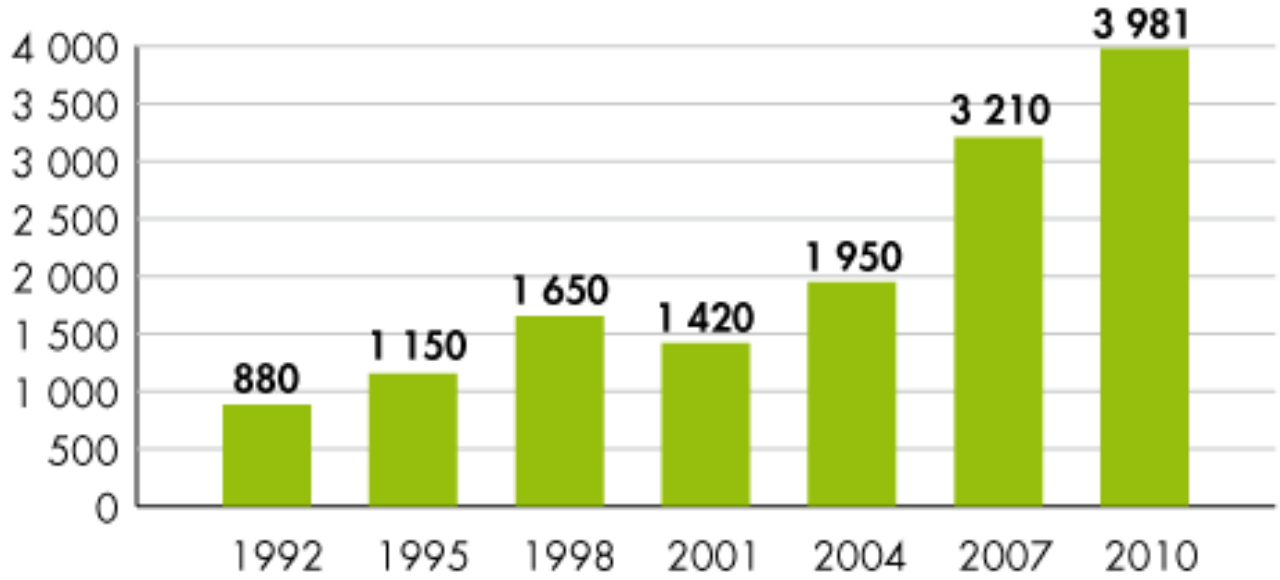
THEME 2 : LA DYNAMIQUE DE LA MONDIALISATION FINACIERE

CHAPITRE 1
BALANCE DES PAIEMENT ET TAUX DE CHANGE

- DOSSIER DOCUMENTAIRE –

Document 1 : Transactions quotidiennes sur le marché des changes (en milliards de $)



Source : Rapport de la BRI, 2010

Document 2 : La balance des paiements

La balance des paiements retrace l'ensemble des flux entre une économie et le reste du monde durant une période donnée (une année, un trimestre, un mois). Plus précisément, il s'agit de retracer les flux entre les résidents d'une économie et les non-résidents.

En général, les opérateurs extérieurs à la zone euro veulent être payés dans leur monnaie […]. Les flux entrants de devises sont notés au crédit […]. Les flux sortants devises sont placés au débit (emplois). La partie « crédit » (ressources) de la BP décrit l'origine des devises entrées dans l'économie. Les ressources ne sont pas seulement des recettes. Parmi les flux qui entrent dans une économie au cours d'une période, il y a aussi de nouveaux emprunts […], qui sont des ressources mais pas des recettes (parce que ces flux vont induire des sorties de vises dans le futur). Symétriquement, le débit retrace non seulement les dépenses en devises, mais aussi le remboursement des emprunts ou les prêts accordés au reste du monde.

Comme la BP retrace, pour une économie et une période donnée, l'origine (les ressources) et l'utilisation (les emplois) des devises, le total du crédit est nécessairement égal à celui du débit. C'est un équilibre comptable, rien de plus. Il nous indique qu'il n'y a pas d'erreur dans l'enregistrement. […]
Pour comptabiliser tous ces flux, on les traduit dans une même unité de compte. En général il s'agit de la monnaie nationale […] ou une monnaie de référence.

Source : M. Raffinot et B. Venet, La balance des paiements, La découverte, 2003

Document 3 : La comptabilité en partie double

[La balance des paiements] est construite sur le principe de l'écriture en partie double. Chaque opération donne lieu à une double écriture. Cela signifie que toute transaction doit être comptabilisée deux fois : une fois suivant sa nature économie (biens, services, capitaux etc.) et une fois suivant le mode de règlement (devises, crédit, etc.). Une importation, par exemple, s'inscrit en débit (la marchandise entre mais les devises sortent) et donne lieu à une opération en crédit correspondante, qui peut être une sortie de devise (paiement en liquide), ou, plus souvent, un crédit commercial, voire une exportation (troc). Dans le cas d'une importation financée par un crédit commercial accordé à l'importateur par le fournisseur étranger, on a :

	Crédit	Débit
Importation		1000
Crédit	1000	

Si l'importation est réglée par un paiement en devises au cours de la même période, on a :

	Crédit	Débit
Importation		1000
Réserves de change	1000	

On retrouve ici la règle, un peu déroutante, selon laquelle une variation des réserves de change inscrite au crédit (positive) signifie une réduction de ces dernières.

Source : M. Raffinot et B. Venet, La balance des paiements, La découverte, 2003

Document 5 : La structure de la balance des paiements

Pour permettre une analyse économique de la BP, les entrées et sorties de devises sont classées en un certain nombre de grandes catégories. […] La balance des paiements est structurée de la manière suivante […] :

1. Balance courante	1.1 Balance des biens et services	1.1.1 Balance des biens (balance commerciale) 1.1.2 Balance des services
	1.2 Balance des revenus	1.2.1 Revenu du travail 1.2.2 Revenus du capital
	1.3 Balance des transferts courants	
2. Compte de capital et des opérations financières	2.1 Compte de capital	
	2.2 Compte financier	2.2.1 investissement direct 2.2.2 Investissement de portefeuille 2.2.3 Produits financiers dérivés 2.2.4 Autres investissements 2.2.5 Avoirs de réserves

La balance courante (ou compte courant)

Cette balance comprend la balance commerciale, la balance des services (qui forment la balance des biens et des services), celle des revenus et celle des transferts courants.

La balance commerciale

Elle comprend les exportations et les importations de biens (en crédit et en débit respectivement). Il s'agit de mouvements de marchandises qui font l'objet d'un transfert de propriété d'un résident à un non-résident (le transport et l'assurance sont comptabilisés dans le balance des services).

La balance des services

Elle comprend tous les services (produits immatériels) vendus à des non-résidents (crédit) et les services achetés à des non-résidents (débit). Les services forment un ensemble très hétérogènes de onze catégories […]

La balance des revenus

Cette balance retrace toutes les transactions entre résidents et non-résidents correspondant à la rémunération de facteurs de production (travail, capital, terre). Les revenus du travail retracent les rémunérations versées à des travailleurs non-résidents (essentiellement des travailleurs non frontaliers, en débit) et les rémunérations reçues en dehors de l'économie par les travailleurs résidents (dont les coopérants, en crédit). Ce poste ne comprend pas les sommes versées ou reçues par des travailleurs émigrés ou immigrés depuis plus d'un an, qui sont des résidents, quelle que soit […].

La balance des transferts courants

Cette balance comprend les transferts sans contrepartie publics ou privés, en espèce ou en nature […]. On y distingue les transferts publics courants (subventions publiques à des non-résidents en débit, ou vice versa en crédit). Sous cette rubrique figurent les dons (en monnaie ou en nature) au titre de l'aide au développement, les versements au budget de l'Union européenne […]. Les transferts privés courants comprennent les subventions privées à des non-résidents, notamment les transferts des travailleurs immigrés depuis plus d'un an […] à des résidents de leur pays d'origine.

Le compte de capital et des opérations financières

[Cette balance] comprend la balance des capitaux et la balance des opérations financières. En fait, seule la seconde comprend ce que l'on nomme habituellement des « mouvements de capitaux ».

Le compte des opérations financières

Ce dernier présente les opérations qui accroissent les créances ou les engagements des résidents vis-à-vis de non-résidents. […] On distingue les investissements directs, les investissements de portefeuille, les autres investissements. […]

Les avoirs de réserve

[…] Dans tous les cas, il s'agit d'opérations sur les avoirs en devises (monnaie fiduciaire, dépôts et titres), l'or monétaire détenu par la banque centrale, les droits de tirages spéciaux, la position de réserve au FMI.

Source : D'après M. Raffinot et B. Venet, La balance des paiements, La découverte, 2003

Document 5 : La Balance des paiements de la France (présentation en soldes)

COMPTES	SOLDES (en milliards d'euros)	
	2010	**2011**
Compte de transactions courantes	**-30,2**	
Biens	-52,9	-73,5
Services	15,9	24,2
Revenus	40,7	46,9
Transferts courants	-33,8	-36,6
Compte de capital	**0,0**	**-0,1**
Compte financier	**27,5**	
Investissements directs	-34,9	-34,4
Investissements de portefeuille	123,2	251,6
Produits financiers dérivés	34,3	13,8
Autres investissements	-89,3	-177,3
Avoirs de réserve	-5,8	5,5
Erreurs et omissions (1)	**2,7**	

(1) *Égales, mais de signe opposé, à la somme des soldes du compte financier, du compte de capital et du compte de transactions courantes*

Source : www.banque-france.fr

Document 6 : Interpréter la balance des paiements

Comme l'implique la comptabilisation ressources-emplois, le total du crédit est égal au total du débit. Dans ces conditions, que veut-on dire lorsque l'on parle de BP excédentaire ou déficitaire ?

Balance des paiements de la zone euro en 2002 en milliards d'euros

	Crédit	Débit	Solde
1. Biens et services	1 384	1 238	146
2. Revenus	236	275	-39
3. Transferts courants	85	130	-45
4. Capital	19	7	12
5. Opérations financières	396	467	-71
6. Variations des réserves		3	-3
Total	2 119	2 119	0

On appelle « solde de la balance des paiements » le total des soldes concernant les postes 1 à 5. Ici la balance globale des paiements de la ZE est donc excédentaire à hauteur de 3 milliards d'euros. Cet excédent se traduit par une augmentation des réserves de 3 milliards d'euros. (lorsqu'un exportateur de la ZE reçoit un paiement de son client étranger, il dépose les devises à sa banque, qui lui fournit des euros, et les réserves augmentent.) ; augmentation qui est inscrite au débit car elle correspond à un emploi des devises pour la période considérée. Pour quoi la BCE a-t-elle accumulée des réserves en 2002 ? C'est ce que précisent les autres postes.

La balance des opérations de biens et services est excédentaire de 146 milliards d'euros. La ZE est donc « compétitive », an partie grâce à la faiblesse de l'euro cette année-là. […] L'atonie de la demande dans la ZE a aussi joué un rôle, en réduisant la demande d'importations.
La balance des revenus est déficitaire : les investissements passés dans la ZE ont été importants et ils rapportent à leurs propriétaires plus que les investissements de la ZE à l'extérieur.
Dans le cas de la ZE, les investissements dans la ZE en 2002 sont inférieurs de 71 milliards d'euros à ceux que les investisseurs résidents de la ZE réalisent à l'extérieur. Les opérations financières entraînent donc une sortie de devises (ce qui veut dire que les créances de la ZE sur le reste du monde progressent plus vite que celles du reste du monde sur la ZE).
La diminution des réserves est-elle une mauvaise chose ? A court terme sans doute, mais à moyen terme c'est moins évident. Les capitaux qui sont sortis de la ZE devront être rémunérés dans le futur. Cela impliquera probablement des entrées de devises dans l'économie.

Source : M. Raffinot et B. Venet, La balance des paiements, La découverte, 2003

Document 7 : Balance des paiements et équilibre macroéconomique

Les flux internationaux de capitaux répondent à l'évidence à des déterminants microéconomiques, de type rendements escomptés ou risques encourus, auxquels réagissent les emprunteurs ou les investisseurs intervenant sur les marchés internationaux. Mais dans le même temps ils contribuent à l'équilibre macroéconomique en économie ouverte en relâchant l'égalité nécessaire entre l'épargne et l'investissement domestique au sein de chaque économie. Essayons de montrer à partir de la modélisation schématique d'une économie nationale.
On définit d'abord les composantes du produit national, Y :

$$\mathbf{Y = C + I + X + G} \ \textit{(1)}$$

Pour une année donnée, Y est le produit national, qui se décompose en C et I les biens de consommation et les biens d'investissement produits à l'échelle domestique, X les biens domestiques exportés et Gles biens et services faisant l'objet de dépenses publiques.
On définit ensuite la structure d'affectation du revenu national R :

$$\mathbf{R = C + S + M + T} \ \textit{(2)}$$

R est le revenu national issu de la rémunération du facteur travail et du facteur capital, affecté à C et à S la consommation er l'épargne, M la dépense affectée aux importations, et T les impôts prélevés par l'Etat.
Pour des raisons comptables, le produit national équivaut nécessairement au revenu national :

$$\mathbf{Y = R} \ \textit{(3)}$$

Donc selon (1), (2) et (3) :

$$\mathbf{C + I + X + G = C + S + M + T} \ \textit{(4)}$$

D'où l'on tire :

$$\mathbf{(X - M) = (S - I) + (T - G)} \ \textit{(5)}$$

Autrement dit, le solde de la balance des paiements courants est nécessairement égal au cumul de l'excès de l'épargne sur l'investissement et du solde budgétaire.

Par ailleurs, l'équilibre comptable de la balance des paiements d'une économie s'écrit :

$$\mathbf{(X - M) - (XK - MK) - \Delta R = 0} \quad \textit{(6)}$$

Où XK représente les sorties de capitaux (augmentation des avoirs des résidents sur les non-résidents), MK les entrées de capitaux (augmentation des avoirs des non-résidents sur les résidents) et ΔR la variation des réserves de change. En chages fixes, les interventions des banques centrales expliquent que celles-ci augmentent en présence d'un exécédent courant ou d'entrées nettes de capitaux, et diminuent en cas inverse.
Si l'on raisonne, pour simplifier, en changes flexibles, il n'y a plus d'intervention de la part des banques centrales, ΔR=0 et l'on a :

$$\mathbf{(X - M) - (XK - MK) = 0} \quad \textit{(7)}$$

Par conséquent :

$$\mathbf{(X - M) = (XK - MK)} \quad \textit{(8)}$$

Et donc :

$$\mathbf{(X - M) > 0 \Leftrightarrow (XK - MK) > 0} \quad \textit{(9)}$$

Autrement dit, en changes flexibles, un excédent courant est nécessairement combiné à des sorties nettes de capitaux. De la même manière, un déficit courant doit nécessairement être financé par des entrées nettes de capitaux :

$$\mathbf{(X - M) < 0 \Leftrightarrow (XK - MK) < 0} \quad \textit{(10)}$$

Si l'on revient à l'équilibre macroéconomique en économie ouverte et en changes flexibles, selon (5) et (8), on a :

$$\mathbf{(X - M) = (S - I) + (T - G) = (XK - MK)} \quad \textit{(11)}$$

Par conséquent :

$$\mathbf{(S - I) + (T - G) > 0 \Leftrightarrow (X - M) > 0 \Leftrightarrow (XK - MK) > 0} \quad \textit{(12)}$$

Un excédent d'épargne se traduit nécessairement par un excédent des paiements courants qui s'accompagne de sorties nettes de capitaux. Inversement, à un déficit d'épargne correspond un déficit des paiements courants qui exige des entrées nettes de capitaux pour assurer l'équilibre global des paiements avec l'étranger :

$$\mathbf{(S - I) + (T - G) < 0 \Leftrightarrow (X - M) < 0 \Leftrightarrow (XK - MK) < 0} \quad \textit{(13)}$$

En changes fixes, ou en changes flexibles impurs, selon (5) et (6), on aura :

$$\mathbf{(X - M) = (S - I) + (T - G) = (XK - MK) + (\Delta R)} \quad \textit{(14)}$$

Et donc :

$$(S - I) + (T - G) > 0 \Leftrightarrow (X - M) > 0 \Leftrightarrow (XK - MK) + (\Delta R) > 0 \quad (15)$$

$$(S - I) + (T - G) < 0 \Leftrightarrow (X - M) < 0 \Leftrightarrow (XK - MK) + (\Delta R) < 0 \quad (16)$$

Un excédent courant peut se traduire par des sorties nettes de capitaux et/ou par une diminution des réserves tandis qu'un déficit courant peut être financé par des entrées de capitaux et/ou une diminution des réserves.
En changes fixes, on peut toutefois avoir des combinaisons paradoxales si un excédent courant est associé à des entrées nettes de capitaux, ce qui se traduit alors par une augmentation accrue des réserves, ou bien si un déficit courant s'accompagne de sorties de capitaux, nécessitant alors des ponctions plus importantes sur les réserves de change. En effet, selon (5) et (6), on peut écrire :

$$(S - I) + (T - G) > 0 \Leftrightarrow (X - M) - (XK - MK) > 0 \Leftrightarrow (\Delta R) > 0 \quad (17)$$

$$(S - I) + (T - G) < 0 \Leftrightarrow (X - M) - (XK - MK) < 0 \Leftrightarrow (\Delta R) < 0 \quad (18)$$

Source : A. Cartapanis, Les marchés financiers internationaux, La découverte, 2004

Document 8 : L'exemple des « déficits jumeaux »

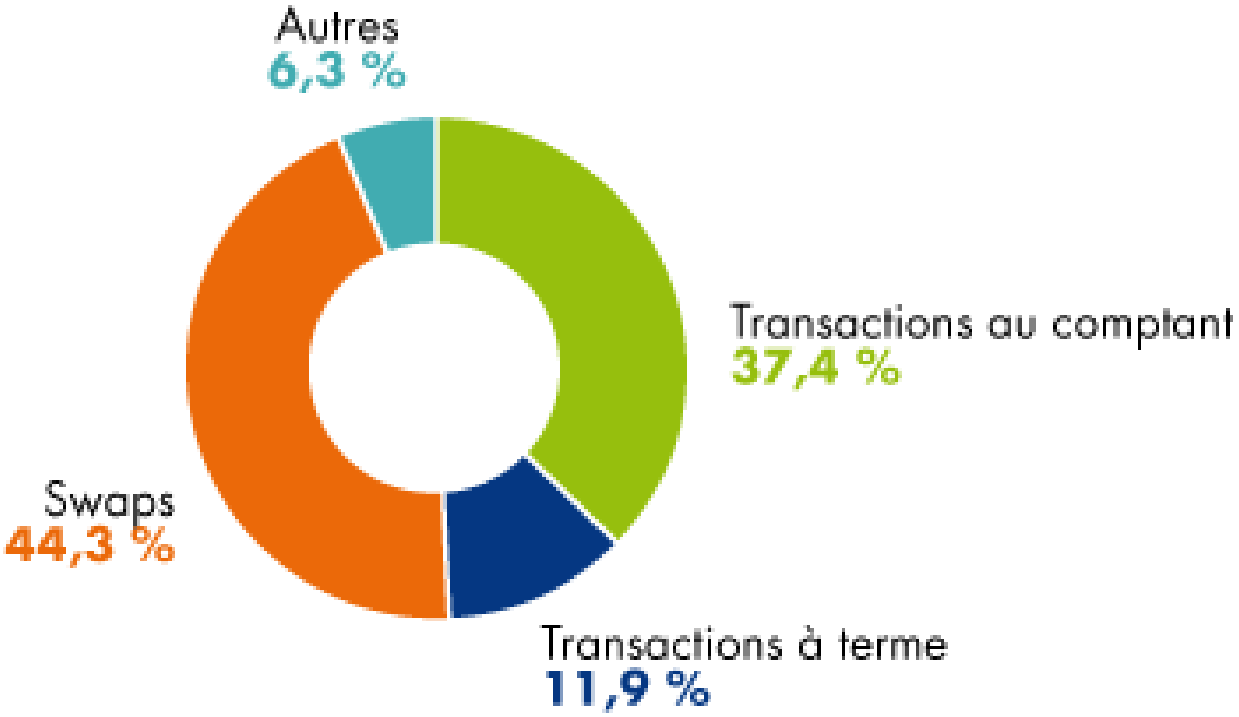
Il y a trente ans, la balance des paiements courants américains devient déficitaire, alors que sa balance commerciale l'est depuis 1971. La première économie mondiale consomme de manière débridée et ne sait plus épargner
C'était il y a trente ans, la Chine ne représentait pas encore près de 10 % du commerce mondial et n'était pas le fournisseur privilégié des Etats-Unis. Et pourtant, encore à l'équilibre au premier trimestre 1982, la balance des paiements courants des Etats-Unis est devenue déficitaire cette année-là et n'a cessé de l'être depuis. En effet, depuis 1982, elle n'a échappé au déficit qu'en 1991 et pour des raisons exceptionnelles liées aux versements effectués par les monarchies du Golfe pour financer la première guerre contre l'Irak.
Comment interpréter cette situation ? On peut raisonner à partir de la dérive de la balance commerciale qui est une des composantes de la balance des paiements courants. Celle-ci ajoutant aux échanges strictement commerciaux les mouvements de fonds liés à la rémunération des placements effectués à l'étranger, au tourisme ou à l'expatriation d'une partie de la population. La balance commerciale des Etats-Unis est, elle, en déficit depuis 1971. Cette année-là, le déficit fut de 3 milliards de dollars. En 2007, juste avant la crise, il a atteint 795 milliards de dollars, dont 350 de facture pétrolière.
L'Amérique, qui se désindustrialise et qui ne peut se limiter dans son orgie d'énergie, serait ainsi devenue dépendante des producteurs de pétrole et des usines asiatiques. A tel point que Nicholas G. Mankiw, économiste qui fut le conseiller du président George W. Bush, a pu déclarer que le taux de change du dollar est devenu un problème de politique intérieure aux Etats-Unis, dans la mesure où il a une incidence sur le quotidien des gens de façon différenciée.
A l'en croire, les différentes classes sociales américaines, dépendant de plus en plus des importations, ne vivent plus dans la même devise. La classe aisée passe ses vacances en Grèce, roule en automobile allemande et porte des costumes italiens qu'elle achète en euros. En revanche, les classes populaires s'approvisionnent dans des chaînes de magasins où 80 % des produits arrivent de Chine et vivent donc en yuans...
Mais cette vision des relations économiques internationales est partielle, voire partiale. Jacques

Rueff, qui conseilla de Gaulle dans son combat contre l'hégémonie monétaire américaine, écrivait dans un de ses livres sur l'analyse de la balance des paiements que " les hymnes à l'exportation ne sont que stupidité et mensonge. Ils supposent de n'avoir pas conscience de l'inanité de toute distinction entre commerce intérieur et international ".
Et de fait, l'économiste voit dans le déficit des paiements courants un manque d'épargne et non pas une faiblesse exportatrice. Cela s'écrit (S - I) + (T - G) = X - M, où S est l'épargne, I l'investissement, T les impôts, G les dépenses publiques - et donc T - G le déficit budgétaire - et enfin X - M le déficit de la balance des paiements courants. L'Amérique est en déficit extérieur parce qu'elle a désappris l'épargne. Et singulièrement l'épargne publique.
De fait, 1982 inaugure les " reaganomics ", cette version néoconservatrice du keynésianisme où l'on soutient l'activité et la croissance par un déficit budgétaire nourri de baisses d'impôts tandis que le keynésianisme de gauche tend à accroître les dépenses publiques. C'est ainsi que s'installa la logique des déficits jumeaux, les " twin deficits ".
Gémellité mythique mais contestable d'un certain point de vue car il y a plutôt un rapport de père - le déficit budgétaire - à fils - le déficit extérieur. Et en 1982, le déficit budgétaire s'emballe pour atteindre 6 % du produit intérieur brut (PIB). Mais quand, à la fin des années 1990, le déficit budgétaire disparaît, une politique monétaire ultra-accommodante, rendant l'épargne peu attractive et diffusant abondamment le crédit à la consommation, maintient le déséquilibre extérieur. L'Amérique, première économie mondiale, est devenue incapable d'épargner.
Il faut dire que rien ne l'y incite. L'Etat a pris l'habitude de baisser sans cesse ses impôts sans se soucier du financement des dépenses publiques ; la banque centrale inonde le pays de dollars sans se poser de questions sur les conséquences : la frénésie consommatrice américaine répand sur la planète une masse croissante de dollars.
En effet, les Etats-Unis peuvent se permettre de ne pas épargner et de vivre ainsi au-dessus de leurs moyens parce qu'ils détiennent ce que Jacques Rueff appelait un " privilège exorbitant ", celui de battre monnaie mondiale. Le déficit extérieur américain a pour pendant les excédents du reste de la planète et singulièrement des pays asiatiques.
Les pays excédentaires accumulent ainsi les dollars : dans les caisses de leur banque centrale (Chine voire Japon), dans des fonds souverains (les monarchies pétrolières), dans leur système financier (l'Allemagne). Et que peuvent-ils espérer en retour ? Naguère, ils pouvaient prétendre recevoir de l'or, ce que fit par exemple de Gaulle dans les années 1960 sur les conseils de Rueff. Mais, depuis 1971 et la décision de Nixon de déconnecter le dollar de l'or, c'est exclu. Alors ils placent ces dollars dans l'économie américaine et attendent en retour les fruits du travail américain. Fruits bien chiches quand on voit le taux de rémunération des placements aux Etats-Unis !
Déficit abyssal Voilà donc trente ans que l'Amérique consomme sans états d'âme, clamant même qu'elle rend un fier service au reste de l'humanité : si elle n'était pas là, qui achèterait la production des émergents et leur assurerait des taux de croissance spectaculaires ? Heureusement pour l'expansion mondiale que l'épargne a cessé d'être une préoccupation aux Etats-Unis !
Mais cela n'a qu'un temps. En 2008, la crise secoue les Etats-Unis. Le déficit budgétaire atteint 980 milliards de dollars et le déficit extérieur 710 milliards. En 2009, la situation s'aggrave, le déficit budgétaire atteint 1 520 milliards de dollars. Pourtant, le déficit extérieur est ramené à 410 milliards : la crise alarme les acteurs privés et le creusement du déficit public les pousse à redresser leur niveau d'épargne.
Certes, en 2012, les importations américaines auront continué à augmenter au rythme de 4 % par an, mais Rueff nous l'a dit : cela n'a guère de sens, tant ces importations sont diverses. En revanche, le déficit budgétaire a commencé sa décrue depuis les 11,3 % du PIB de 2009. Quant au déficit de la balance des paiements courants, il est ainsi passé de 6 % du PIB en 2006 à 3 % aujourd'hui.
Pendant la campagne électorale, Mitt Romney a dénoncé la facilité monétaire et les déséquilibres

liés au déficit extérieur américain au point d'évoquer la nécessité de revenir à l'or. L'Amérique commence à s'inquiéter de tous ces dollars qui circulent de par le monde, à s'interroger sur la part croissante de l'euro, malgré ses vicissitudes, dans les réserves monétaires mondiales. Une page va donc peut-être se tourner, celle de l'insouciance débridée des Américains.
De là toutefois à penser que les excès antérieurs finiront par conduire à la fin prochaine du privilège exorbitant du dollar, il y a encore un pas...

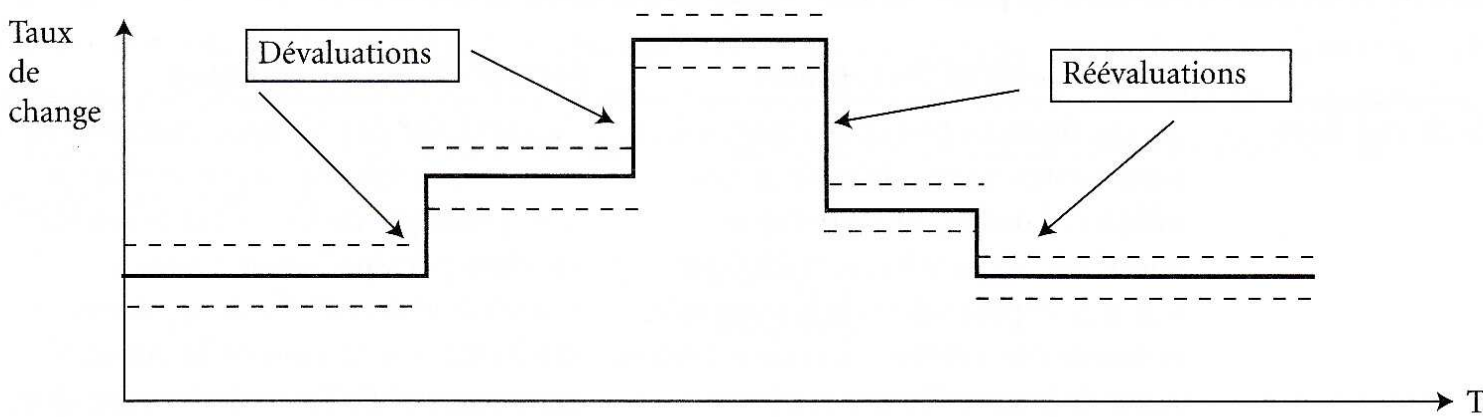
Source : Jean-Marc Daniel, « 1982 : les Etats-Unis soumis aux "déficits jumeaux" », Le Monde, 9 octobre 2012.

Document 9 : Répartition des opérations selon leur nature (en %)



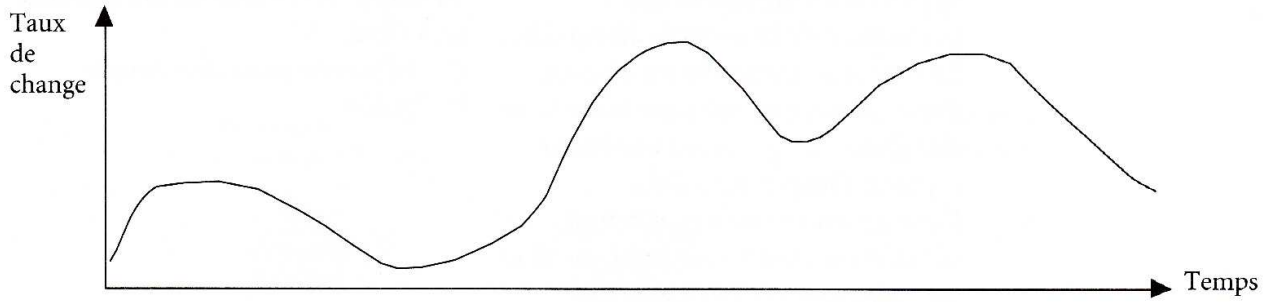
Source : Rapport de la BRI, 2010

Document 10 : Evolution du taux de change en régime de changes fixes



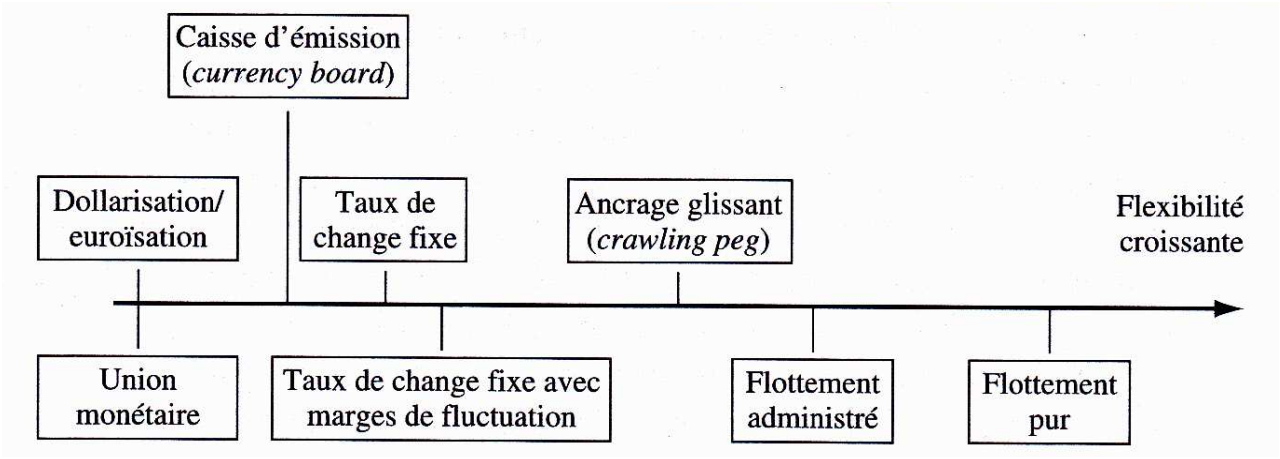
Source : Analyse économique et historique des sociétés contemporaines, Bréal, 2010

Document 11 : Evolution du taux de change en régime de changes flottants



Source : Analyse économique et historique des sociétés contemporaines, Bréal, 2010

Document 12 : Typologie des régimes de change



Source : A. Bénassy-Quéré et Alii, Politique économique, De Boeck, 2009

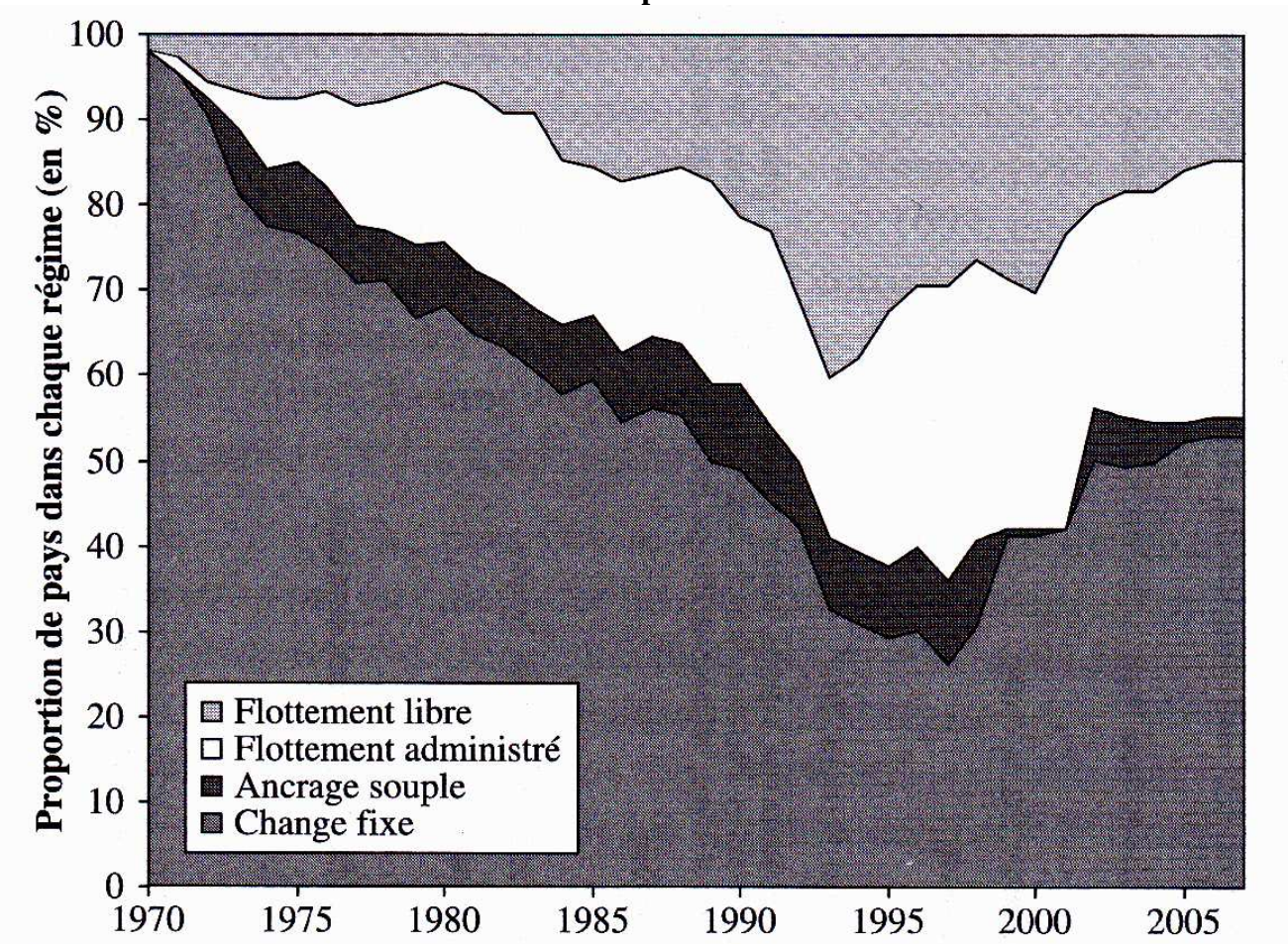
Document 13 : Les currency Boards

Les caisses d'émission constituent une solution radicale. Leur principe est le même que celui qui gouvernait l'étalon-or jusqu'à la Première Guerre mondiale, à ceci près qu'une devise forte, généralement le dollar, est substituée à l'or dans le rôle d'étalon. Concrètement, les autorités monétaires s'engagent à gager toute émission monétaire sur les réserves de change dont elles disposent à un taux de change fixe. Pour le citoyen, cela signifie que les liquidités dont il dispose, dépôts à vue inclus, sont convertibles en dollars à tout moment, sans restriction, à un taux absolument fixe. […]

La logique du currency board est simple : le pays qui le pratique renonce à toute souveraineté monétaire; au pouvoir discrétionnaire de la banque centrale est substituée une gestion automatique de l'offre de monnaie dont le niveau dépend du montant des réserves en devises. Le taux de change est irrévocablement fixe et le taux d'intérêt ne peut s'écarter du taux de la monnaie-étalon. Le currency board implique l'abandon de toute souveraineté monétaire. Qu'est-ce qui peut pousser un gouvernement à de te1les extrémités ? C'est la recherche de deux objectifs liés entre eux : obtenir la confiance des marchés et restaurer la stabilité monétaire. Inutile de dire que les conséquences d'un tel régime sont drastiques. Elles ont entraîné une « dollarisation » des économies concernées, avec l'acceptation d'ajustements économiques extrêmement coûteux sur le plan social en cas de contraction de la masse monétaire. Le coût élevé du currency board nuit à sa crédibilité car les pays qui l'appliquent peuvent être suspectés de vouloir l'abandonner tôt ou tard.

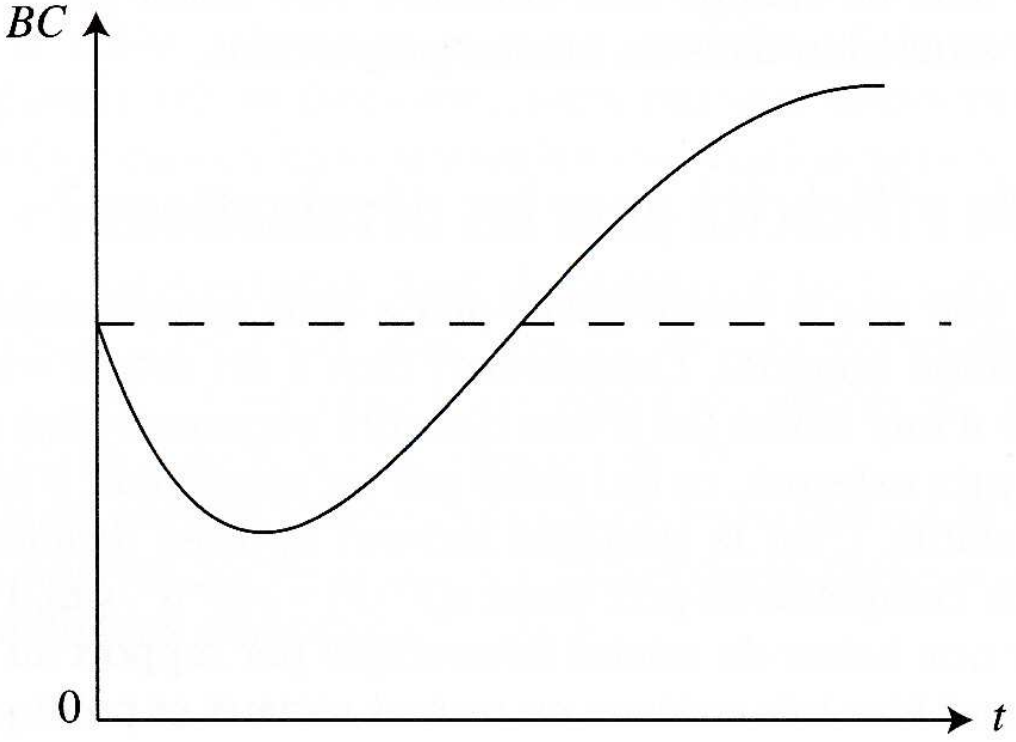
Source : D. Plihon, Les taux de change, La découverte, 2006

Document 14 : La peur du flottement



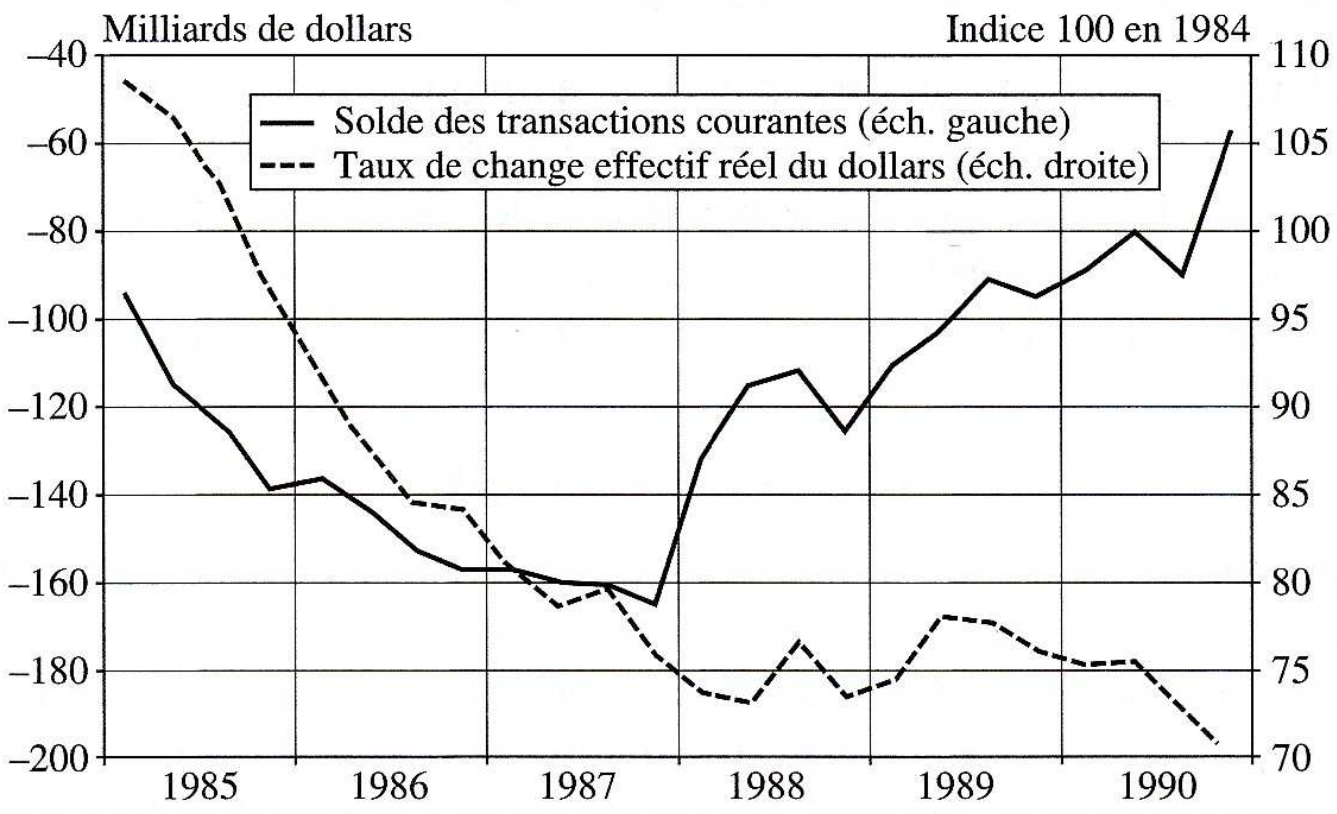
Source : A. Bénassy-Quéré et Alii, Politique économique, De Boeck, 2009

Document 15 : La courbe en J



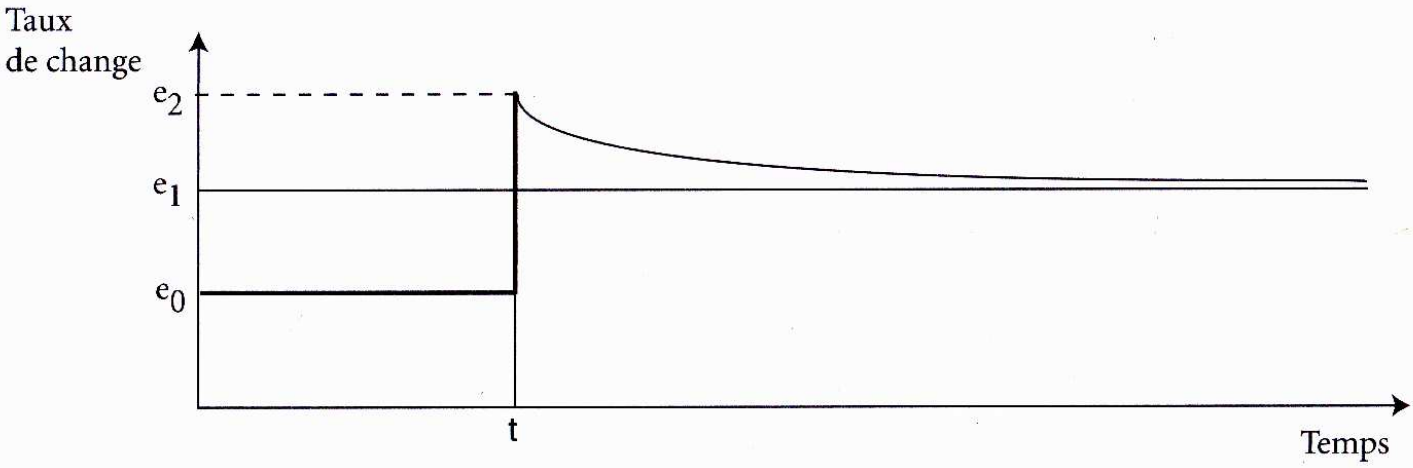
Source : T. Mayer et J.-L. Mucchielli, Economie internationale, 2010

Document 16 : La courbe en J aux USA 1985-1990



Source : A. Bénassy-Quéré, Politique économique, 2009

Document 17 : Le phénomène de « surréaction »



Source : Analyse économique et historique des sociétés contemporaines, Bréal, 2010