$, celle des non résidents est $W - A$

La théorie « naïve » du portefeuille international optimale conduit tous les agents à détenir un portefeuille semblable au portefeuille mondial (ICAPM), on peut déterminer la valeur de certains ratios théoriques :

$$[A^*/A]_{\text{theo}} = (W-D)/W$$

$$[L^*/A]_{\text{theo}} = (W-D)/W$$

Pour mesurer le *home bias* domestique, ou plus précisément le défaut d'internationalisation du portefeuille des résidents, on définit le ratio suivant :

$$\text{Home bias} = A^*/A \Big/ [A^*/A]_{\text{theo}} = A^*/A \Big/ (W-D)/W$$

Lorsque ce ratio est plus faible que 1, la quantité de titres étrangers détenus par les résidents est plus faible que celle issue du modèle ICAPM.

Pour mesurer le *home bias* étranger, ou plus précisément le défaut d'internationalisation du portefeuille des étrangers, on définit le ratio suivant :

$$\text{Foreign Investors' bias} = L^*/A \Big/ [L^*/A]_{\text{theo}} = L^*/A \Big/ (W-D)/W$$

Par souci de symétrie, il aurait été plus logique de définir le ratio $L^*/(W-A) \Big/ [L^*/(W-A)]_{\text{theo}}$, mais la différence entre les deux ratios est faible et uniquement liée à la position extérieure nette du pays.

La définition retenue permet en outre de construire de façon simple un degré d'internationalisation et une position extérieure nette normalisée.

L'internationalisation est définie par le rapport entre $1/2[A^*+L^*]/A$ et sa valeur théorique qui est encore une fois égale à $(W-D)/W$. Lorsque ce ratio est plus petit que 1, les détentions croisées de titres sont plus faibles que celles données par le modèle ICAPM. Ce ratio se construit à partir des deux précédents :

$$\text{Internationalisation} = [\textit{home bias} + \textit{Foreign Investors' bias}]/2$$

La position extérieure nette rapportée à la richesse des résidents n'a pas de valeur déterminée par le modèle théorique, sauf à supposer qu'elle devrait être nulle. On ne peut pas construire de ratio « écart à la valeur théorique » comme pour l'internationalisation, le *home bias* et le *foreign investor's bias*. Pour garder une grandeur comparable aux trois autres, on définit :

$$\text{Position extérieure nette} = \textit{home bias} - \textit{Foreign Investors' bias}$$

Cette Position extérieure nette normalisée est proportionnelle à la position extérieure nette standard, le coefficient de normalisation n'ayant pas d'interprétation économique.

Annexe 3 Données utilisées pour l'étude sur 2000 – 2005

Les données utilisées ont été collectées (ou reconstituées) pour les années 2000 à 2004, à partir de plusieurs sources :

- **Bureau of Economic Analysis (BEA)** qui fournit des données depuis 1976 sur les stocks de titres étrangers détenus en fin d'année par les US et les stocks de titres US détenus par les non résidents.
- **Banque des règlements internationaux (BRI)** qui publie chaque trimestre des données sur la valeur du portefeuille (dettes exclusivement) étranger détenu par chaque zone.
- **Flow of Funds** base de donnée contenant des series longues sur les flux et les stocks de l'actif et du passif américains par secteur
- **Fonds monétaire international (FMI)** qui fournit deux types de sources
 - Le Coordinated Portfolio Investment Survey (CPIS) qui permet d'obtenir les données pour 2001 à 2004 des titres internationaux détenus par le monde et des titres US détenus par les étrangers sous forme de tableau croisé.
 - Le « Global Financial Stability Report » qui, dans le statistical appendix indique la taille du portefeuille de titres (« capital markets ») et, notamment, les chiffres « monde » et « US » décomposé entre actions (stock market capitalization) et obligations (debt securities). Seules les données de 2001 à 2004 sont disponibles.

Les données 2005 sur les actions ont été calculées à partir d'un indice de capitalisation.