NIVERSITÉS FRANCOPHONES

SAVOIR PLUS
UNIVERSITÉS

ALBERT ONDO OSSA

Économie monétaire internationale

ÉDITIONS ESTEM

AUPELF·UREF

ÉCONOMIE MONÉTAIRE INTERNATIONALE

ÉCONOMIE MONÉTAIRE INTERNATIONALE

Albert ONDO OSSA

Agrégé des Facultés des Sciences Économiques et de Gestion
Professeur à la Faculté de Droit et des Sciences Économiques de Libreville

Économie monétaire internationale
ISBN 2 84371 027 8
© 1999, Éditions ESTEM
Toute représentation ou reproduction, intégrale ou partielle, faite sans le consentement de l'auteur, ou de ses ayants droit ou ayants cause, est illicite, aux termes de la loi du 11 mars 1957, alinéa 2 et 3 de l'article 41. Cette représentation ou reproduction par quelque procédé que ce soit, constituerait une contrefaçon sanctionnée par les articles 425 et suivants du Code Pénal.

ESTEM Éditions Scientifiques, Techniques et Médicales
7, rue Jacquemont, 75017 Paris
Tél. : 01 53 06 94 94 – Fax : 01 53 06 95 00

La diffusion scientifique et technique est un facteur essentiel du développement. Aussi, dès 1988, l'Agence francophone pour l'enseignement supérieur et la recherche (AUPELF-UREF), mandatée par les Sommets francophones pour produire et diffuser revues et livres scientifiques, a créé la collection Universités francophones.

Lieu d'expression de la communauté scientifique de langue française, Universités francophones vise à instaurer une collaboration entre enseignants et chercheurs francophones en publiant des ouvrages, coédités avec des éditeurs francophones, et largement diffusés dans les pays du Sud, grâce à une politique tarifaire préférentielle.

Quatre séries composent la collection :

- Les usuels : cette série didactique est le cœur de la collection. Elle s'adresse à un public étudiant et vise à constituer une bibliothèque de référence couvrant les principales disciplines enseignées à l'université.
- Actualité scientifique : dans cette série sont publiés les actes de colloques organisés par les réseaux thématiques de recherche de l'UREF.
- Prospectives francophones : s'inscrivent dans cette série des ouvrages de réflexion donnant l'éclairage de la Francophonie sur les grandes questions contemporaines.
- Savoir plus Universités : cette nouvelle série, dans laquelle s'inscrit le présent ouvrage, se compose de livres de synthèse qui font un point précis sur des sujets scientifiques d'actualité.

Notre collection, en proposant une approche plurielle et singulière de la science, adaptée aux réalités multiples de la Francophonie, contribue efficacement à promouvoir l'enseignement supérieur et la recherche dans l'espace francophone et le plurilinguisme dans la recherche internationale.

Professeur MICHEL GUILLOU
Directeur général de l'AUPELF
Recteur de l'UREF

À mon père
décédé le 28 avril 1997.

SOMMAIRE

PREMIÈRE PARTIE : LA BALANCE DES PAIEMENTS ET LES OPÉRATIONS DE CHANGE

Chapitre 1 : La balance des paiements

Section 1 : Définition de la balance des paiements
Section 2 : Étude comptable de la balance des paiements
Section 3 : Étude économique de la balance des paiements
Section 4 : L'appréciation globale de la balance des paiements

Chapitre 2 : Les opérations de change

Section 1 : Le marché de change
Section 2 : La gestion du risque de change
Section 3 : Les déterminants du taux de change

DEUXIÈME PARTIE : L'ÉQUILIBRE DES OPÉRATIONS COURANTES

Chapitre 1 : L'équilibre par les prix internationaux

Section 1 : La formation des prix internationaux
Section 2 : La variation des prix internationaux
Section 3 : Prix internationaux et termes de l'échange

Chapitre 2 : L'équilibre par les variations du revenu global

Section 1 : L'équilibre macroéconomique en économie ouverte
Section 2 : Le multiplicateur du commerce extérieur
Section 3 : Le multiplicateur d'investissement

TROISIÈME PARTIE : L'ÉQUILIBRE DES OPÉRATIONS EN CAPITAL ET DES MOUVEMENTS FINANCIERS

Chapitre 1 : Les mouvements internationaux de capitaux

Section 1 : La morphologie des mouvements internationaux de capitaux
Section 2 : Les déterminants des mouvements internationaux de capitaux
Section 3 : Mouvements internationaux de capitaux et entraînement de croissance

Chapitre 2 : Régime de change et Organisation financière internationale

Section 1 : Les régimes de change
Section 2 : L'évolution du Système Monétaire International
Section 3 : Le F.M.I. et l'organisation financière internationale

QUATRIÈME PARTIE : L'AJUSTEMENT INTERNATIONAL

Chapitre 1 : Le rééquilibrage de la balance des paiements

Section 1 : L'optique des élasticités
Section 2 : L'optique de l'absorption
Section 3 : L'optique monétaire

Chapitre 2 : L'intégration monétaire

Section 1 : Les théories des zones monétaires optimales
Section 2 : Quelques exemples d'intégration monétaire

Introduction générale
La monnaie et l'échange international

L'économie internationale comporte traditionnellement deux grandes parties :

– la théorie du commerce international (RICARDO) ;
– l'économie monétaire internationale (HUME).

Le présent ouvrage, qui résulte en grande partie d'un enseignement que nous dispensons depuis plusieurs années en licence à la Faculté de Droit et des Sciences Économiques de Libreville, traite du second aspect : les relations monétaires et financières internationales.

Cette option, qui consiste à exposer les principes essentiels de l'économie monétaire internationale en vue d'en fournir les instruments d'analyse et de réflexion, présente deux principaux avantages :

1) elle permet d'aborder des modèles relativement complexes qui font intervenir plusieurs types de biens : les produits, la monnaie, les titres, et pour au moins deux pays ;
2) elle conduit à prendre conscience de l'interdépendance qui existe entre les variables macro-économiques, d'une part, entre équilibre interne et équilibre externe, la situation d'un pays et celle des autres pays, d'autre part.

Concernant ce dernier point, l'option de cet ouvrage nécessite une bonne connaissance de la macroéconomie et des concepts de base tels que l'équilibre, la statique, la dynamique. Elle conduit à étudier les problèmes de changes internationaux sous un angle statique et dynamique, ainsi que les politiques adoptées à l'égard de ces problèmes et l'organisation monétaire internationale qui en découle. L'ouvrage traite donc de la nouvelle configuration des échanges internationaux qui prend en compte les disparités internationales, l'interdépendance des nations et la vulnérabilité des économies née de l'intégration financière internationale. Une place de choix y est accordée au mode de détermination du solde extérieur et des taux de change, aux mécanismes de transmission internationale des conjonctures et aux mesures de stabilisation. Autant d'aspects qui obligent les travaux d'économie monétaire à se placer désormais dans une perspective internationale.

Il reste que la monnaie est, par essence, un patrimoine national. Elle exerce au sein d'une nation trois types de fonctions :

– instrument de mesure de la valeur ;
– intermédiaire dans les échanges ;
– moyen de conservation de la richesse.

Dès lors, la préoccupation essentielle est de savoir ce que deviennent ces fonctions dans un cadre international. Ce qui pose nécessairement le problème de la convertibilité internationale des monnaies nationales.

En effet, les transactions internationales donnent lieu à des règlements internationaux qui impliquent nécessairement la convertibilité internationale des monnaies, car chaque opérateur souhaite être réglé principalement en sa propre monnaie. D'où le problème du passage d'une monnaie à une autre qui conduit à rechercher si une monnaie peut être échangée contre une autre, autrement dit, si une monnaie est transformable en une autre ou si elle est condamnée à rester elle-même, à ne pas se transformer.

De plus, la convertibilité est souvent assimilée à la transférabilité. Et ce dernier concept permet de savoir si une monnaie peut se déplacer dans un espace autre que celui dans lequel elle a été créée ou émise.

La convertibilité revêt plusieurs formes et on distingue généralement les degrés de convertibilité par rapport aux opérations, aux pays et aux agents.

Par rapport aux opérations, la convertibilité peut être générale ou limitée. La convertibilité est dite générale si tout agent économique peut obtenir, à taux fixe, de l'or ou toute autre devise étrangère pour régler ses transactions internationales, quelle que soit l'opération, c'est-à-dire qu'elle soit faite sur le compte courant (opérations commerciales courantes) ou sur le compte capital (mouvements des capitaux). En revanche, la convertibilité est dite limitée lorsqu'elle n'est possible que pour les seules opérations courantes. Ce qui se produit lorsque les mouvements spéculatifs de capitaux sont dangereux pour un pays, c'est-à-dire lorsqu'ils risquent d'épuiser ses réserves de devises.

S'agissant des pays, la convertibilité est dite générale s'il existe une multilatéralité parfaite des paiements internationaux. Dans ce cas, les excédents et les déficits bilatéraux n'ont pas d'importance, car l'ensemble des monnaies sont convertibles les unes vis-à-vis des autres. Ce qui permet de prendre globalement en compte les transactions d'un pays avec le reste du monde. La convertibilité est par contre limitée si elle ne concerne que certains pays. On parle alors de convertibilité régionale. L'exemple qu'on peut donner à cet égard est celui des monnaies européennes vis-à-vis du dollar.

Concernant enfin les agents, la convertibilité sera dite générale lorsque tout agent (résident ou non) peut obtenir de l'or et des devises contre de la monnaie nationale. Elle est limitée si cette possibilité n'est offerte qu'aux seuls agents non résidents.

On fait également la distinction entre la convertibilité entièrement libre et la convertibilité plus ou moins réglementée ou totalement interdite.

Lorsque la convertibilité est libre, l'économie obéit aux seuls mécanismes de marché. Et lorsque la convertibilité est surveillée d'abord, contrôlée ensuite et à la limite interdite, on distingue les divers degrés de liberté. D'une manière générale, selon qu'on se trouve dans un système de convertibilité libre ou de convertibilité contrôlée, les effets des relations de change seront très différents.

On peut penser que lorsque règnent les mécanismes de marché, dans un système de convertibilité libre, les changes sont relativement stables et relativement justes. En revanche, lorsque les mécanismes de marché sont atténués par des décisions autoritaires, on ne sait plus très bien ce que sont les changes. Ils peuvent être stables ou variables. Ils n'ont plus le même caractère d'équilibre et de stabilité. On parle, dans ce cas, d'un change erratique, autrement dit d'un change qui erre parce qu'il ne trouve pas son modèle d'équilibre.

En économie internationale, les problèmes monétaires reflètent essentiellement la situation des conjonctures et des structures qui commandent les échanges internationaux. Ainsi, les relations monétaires internationales s'établissent quand apparaît une créance ou une dette nette d'une nation sur une autre. Créances et dettes sont inscrites dans un document comptable, la balance des paiements, qui est le reflet de l'équilibre extérieur tant recherché par les nations. Aussi cet ouvrage, centré sur l'analyse de la balance des paiements, comprendra-t-il quatre parties :

- la première partie traite de la balance des paiements et des opérations de change ;
- la deuxième partie est consacrée à l'équilibre des opérations courantes ;
- la troisième partie traite de l'équilibre des opérations en capital et des mouvements financiers ;
- enfin, la quatrième partie est axée sur l'ajustement international.

Première partie
La balance des paiements et les opérations de change

Les nations s'échangent des biens (matières premières, biens intermédiaires, biens finis), des services (tourisme, transport, assurances...), des facteurs de production (connaissance, faculté d'organiser et d'entreprendre, travail...) ainsi que des capitaux (mouvements de fonds).

Cet échange soulève fondamentalement deux problèmes :

1) un problème d'équilibre entre les nations, analysé à travers l'étude de la balance des paiements. Ce sera l'objet du chapitre 1 ;

2) un problème de change entre les différentes monnaies nationales, que nous traiterons à travers l'étude des opérations de change, objet du chapitre 2.

Chapitre I
La balance des paiements

Toute étude de relations économiques internationales est centrée sur le problème de l'équilibre de la balance des paiements. Cet équilibre est lui-même lié à l'équilibre interne.

En effet, l'activité économique interne d'une nation s'apprécie en fonction de trois équilibres interdépendants :

1) l'équilibre privé entre l'investissement privé (Ip) et l'épargne privée (Sp), soit Ip = Sp. Cet équilibre traduit l'absence de gap (inflationniste ou déflationniste) ;

2) l'équilibre du secteur public, entre investissement public (Ig) et épargne publique (Sg), soit Ig = Sg. C'est l'équilibre budgétaire au sens large ;

3) l'équilibre extérieur entre les exportations (X) et les importations (M), soit X = M.

Ces trois équilibres sont étroitement liés car la somme de ces trois soldes doit être nulle :

$(Sp - Ip) + (Sg - Ig) + (M - X) = 0.$

Ce qui peut également s'écrire :

$(X - M) = (Sp - Ip) - (Ig - Sg).$

Le solde extérieur est donc égal à la différence entre le solde du secteur privé et le solde budgétaire.

L'étude de la balance des paiements nous amène à la définir, puis à l'analyser sous les aspects comptable et économique, avant de procéder à son appréciation globale.

SECTION I : DÉFINITION DE LA BALANCE DES PAIEMENTS

La balance des paiements est un compte national qui enregistre les transactions et les règlements (à caractère économique et financier) effectués au cours d'une période (généralement l'année ou le trimestre) entre les résidents d'un pays et les résidents des autres pays.

Cette définition soulève quelques questions :

– comment les opérations sont-elles saisies ?
– qu'est-ce qu'une transaction ?
– qui est résident ?

1. L'enregistrement des opérations

L'enregistrement systématique des opérations est relativement récent. Il date de la fin de la seconde guerre mondiale, sous l'instigation du Fonds Monétaire International. En fait, la balance des paiements regroupe des données inégales qui proviennent des sources diverses, plus ou moins fiables :

1) les données douanières : ce sont des données précises sur les mouvements de marchandises ;

2) les données des banques, qui sont soit des opérations sur titres étrangers, des crédits privés des banques privées, soit des variations des réserves fournies par la banque centrale ;

3) les données du trésor qui recensent toutes les dépenses officielles faites à l'étranger (dépenses des ambassades, dépenses militaires, paiements des intérêts sur emprunts) ;

4) les données qui proviennent des enquêtes et des sondages. Elles concernent essentiellement le tourisme, la remise des travailleurs étrangers, les frets maritimes...

2. Les transactions

Une transaction est un échange de valeur, un acte qui est un transfert de titre sur un bien économique ou un service. La transaction donne lieu à un paiement et à une réception de monnaie en échange d'un bien, d'un service ou d'un actif à caractère économique.

Les échanges sont saisis, soit immédiatement au moment où ils sont effectués, soit au moment de leurs règlements financiers. Ce qui permet, dans le premier cas, d'établir une balance des paiements en terme de transaction, et dans le second cas, une balance des paiements en terme de règlement.

Souvent, les transactions et les règlements ne coïncident pas. Les règlements peuvent être soit anticipés (dans ce cas, on parle de lead), soit retardés (on parle alors de lag).

3. Le résident

On appelle résident toute personne physique ou morale qui exerce son activité sur le territoire national pendant au moins un an. Sont donc exclus : les touristes, les diplomates, le personnel militaire, les travailleurs migrants à titre temporaire.

Il est important de préciser que la balance des paiements ne fournit pas un état des stocks de biens et services dont dispose un pays. Elle recense plutôt des flux. Il s'agit d'un relevé de ce qui s'est passé au cours d'une période donnée.

Une distinction doit être faite entre la balance des paiements comptable (ex post) et la balance des paiements économique (ex ante).

SECTION 2 : ÉTUDE COMPTABLE DE LA BALANCE DES PAIEMENTS

La balance des paiements comptable fournit les valeurs des transactions effectuées au cours des périodes passées. Nous allons parler du passage des écritures d'abord, de la structure de la balance des paiements ensuite. Ce qui nous

amènera à présenter les apports du cinquième manuel du Fonds Monétaire International (F.M.I.).

1. Le passage des écritures

Le principe fondamental de la construction de la balance des paiements comptable est l'enregistrement en partie double. Toute opération est à la fois un acte d'achat et un acte de vente, c'est-à-dire qu'elle ouvre un crédit et un débit.

Le crédit, précédé du signe +, est placé à gauche et compté positivement. Le débit, précédé du signe -, est placé à droite et compté négativement. L'inscription (+) au crédit traduit une diminution d'actifs réels (exportations), financiers (sortie de titres de propriété et de créance, donc entrée de capitaux) ou monétaires (sortie de réserves ou de monnaie nationale). Une inscription (-) au débit représente une augmentation des actifs réels (importations), financiers (entrée de titres de propriété et de créance, c'est-à-dire sortie de capitaux) ou monétaires (entrée de monnaie étrangère ou nationale).

Selon le principe de la comptabilité en partie double, toute opération donne lieu à deux inscriptions :

- celle qui représente sa nature économique (importations ou exportations) ou financière (achat ou vente de titres) ;
- et celle qui représente son mode de règlement, financier (créance) ou monétaire.

À cet égard, la balance des paiements comme document comptable est toujours équilibrée, car le total des crédits est égal au total des débits et le solde général est nul.

Prenons à ce niveau quelques exemples.

Exemple 1 : une économie de troc

Prenons un pays qui vend un bien en échange d'un autre pour une valeur considérée comme équivalente en terme d'un certain numéraire 100 (qui peut d'ailleurs être l'un des deux biens échangés). Sa balance des paiements se présente de la manière suivante :

Crédit (+)	Débit (-)
Exportation 100	
	Importation 100

Exemple 2 : une économie monétarisée

Dans une économie monétarisée, l'exportateur d'un bien n'est pas forcément importateur. La balance des paiements se présente comme suit :

Crédit (+)	Débit (-)
Exportation 100	
	Paiement de l'exportation 100

Ainsi, le pays qui vend un bien achète une créance monétaire. La vente d'un produit fait naître un droit à un paiement et se traduit par un signe (+), tandis que l'achat de monnaie donne lieu à un engagement du pays à l'égard de l'extérieur et se traduit par le signe (-).

Une exportation de marchandise est une diminution de la richesse nationale, puisque les biens sont prélevés sur la production intérieure et vendus à l'étranger. Cette transaction constitue en revanche un gain de devises.

L'intérêt de l'inscription au crédit ou au débit est de déterminer si l'économie nationale a acquis ou perdu des devises. Toute différence entre crédit et débit doit faire apparaître un solde positif ou négatif.

Exemple 3 : un pays exporte des biens pour 100 milliards de francs CFA et en importe pour 80 milliards de francs CFA. La balance des paiements se présente comme suit :

Nature de l'opération	Intitulé	Crédit (+)	Débit (-)	Solde
Économique	Exportations (ventes) Importations (achats)	100	 80	+ 20
Monétaire	Avoirs (caisse)	-	20	- 20
Total		**100**	**100**	**0**

Exemple 4 : l'exportation de biens pour 100 milliards de francs CFA ne donne pas lieu à un paiement immédiat mais à la remise d'un titre de créance. Il y a ici introduction d'un autre type de bien. Il s'agit d'un actif financier (actions, obligations...). La balance des paiements est la suivante :

Crédit (+)	Débit (-)
Exportation de biens 100	
	Crédit commercial 100

Le crédit commercial peut être analysé comme un achat de titres par le pays. Ce qui donne lieu ultérieurement à un échange contre monnaie, d'où la balance des paiements suivante :

Crédit (+)	Débit (-)
Crédit commercial 100	
	Monnaie 100

On peut, par analogie avec les marchandises, être tenté d'inscrire les exportations de capitaux en recette (crédit) et les importations de capitaux en dépense (débit). C'est totalement le contraire.

En effet, une exportation de capitaux (sortie de capitaux) donne naissance à des paiements à faire à l'étranger et s'inscrit, de ce fait, en dépense (débit). Inversement, les importations de capitaux s'inscrivent en recette (crédit).

Crédit (+)	Débit (-)
	Exportation de capitaux
Importation de capitaux	

Dans la réalité, il existe une compensation entre les entrées et les sorties de capitaux qui sont les contreparties des opérations commerciales. Mais la compensation totale n'est possible que s'il y a égalité parfaite entre les importations et les exportations. Si les exportations excèdent les importations, il y aura nécessairement une sortie nette de capitaux liée aux exportations commerciales et à l'inverse, si ce sont les importations qui dépassent les exportations, il y aura une entrée de capitaux.

Pour les opérations en capital autonomes, c'est-à-dire celles qui ne sont pas liées au mouvement des marchandises, il n'y a pas de compensation à effectuer, chaque opération donnant lieu à une seule inscription. Reste à savoir où inscrire de telles opérations. Leur inscription (au crédit ou au débit) est fonction de leur impact sur le taux de change. Si l'opération constitue une demande de monnaie nationale, c'est-à-dire qu'elle apprécie la valeur de cette monnaie, l'inscription sera faite au crédit. S'il s'agit d'une offre de monnaie nationale, l'inscription sera faite au débit.

2. La présentation analytique de la balance des paiements

Par présentation analytique de la balance des paiements, on entend la classification des composantes standard en deux ou plusieurs catégories selon les caractéristiques que l'on estime pertinentes pour l'examen d'un aspect particulier des relations économiques internationales d'un pays.

Les échanges entre un pays et l'extérieur sont nombreux et diversifiés : achats et ventes de marchandises, construction d'usines (actifs réels), prêts et

emprunts, crédits commerciaux (actifs financiers), mouvements de devises (actifs monétaires). La balance des paiements n'a donc vraiment d'intérêt que si on la décompose en un certain nombre de balances partielles selon le type d'opérations :

– les opérations courantes ;
– les opérations en capital ;
– la variation de la position monétaire extérieure.

Cette distinction amène à tracer une ligne de démarcation au sein de la balance des paiements, en laissant certaines rubriques inscrites au crédit et au débit « au-dessus » de la ligne et les autres « au-dessous » de la ligne. On obtient ainsi un excédent lorsque les crédits inscrits au-dessus de la ligne sont supérieurs aux débits inscrits « au-dessus » de la ligne. Parallèlement, on enregistre un déficit lorsque les crédits au-dessus de la ligne sont inférieurs aux débits au-dessus de la ligne.

Les différentes composantes ont été choisies en partie pour permettre la construction d'un grand nombre de soldes. Cependant, la balance des paiements, quelle que soit sa présentation, doit être lue et appréciée à la lumière d'autres éléments de la situation économique nationale et internationale qui influencent les excédents et les déficits constatés à partir des composantes standard.

Se pose alors le problème du traitement du poste résiduel, « erreurs et omissions nettes », que comporte toujours un état de la balance des paiements. Ce résidu, qui provient des composantes figurant tant au-dessus qu'au-dessous de la ligne, se place d'ordinaire dans la catégorie des composantes dont les sources sont les moins sûres, généralement au-dessus de la ligne.

En fait, on distingue principalement la balance des opérations courantes et la balance des capitaux.

A –La balance des opérations courantes

On l'appelle également balance des paiements courants ou balance des transactions courantes. Cette balance se subdivise en quatre balances partielles :

– la balance des marchandises, dite aussi balance commerciale ;
– la balance des services ou balance des invisibles ;
– la balance des revenus de facteurs ou des rémunérations ;
– la balance des dons et des transferts unilatéraux.

1) La balance commerciale comprend les importations et les exportations ainsi que les opérations de courtage international, c'est-à-dire les achats et ventes de marchandises ne passant pas les frontières (exemple : achats de marchandises par les Gabonais en France pour les revendre au Congo). Il s'agit là de la balance commerciale au sens strict.

2) La balance des services ou balance des invisibles recouvre des prestations et des services de natures diverses :

– les transports : ferroviaires, routiers, fluviaux, mais surtout maritimes et aériens ;
– les assurances : primes et indemnités ;
– les voyages : touristiques, officiels, d'affaires ;
– les autres services : banques, postes et télécommunications, redevances cinématographiques, brevets, droits d'auteurs.

Il est parfois commode de regrouper ces deux premières balances, et dans ce cas, on parle de balance commerciale au sens large.

3) La balance des revenus de facteurs de production (souvent assimilés aux services) regroupe :

– les revenus des placements, c'est-à-dire des revenus découlant des droits de créances ou de propriété. Il s'agit des intérêts, dividendes et autres revenus du capital des secteurs privé et bancaire.

On inscrit ainsi en recette les revenus des placements faits par des résidents à l'étranger et en dépense les revenus des placements faits par des non-résidents dans le pays.

À ce niveau, il ne faut surtout pas confondre les revenus des placements avec les placements eux-mêmes, qui sont des opérations en capital au moment où ils sont effectués.

– Les revenus du travail, c'est-à-dire des salaires directement transférés par les employeurs et les transferts sociaux (allocations familiales, prestations de sécurité sociale, retraite) des travailleurs migrants.

4) La balance des dons et autres transactions unilatérales du secteur privé (transferts d'économies des travailleurs) et surtout du secteur public (aide internationale, dépenses budgétaires de coopération).

B – La balance des capitaux

Elle se subdivise en :

– balance des capitaux non monétaires ;
– balance des capitaux monétaires.

La balance des capitaux non monétaires comprend la balance des capitaux à long terme (un an d'échéance et plus) et la balance des capitaux à court terme (moins d'un an d'échéance). Et dans chacun de ces postes, on établit généralement une subdivision entre les capitaux publics et les capitaux privés.

La balance des capitaux à long terme concerne les opérations à plus d'un an du secteur privé (ménages, entreprises non financières) et du secteur public (gouvernement, organismes internationaux) et les opérations à plus de deux ans des banques. Ces opérations sont :

– les investissements directs : achats de propriétés mobilières, création d'entreprises ou prises de participation ;

- les investissements de portefeuille, c'est-à-dire des achats de titres et créances (actions et obligations) ;
- les prêts faits par les ménages et par l'État et à plus de deux ans par les banques ;
- les crédits commerciaux à moyen et long terme, c'est-à-dire des crédits « fournisseurs » accordés par les entreprises non financières et les crédits acheteurs accordés par les banques.

La balance des capitaux à court terme concerne généralement le secteur privé (entreprises non financières et ménages) parce que les avoirs et les engagements à court terme des secteurs bancaire et public sont considérés comme moyens de paiements internationaux et, de ce fait, classés dans la balance des capitaux monétaires.

La balance des capitaux à court terme recense donc :

- les prêts et avances de moins d'un an des entreprises non financières importatrices et exportatrices ;
- les autres mouvements de capitaux à court terme.

S'agissant de la balance des capitaux monétaires, on retiendra que la position monétaire d'un pays à l'égard du reste du monde résulte des mouvements à court terme des intermédiaires financiers et monétaires. Elle correspond au solde des avoirs et engagements à vue à court terme, en devises et en monnaie nationale du secteur public et du secteur bancaire vis-à-vis des non résidents.

Cette position monétaire extérieure est égale au solde des opérations « au-dessus de la ligne », corrigée des « erreurs et omissions », parce que les transports de fonds correspondant aux règlements de ces opérations provoquent une modification de la position vis-à-vis de l'étranger de la banque agréée qui effectue ou reçoit le règlement.

Exemple : un paiement à l'étranger se traduit par une diminution d'avoirs ou par une augmentation de ses engagements. À l'inverse, un paiement reçu de l'étranger augmente les avoirs ou diminue les engagements.

Tableau n° 1 : La structure de la balance des paiements

POSTES DE LA BALANCE DES PAIEMENTS
I. TRANSACTIONS COURANTES
1.1. Marchandises
– Exportations et importations
1.2. Services
– Services liés au commerce extérieur
– Services technologiques
– Tourisme
– Opérations gouvernementales
– Intérêts et revenus du capital
– Salaires et revenus du travail
– Services divers
1.3. Transferts unilatéraux
II. CAPITAUX À LONG TERME
2.1. Investissements directs
2.2. Investissements de portefeuille
2.3. Crédits commerciaux et prêts
2.4. Secteur officiel
III. CAPITAUX À COURT TERME
3.1. Secteur privé non bancaire
– Crédits commerciaux
– Prêts
3.2. Secteur bancaire
3.3. Secteur officiel

3. Les apports du cinquième manuel du F.M.I.

Depuis la publication, en 1977, de la quatrième édition du manuel du F.M.I., d'importants changements sont intervenus dans la conduite des opérations

internationales, en raison de la libéralisation des marchés financiers, de la création de nouveaux instruments financiers et de nouvelles approches de la restructuration de la dette extérieure. À cela, il faut ajouter une croissance exceptionnelle du volume des échanges internationaux de services.

La préparation du cinquième manuel a été motivée par les travaux entrepris en vue de la révision du Système de Comptabilité des Nations unies (SCN).

A – Les objectifs du cinquième manuel du F.M.I.

Le cinquième manuel de la balance des paiements, à l'instar des précédentes éditions publiées par le F.M.I. (1948, 1950, 1961 et 1977), avait un double objet :

- fournir une norme internationale définissant le cadre conceptuel pour l'établissement des statistiques de la balance des paiements ;
- servir de guide aux pays membres dans l'élaboration des états de la balance des paiements qu'ils sont censés communiquer régulièrement au F.M.I.

La portée et l'orientation du cinquième manuel diffèrent du quatrième à divers égards :

1) le cadre conceptuel a été élargi. Il englobe maintenant à la fois les flux de balance des paiements (transactions) et les stocks d'avoirs et d'engagements financiers extérieurs (position extérieure globale) ;

2) le compte des transactions courantes a été redéfini : il exclut les transferts de capital (inclus désormais dans un compte plus large : le compte de capital et d'opérations financières) ;

3) le compte de transactions courantes est subdivisé en deux postes distincts : biens et services d'une part, revenus et transferts courants, d'autre part.

Le cinquième manuel établit une distinction nette, dans le compte des transactions courantes, entre les transactions internationales au titre des services et les transactions qui ont trait aux revenus.

L'ancien compte des mouvements de capitaux a été rebaptisé compte de capital et d'opérations financières.

B – Structure et classification des opérations

Les composantes types sont réparties en deux principales sections :

- le compte de transactions courantes ;
- le compte de capital et d'opérations financières.

Le compte de transactions courantes se subdivise en :

- biens et services ;
- revenus et transferts courants.

Le poste biens comprend cinq rubriques :

- marchandises générales (biens, meubles importés et exportés) ;
- biens importés et exportés pour transformation ;
- réparations de biens, autrement dit, les travaux de réparation des biens (bateaux, avions...) ;
- achat de biens dans les ports par les transporteurs (carburant, vivres, approvisionnement et fournitures...) ;
- or non monétaire : exportations et importations de tout or non détenu sous forme d'avoirs de réserve (or monétaire) par les autorités.

La nouvelle présentation du poste biens révèle systématiquement le niveau d'industrialisation du pays (pays producteur de biens manufacturés ou pays producteur de biens primaires).

Le poste services comprend, quant à lui, onze rubriques :

- transports ;
- voyages ;
- services de communication ;
- services de bâtiments et de travaux publics ;
- services d'assurances ;
- services financiers ;

– services d'informatique et d'information ;
– redevances et droits de licence ;
– autres services aux entreprises ;
– services personnels, culturels et relatifs aux loisirs ;
– services fournis ou reçus par les administrations publiques.

Le détail des transactions sur service fait apparaître de nouvelles rubriques (communication, bâtiments et travaux publics...).

Une distinction nette est faite entre les transactions internationales au titre des services et celles ayant trait aux revenus de facteurs.

Ainsi, le poste revenus comprend deux rubriques :

– la rémunération des salariés ;
– les revenus des investissements.

La rubrique revenus est très détaillée. Elle fait apparaître les revenus des différentes formes d'investissements réalisés (directs et de portefeuille) ainsi que certaines formes de financement.

Enfin, le poste transferts courants intègre tous les transferts qui constituent une fourniture de valeur économique, autres que les actifs financiers. Sont donc exclus, les transferts en capital (transferts des migrants, remises de dettes au profit des administrations publiques).

Le compte de capital et d'opérations financières est un compte plus élargi. Il regroupe toutes les opérations qui entraînent un transfert de propriété d'actifs et de passifs financiers extérieurs d'une économie, y compris la création et la liquidation de créances sur le reste du monde ou par le reste du monde. La nouvelle nomenclature des opérations en capital et des opérations financières donne une meilleure estimation de l'état du stock d'actifs d'une économie.

Le compte de capital et d'opérations financières comprend :

– le compte capital ;
– le compte d'opérations financières.

Le compte capital regroupe :

– les transferts de capital ;
– les acquisitions et cession d'actifs non financiers non produits.

Il y a donc ainsi création d'un nouveau poste « acquisitions et cessions d'actifs non financiers non produits », dont les transactions portent sur des actifs corporels indispensables à la production (terre, ressources du sous-sol), des actifs incorporels (brevets, droits d'auteurs, marques commerciales...) et des baux ou autres contrats transférables.

Afin de dissocier les opérations de ce poste avec celui des services, on inscrit dans le premier cas, leur vente ou achat et dans le second cas, leur utilisation.

Le compte d'opérations financières regroupe les opérations suivantes : investissements directs, investissements de portefeuille, autres investissements et avoirs de réserve.

La ventilation des opérations financières est faite par catégories fonctionnelles (investissements directs, investissements de portefeuille, autres investissements, avoirs de réserves), par types d'instruments (monétaires et financiers), par secteurs (autorités monétaires, banques...), en avoirs et engagements, en instruments de long terme et de court terme.

Tout ceci est présenté dans le tableau ci-après.

Tableau n° 2 : Présentation détaillée de la balance des paiements

1. COMPTE DES TRANSACTIONS COURANTES

A. Biens et services

a. Biens

1. Marchandises générales
2. Biens importés ou exportés pour transformation
3. Réparations de biens
4. Achats de biens dans les ports par les transporteurs
5. Or non monétaire
   - 5.1 Détenu à titre de réserve de valeur
   - 5.2 Détenu à d'autres fins

b. Services

1. Transports
   - 1.1 Transports maritimes
     - 1.1.1 Passagers
     - 1.1.2 Fret
     - 1.1.3 Autres
   - 1.2 Transports aériens
     - 1.2.1 Passagers
     - 1.2.2 Fret
     - 1.2.3 Autres
   - 1.3 Autres transports
     - 1.3.1 Passagers
     - 1.3.2 Fret
     - 1.3.3 Autres

2. Voyages
   - 2.1 Voyages à titre professionnel
   - 2.2 Voyages à titre personnel

3. Services de communication
4. Services de bâtiment et travaux publics
5. Services d'assurance
6. Services financiers
7. Services d'informatique et d'information
8. Redevances et droits de licence
9. Autres services aux entreprises
    - 9.1 Négoce international et autres services liés au commerce
    - 9.2 Location-exploitaiton
    - 9.3 Divers services aux entreprises, spécialisés et techniques
10. Services personnels, culturels et relatifs aux loisirs
    - 10.1 Services audiovisuels et connexes
    - 10.2 Autres services personnels, culturels et relatifs aux loisirs
11. Services fournis ou reçus par les administrations publiques, n.c.a.

B. Revenus

1. Rémunération des salariés
2. Revenu des investissements
    - 2.1 Investissements directs
        - 2.1.1 Revenu des titres de participation
            - Dividendes et bénéfices distribués des succursales
            - Bénéfices réinvestis et bénéfices non distribués des succursales
        - 2.1.2 Revenu des titres de créance (intérêts)
    - 2.2 Investissements de portefeuille
        - 2.2.1 Revenu des titres de participation (dividendes)
        - 2.2.2 Revenu des titres de créance (intérêts)
            - Obligations et autres titres d'emprunt
            - Instruments du marché monétaire et dérivés financiers
    - 2.3 Autres investissements

C. Transferts courants

1. Administrations publiques
2. Autres secteurs
    2.1 Envois de fonds des travailleurs
    2.2 Autres transferts

2. COMPTE DE CAPITAL ET D'OPÉRATIONS FINANCIÈRES

A. Capital

1. Transferts de capital
    1.1 Administrations publiques
        1.1.1 Remise de dettes
        1.1.2 Autres transferts
    1.2 Autres secteurs
        1.2.1 Transferts des migrants
        1.2.2 Remise des dettes
        1.2.3 Autres transferts
2. Acquisitions et cessions d'actifs non financiers non produits

B. Opérations financières

1. Investissements directs
    1.1 De l'économie à l'étranger
        1.1.1 Capital social
            – Créances sur les entreprises apparentées
            – Engagements envers les entreprises apparentées
        1.1.2 Bénéfices réinvestis
        1.1.3 Autres transactions
            – Créances sur les entreprises apparentées
            – Engagements envers les entreprises apparentées
    1.2 De l'étranger dans l'économie
        1.2.1 Capital social

- Créances sur les investisseurs directs
- Engagements envers les investisseurs directs

1.2.2 Bénéfices réinvestis

1.2.3 Autres transactions

- Créances sur les investisseurs directs
- Engagements envers les investisseurs directs

2. Investissements de portefeuille

2.1 Avoirs

2.1.1 Titres de participation

- Autorités monétaires
- Administrations publiques
- Banques
- Autres secteurs

2.1.2 Titres de créance

- Obligations et autres titres d'emprunt
  - Autorités monétaires
  - Administrations publiques
  - Banques
  - Autres secteurs
- Instruments du marché monétaire
  - Autorités monétaires
  - Administrations publiques
  - Banques
  - Autres secteurs
- Produits financiers dérivés
  - Autorités monétaires
  - Administrations publiques
  - Banques
  - Autres secteurs

2.2 Engagements
2.2.1 Titres de participation
– Banques
– Autres secteurs
2.2.2 Titres d'engagement
– Obligations et autres titres d'emprunt
• Autorités monétaires
• Administrations publiques
• Banques
• Autres secteurs
– Instruments du marché monétaire
• Autorités monétaires
• Administrations publiques
• Banques
• Autres secteurs
– Produits financiers dérivés
• Banques
• Autres secteurs

3. Autres investissements
3.1 Avoirs
3.1.1 Crédits commerciaux
– Administrations publiques
• Long terme
• Court terme
– Autres secteurs
• Long terme
• Court terme
3.1.2 Prêts
– Autorités monétaires

- Long terme
- Court terme

– Administrations publiques
- Long terme
- Court terme

– Banques
- Long terme
- Court terme

– Autres secteurs
- Long terme
- Court terme

3.1.3 Monnaie fiduciaire et dépôts
– Autorités monétaires
– Administrations publiques
– Banques
– Autres secteurs

3.1.4 Autres avoirs
– Autorités monétaires
- Long terme
- Court terme

– Administrations publiques
- Long terme
- Court terme

– Banques
- Long terme
- Court terme

– Autres secteurs
- Long terme
- Court terme

3.2 Engagements
- 3.2.1 Crédits commerciaux
  - – Administrations publiques
    - • Long terme
    - • Court terme
  - – Autres secteurs
    - • Long terme
    - • Court terme
- 3.2.2 Prêts
  - – Autorités monétaires
    - • Utilisation des crédits et prêts du FMI
    - • Autres prêts à long terme
    - • Court terme
  - – Administrations publiques
    - • Long terme
    - • Court terme
  - – Banques
    - • Long terme
    - • Court terme
  - – Autres secteurs
    - • Long terme
    - • Court terme
- 3.2.3 Monnaie fiduciaire et dépôts
  - – Autorités monétaires
  - – Banques
- 3.2.4 Autres engagements
  - – Autorités monétaires
    - • Long terme
    - • Court terme

- Administrations publiques
  - Long terme
  - Court terme
- Banques
  - Long terme
  - Court terme
- Autres secteurs
  - Long terme
  - Court terme

4. Avoirs de réserve
   - 4.1 Or monétaire
   - 4.2 Droits de tirage spéciaux
   - 4.3 Position de réserve au FMI
   - 4.4 Devises étrangères
     - 4.4.1 Monnaie fiduciaire et dépôts
       - Auprès des autorités monétaires
       - Auprès des banques
     - 4.4.2 Titres
       - Titres de participation
       - Obligations et autre titres d'emprunt
       - Instruments du marché monétaire et produits dérivés
   - 4.5 Autres créances

SECTION 3 : ÉTUDE ÉCONOMIQUE DE LA BALANCE DES PAIEMENTS

Dans l'optique économique, la balance des paiements n'est rien d'autre que sa contrainte budgétaire, autrement dit, la somme de ses demandes excédentaires (différence entre l'offre et la demande). Par ailleurs, sa structure à un moment donné résulte, ou tout au moins devrait résulter, d'un processus d'optimisation intertemporelle.

Ces deux propositions vont être examinées et justifiées dans la suite de notre manuel.

Dans l'optique économique, la balance des paiements apparaît principalement comme le reflet de la conjoncture, d'une part, le reflet du niveau de développement, d'autre part.

1. La balance des paiements comme reflet de la conjoncture

Du point de vue de la conjoncture, on distingue principalement trois optiques de la balance des paiements :

- l'optique patrimoniale ;
- l'optique des transferts ;
- l'optique du financement compensatoire.

L'optique patrimoniale permet de répondre à une préoccupation : le commerce extérieur enrichit-t-il ou non la nation ?

Cette question conduit à comparer les opérations courantes et les opérations en capital. Si le pays dégage un excédent de la balance des transactions courantes, il s'enrichit parce qu'il accumule des avoirs à l'extérieur lorsque la balance des capitaux est déficitaire.

L'optique des transferts obéit à une autre préoccupation : le commerce extérieur crée-t-il ou non des pressions inflationnistes ?

Pour répondre à cette question, on compare les flux réels (marchandises et invisibles) et les flux monétaires (revenus extérieurs, placements, or en lingot). On oppose ainsi la balance commerciale à la balance des transferts. Et si la balance commerciale est excédentaire et la balance des transferts déficitaire, il y a une entrée nette des capitaux et des pressions inflationnistes apparaissent. Un déficit de la balance commerciale traduit, en revanche, un effet déflationniste.

L'optique du financement compensatoire obéit, quant à elle, à la préoccupation suivante : le commerce extérieur peut-il ou non être équilibré au taux de change courant ?

On distingue dans cette optique les opérations réalisées quel que soit le taux de change (financement réciproque) et celles qui agissent sur le taux de change (financement compensatoire), autrement dit, toutes les transactions que les autorités effectuent aux fins spécifiques de compenser un excédent ou un déficit de la balance des paiements.

2. La balance des paiements comme reflet du niveau de développement

Il existe une corrélation entre l'évolution de la balance des paiements d'un pays et son niveau de développement (BOGGS, 1922). L'analyse faite à cet égard (KINDLEBERGER, 1958) permet de retenir globalement quatre étapes.

1) L'étape du jeune débiteur (pays nouvellement emprunteur) qui enregistre :

- une balance des paiements courants négative ;
- une balance des capitaux positive ;
- des investissements directs supérieurs à l'épargne et les importations supérieures aux exportations.

2) L'étape de débiteur mûr, qui se traduit par :

- une balance des paiements courants négative ;
- une balance des capitaux positive ;
- des investissements directs égaux à l'épargne et les exportations supérieures ou égales aux importations.

3) L'étape de jeune créancier (ralentissement de la croissance) qui se traduit par :

- une balance des paiements courants positive ;
- une balance des capitaux négative ;
- des investissements directs inférieurs à l'épargne et les exportations supérieures aux importations.

4) L'étape de créancier mûr (plafonnement de la croissance) qui se traduit par :

- une balance des paiements courants positive ;
- une balance des capitaux positive ;
- des investissements directs inférieurs à l'épargne et les exportations supérieures aux importations.

3. L'analyse des principaux soldes de la balance des paiements

On peut distinguer plusieurs soldes au sein de la balance des paiements. Les plus significatifs d'entre eux sont :

- le solde courant ;
- le solde de base ;
- le solde global ou solde de la balance des liquidités ;
- le solde de la balance des règlements officiels.

A – Le solde courant

La balance des transactions courantes est l'une des balances les plus importantes qu'on isole au sein de la balance des paiements.

Elle met au-dessus de la ligne tous les crédits et tous les débits qui représentent des flux de biens et services et des dons, c'est-à-dire des flux de ressources qui font l'objet d'une consommation courante. Elle place au-dessous de la ligne tous les flux d'actifs financiers (capitaux privés ou réserves officielles).

Le solde dégagé, solde courant, est un instrument utile parce qu'il permet de mesurer les effets des phénomènes économiques ou des changements de politique économique. Aussi les objectifs de la balance des paiements sont-ils essentiellement exprimés en fonction de ce solde.

En effet, le solde courant permet de mesurer l'incidence des opérations de biens et services sur les créances nettes du pays vis-à-vis du reste du monde, dans la mesure où il est égal au solde du compte financier. Ce solde sert

également à évaluer le niveau de compétitivité d'un pays, son besoin de financement et sa capacité de financement.

Le solde des opérations courantes peut donc être apprécié par rapport à l'absorption interne, par rapport au déficit budgétaire et par rapport à l'endettement extérieur.

Par rapport à l'absorption, on retient qu'un déficit du solde courant s'accompagne nécessairement de dépenses nationales supérieures à la valeur du produit national (PIB) et qu'un excédent traduit des dépenses inférieures au produit.

Ainsi, un solde courant déficitaire indique que le pays consomme plus qu'il ne produit et un solde excédentaire, que le pays exporte plus qu'il n'importe ou consomme moins qu'il ne produit.

Le solde courant correspond donc à l'écart (positif ou négatif) entre le produit national (Y) et la dépense nationale ou absorption notée A.

En effet, si :

$A = C + G + Id$,

et $Y = C + G + Id + X - M$,

avec C, la consommation nationale ;

G, les dépenses publiques ;

Id, l'investissement domestique ;

X et M, respectivement les exportations et les importations,

on peut écrire :

$Y - A = X - M$.

Le produit national diffère de la dépense nationale du montant du solde courant et l'équilibre extérieur ne peut être réalisé que s'il y a égalité entre le produit national et l'absorption.

Le solde courant étant une composante de la dépense courante, tout changement de la balance des opérations courantes peut être associé à un changement dans la production et l'emploi. La relation définie ci-dessus montre sur quelle(s) variable(s) (revenu national et/ou dépense nationale) il convient d'agir pour modifier le solde courant. Ce qui nécessite la prise en compte des effets prix et des effets revenus.

Ainsi, $Y > A \Leftrightarrow X - M > 0$, donc $X > M$.

$Y < A \Leftrightarrow X - M < 0$, donc $X < M$.

Une action judicieuse repose donc sur la maîtrise de l'évolution des principales catégories de dépenses.

Par rapport au déficit budgétaire, on recourt à la relation qui existe entre l'épargne, l'investissement et le revenu national.

Puisque l'investissement extérieur net correspond à la fraction de l'épargne nationale non investie dans le pays (ou fraction de l'épargne qui ne participe pas à la formation intérieure de capital), l'égalité comptable en économie fermée entre l'épargne privée et l'épargne publique d'un pays, d'une part, son investissement, d'autre part, n'est assurée en économie ouverte que si le solde courant est nul.

Ainsi, un déficit extérieur peut signifier que le secteur privé investit plus qu'il n'épargne ou que l'État dépense plus qu'il ne collecte d'impôts ou encore que les besoins d'épargne de l'un des secteurs dépassent les capacités d'épargne de l'autre.

Si le pays enregistre un excédent extérieur, on peut penser que le secteur privé épargne plus qu'il n'investit ou que les recettes de l'État dépassent ses dépenses ou encore que les besoins d'épargne d'un secteur sont inférieurs aux capacités d'épargne de l'autre.

Schématisons cette relation entre la balance des opérations courantes et le déficit budgétaire de la manière suivante.

Dans une économie fermée, l'investissement est le seul moyen d'épargner au niveau global. Dès lors, l'épargne nationale (S) doit être égale à l'investissement (I) national, soit :

$S = I.$

En revanche, dans une économie ouverte, l'épargne et l'investissement ne sont pas nécessairement égaux car une telle économie peut épargner en investissant à l'intérieur et à l'extérieur du pays. La condition d'équilibre n'est plus $S = I$, mais $S = I + (X - M)$, soit :

$S - I = X - M.$

Or S, l'épargne nationale, est subdivisée en épargne privée (Sp) et en épargne publique (Sg), ce qui donne :

$Sp + Sg - I = X - M.$

Étant donné que la différence entre les impôts et les dépenses publiques est $Sg = T - G$, nous pouvons écrire :

$Sp - I + (T - G) = X - M.$

Ce qui donne :

$G - T = Sp - I + (M - X).$

Cette dernière relation indique que le déficit budgétaire de l'État peut affaiblir le solde des opérations courantes et modifier l'épargne privée d'un pays.

À cet égard, un pays qui veut résorber son déficit budgétaire ne doit pas geler son épargne domestique. Il doit plutôt accroître son investissement afin de relever la production intérieure et favoriser ainsi le redressement de sa balance extérieure.

Par rapport à l'endettement extérieur, on montre la capacité du solde courant à mesurer l'ampleur et la direction de l'emprunt international. Ce solde constitue

un investissement net ou un désinvestissement extérieur net selon qu'il est positif (excédentaire) ou négatif (déficitaire).

Ainsi, un excédent du solde courant signifie que le pays acquiert des actifs supplémentaires (monétaires ou financiers) ou réduit ses dettes envers l'étranger parce qu'il gagne plus de ses exportations qu'il ne dépense pour ses importations. Il peut également signifier que le pays finance le déficit courant de ses partenaires commerciaux en leur accordant des prêts ou qu'il accroît ses avoirs extérieurs.

En cas de déficit courant, le pays cède des actifs (monétaires ou financiers) ou accroît ses dettes. Le pays peut également puiser dans ses ressources accumulées antérieurement ou emprunter à l'étranger pour financer le surplus d'importations.

Ainsi, la balance des opérations courantes est égale au changement dans les avoirs extérieurs nets. La différence négative entre les flux nets de biens et services et les transferts courants représente son endettement extérieur net qui augmente du montant du déficit courant.

Ces trois interprétations servent à l'examen des options macro-économiques susceptibles d'« améliorer » le compte extérieur d'une nation.

L'excédent du compte courant ($X - M > 0$) ne peut pas s'accroître si on ne veille pas en même temps à accroître le produit national (Y) par rapport à la dépense nationale, autrement dit le différentiel ($Y - A$).

Le déficit du compte courant, qui signifie que la nation désinvestit à l'étranger en important davantage (accentue sa position de débiteur international), peut être considéré comme normal et souhaitable pour un pays qui doit importer des ressources réelles pour son développement. Inversement, un excédent du compte courant enregistré par un pays ne peut être estimé satisfaisant s'il est inférieur au montant nécessaire pour assurer le maintien du volume d'exportations de capitaux jugés adéquats.

B – Le solde de base

La balance de base est utilisée par le département américain du commerce depuis 1940. Ce concept est défendu par LARY dans un article publié en 1963. La balance de base sépare les flux des produits et des titres à long terme des flux de titres à court terme et de la monnaie.

L'établissement du solde de base vise à exclure du dessus de la ligne toutes les transactions de nature transitoire qui risquent de se renverser à brève échéance.

La distinction clé est celle qui est faite, au niveau des mouvements de capitaux, entre le court terme et le long terme. Tous les mouvements de capitaux à court terme sont placés « au-dessous de la ligne », ainsi que les moyens de règlements. Il en est de même pour le poste « erreurs et omissions nettes ».

Les opérations qui aboutissent à ce solde définissent la structure d'une économie, permettant ainsi d'évaluer son degré de dépendance vis-à-vis de l'extérieur par rapport aux biens et services de consommation courants, aux équipements et aux capitaux.

Selon LARY, la pertinence du concept de transaction de base tient à la distinction qu'il permet d'opérer entre :

1) les transactions dont les changements apparaissent dans le long terme et celles qui n'y apparaissent pas ;

2) les transactions stables (celles qui correspondent aux forces économiques profondes) et celles qui sont variables et erratiques ;

3) les transactions qui répondent aux grandes forces économiques et celles qui sont sensibles aux variations conjoncturelles dans le court terme, ainsi qu'aux conditions de crédit.

Du fait que la balance des paiements recense, de façon exhaustive, les transactions entre un pays et le reste du monde, elle indique nécessairement les raisons pour lesquelles l'offre et la demande de devises évoluent. Le déficit

ou l'excédent de certains de ses soldes expliquent donc le niveau du taux de change. Il en est ainsi du solde de la balance de base qui cumule les résultats du solde courant et du solde des mouvements de capitaux à long terme.

En effet, lorsque le solde de la balance de base est positif, le taux de change a tendance à s'accroître. Inversement, une balance de base négative entraîne une baisse du cours de la devise.

Le solde de base mesure les possibilités d'entrée ou de sortie de capitaux, au taux de change courant, jugées suffisantes ou non. Un excédent de ce solde signifie que le pays bénéficie d'entrées de capitaux et donc de sorties de devises. Dans ce cas, une appréciation de la monnaie nationale s'avère nécessaire pour éviter des tensions inflationnistes dans l'économie. Si le solde est déficitaire, le pays enregistre au contraire une sortie de capitaux ou une entrée de devises. La monnaie nationale doit être dévaluée pour arrêter le mouvement de déflation ou éviter la réduction de l'activité économique.

Le solde de base reste également un instrument intéressant, mais non suffisant, de mesure des motifs d'accumulation. À cet égard, on peut penser que la structure des biens et services finis, des biens d'équipement, des biens primaires et des capitaux fournit des indications sur la capacité du pays à s'engager dans un processus de croissance durable.

Il reste que le concept de balance de base est critiquable parce qu'il nie l'existence des motifs d'accumulation, à moyen et à long terme, de capital à court terme et de la monnaie. Ce n'est pas parce que les actifs ont une échéance courte que leur détention ne peut pas faire l'objet d'une accumulation à long terme.

C – Le solde global ou solde de la balance des liquidités

Ce concept, dont le partisan le plus acharné est Walter LEDERER, consiste à inscrire « au-dessus de la ligne » les postes dont l'équilibre est significatif (les créances sur l'étranger) en même temps que les postes de la balance de base.

L'idée qui sous-tend cette présentation est de déterminer le risque, pour les États-Unis d'Amérique, d'avoir à faire face à un « remboursement de leurs dettes ». Elle traduit leur rôle de fournisseur de liquidités internationales.

Aux opérations de la balance de base, la balance globale ajoute les flux de capitaux à court terme du secteur privé non bancaire : les crédits commerciaux et les prêts de moins d'un an. Son solde définit la variation de la position monétaire d'un pays vis-à-vis de l'extérieur, déterminée par les créances et les engagements du secteur bancaire et de la banque centrale vis-à-vis de l'extérieur.

Dans le cas où le solde global est positif, la position monétaire extérieure sera débitrice. Ce qui signifie une baisse du niveau des liquidités internationales du pays. En cas de déficit, la position monétaire sera créditrice. Ce qui traduit un accroissement des liquidités internationales du pays.

Le solde global influe donc sur la masse monétaire nationale et constitue, de ce fait, un élément essentiel de l'analyse macro-économique et des décisions de politique économique.

La principale critique faite à ce concept est qu'il est contestable de considérer que toutes les dettes d'un pays soient liquides alors que leurs créances ne le seraient pas.

Si on considère que les agents privés ne détiennent pas de devises étrangères, le solde de la balance globale est égal au solde de la balance des règlements officiels.

D – Le solde de la balance des règlements officiels

Ce solde comprend les soldes des opérations courantes et du compte capital en dehors des avoirs de réserves. Il s'agit de découper le poste des mouvements de capitaux à court terme non plus d'après le critère « dettes et créances » mais d'après la nature (publique ou privée) de ces mouvements.

Sont donc inscrits « au-dessus de la ligne » les mouvements de créances à court terme du secteur privé, et « au-dessous de la ligne », ceux du secteur public.

Ainsi, un déficit de ce solde indique le déséquilibre des paiements que les réserves doivent couvrir. Les autorités monétaires sont tenues, dans ce cas, de puiser dans les réserves antérieurement accumulées pour financer le déficit. Elles peuvent également s'endetter auprès des organismes financiers étatiques ou étrangers (banques centrales, organismes financiers de crédits, institutions monétaires internationales...).

Un excédent de ce solde améliore les avoirs extérieurs du pays qui peut, soit accroître ses réserves, soit accroître ses créances auprès des institutions monétaires et financières étrangères sous forme de prêts.

Si l'objectif recherché est la stabilité du taux de change, un prélèvement sur les réserves extérieures tend à déprécier la monnaie nationale alors qu'un accroissement de ces réserves tend à l'apprécier.

À cet effet, il n'est pas souhaitable qu'une balance des règlements officiels présente durablement un solde déficitaire. Cela peut indiquer une situation de crise car le pays liquide ses avoirs internationaux de réserves ou s'endette vis-à-vis des autorités monétaires étrangères pour satisfaire une demande plus forte de la monnaie nationale par rapport aux autres monnaies.

En définitive, le solde des règlements officiels est un instrument de défense de la monnaie nationale dans la mesure où le niveau des réserves de devises d'un pays détermine sa capacité d'intervention sur le marché de change pour soutenir sa monnaie ou influencer son cours.

Puisque la balance des règlements officiels traduit des phénomènes de court terme, alors que la balance des liquidités traduit un phénomène plus fondamental (la croissance des liquidités nationales), elle est plus instable que la seconde.

SECTION 4 : L'APPRÉCIATION GLOBALE DE LA BALANCE DES PAIEMENTS

Deux questions permettent d'apprécier la balance des paiements :

– peut-on parler d'équilibre de la balance des paiements ?
– quand peut-on dire qu'une balance des paiements est favorable ?

1. Peut-on parler d'équilibre de la balance des paiements ?

Bien que l'expression soit devenue très courante, il est absurde de parler d'équilibre de la balance des paiements car, selon la coutume comptable, la balance des paiements est définie solde inclus. Elle est donc nécessairement en équilibre ex post. L'usage contraire a prévalu pour les comptes ne recensant qu'une partie des transactions. Il en est ainsi de la balance courante et la balance des capitaux, qui sont définies solde exclu. Elles sont de fait (et sauf hasard) en déséquilibre. Dans ces conditions, il est plus indiqué de faire allusion à la situation de la composante la plus significative dans chaque optique et de dire que la balance courante, la balance des capitaux est en déséquilibre positif ou négatif.

2. Quand la balance des paiements peut-elle être favorable ?

Retenons tout d'abord que la structure d'ensemble de la balance des paiements est plus significative que chacun de ses soldes. Et on distingue généralement la courte et la longue période.

En courte période, la balance des paiements sera dite favorable si elle ne fait pas peser de menaces sur le taux de change et sur les réserves de devises étrangères.

En longue période, la balance des paiements est favorable lorsque les placements extérieurs du pays augmentent. Le pays prépare ainsi une augmentation future des profits reçus de l'extérieur. À condition, bien sûr, que ces placements soient plus rentables que s'ils étaient faits dans le pays.

En fait, une balance des paiements est viable si le pays peut financer le déficit de la balance courante par des entrées de capitaux compatibles avec ses perspectives de développement et qui ne compromettent pas sa capacité à assurer le service de sa dette, autrement dit, sans faire de restriction sur le commerce et sur les paiements.

Chapitre 2
Les opérations de change

L'opération de change est celle par laquelle on se procure, dans un pays donné contre la monnaie de ce pays, des moyens de règlements valables à l'étranger. Exemple : un Burkinabé qui achète des dollars.

L'opération de change consiste donc dans l'échange de deux monnaies nationales différentes, en la conversion d'une monnaie en une autre à un taux appelé taux de change.

Dans ce chapitre, nous parlerons tour à tour du taux de change, du marché de change, de la gestion du risque de change, enfin des déterminants du taux de change.

SECTION 1 : LE TAUX DE CHANGE

Le taux de change, qui est le prix de la monnaie, est exprimé de deux façons :

- le prix en unités de devise de la monnaie nationale (cotation au certain);
- le prix en unités de monnaie nationale de la devise (cotation à l'incertain).

En tant que prix, le change s'exprime d'abord en niveau. On parle donc de cours et non de taux. En revanche, les variations du change effectif (relation multilatérale) sont exprimées en taux. Aussi distingue-t-on généralement :

- le cours de change bilatéral (nominal ou réel) ;
- le taux de change multilatéral (nominal ou réel) ;
- le taux de change d'équilibre.

1. Les cours de change bilatéraux

En réalité, il n'y a pas un cours de change bilatéral unique, mais plusieurs (cours d'achat, cours de vente, sur le marché de détail et sur le marché de gros ou interbancaire, au comptant ou à terme). D'une manière générale, on distingue le cours bilatéral nominal et le cours bilatéral réel.

Le cours de change bilatéral nominal est le prix en monnaie nationale d'une unité de monnaie étrangère (par exemple le prix du franc en mark).

Le cours bilatéral réel représente la valeur d'une monnaie en terme de pouvoir d'achat des marchandises d'un autre pays.

Si e est le cours nominal, P et P* le niveau des prix domestiques et étrangers, le cours réel est égal à :

$$c_r = e \frac{P^*}{P}$$

2. Le taux de change effectif (ou multilatéral)

Le taux de change effectif ou multilatéral représente la valeur externe d'une monnaie par rapport à celles de l'ensemble des partenaires commerciaux. Mais comme toutes les monnaies n'ont pas la même importance pour le pays, on procède à une pondération pour prendre en compte l'intensité des échanges avec chaque partenaire. Techniquement, le taux de change multilatéral correspond aux variations des cours pondérés par les relations commerciales et financières (on s'efforce de pondérer par les importations et/ou par les exportations).

Le taux de change effectif nominal combine les cours bilatéraux nominaux. Il n'a de sens qu'en évolution et représente en fait une variation d'ensemble du taux de change pondéré. Il rend compte des conditions d'échange d'une monnaie contre un panier de monnaies (les monnaies des principaux partenaires commerciaux). Ce concept s'applique donc à une moyenne pondérée de taux de change des partenaires commerciaux du pays en question.

Le taux de change effectif réel combine les cours bilatéraux réels. De calcul un peu plus difficile, le taux de change effectif réel est le plus complet.

3. Le taux de change d'équilibre

Le taux de change d'équilibre est celui qui assure l'équilibre macro-économique, autrement dit celui qui permet aux autorités d'atteindre leurs objectifs de politique économique et aux agents économiques d'être sur leurs courbes d'offre ou de demande.

SECTION 2 : LE MARCHÉ DE CHANGE

La confrontation au marché de change est la première manifestation concrète de la réalité internationale. Toute entreprise qui importe ou exporte des biens se heurte à un problème de change.

Le marché de change assure ainsi la confrontation entre l'offre et la demande de devises et révèle leurs cours en terme de monnaie nationale. C'est l'environnement institutionnel et le cadre où se déroulent les opérations de change. Le marché de change n'est pas géographiquement limité. En effet, le marché du franc français couvre aussi bien les transactions en devises à Paris, que celles en franc contre les monnaies locales à New-York, Zurich, Londres, Singapour... Ce marché est caractérisé par les acteurs et les opérations négociables.

1. Les participants

On distinguera trois types de participants au marché de change : les banques, la clientèle privée et les courtiers.

1) Les banques

Il s'agit principalement des banques centrales et des banques commerciales qui interviennent pour leur propre compte et celui de leur clientèle.

Ainsi, les banques centrales interviennent soit pour régulariser l'évolution des cours des devises, soit pour assurer le respect des marges de fluctuations des cours (cas du Système Monétaire Européen).

Les banques commerciales sont au centre du marché de change, car toutes les transactions internationales ou presque impliquent le débit d'un compte auprès d'elles. Ces transactions donnent lieu à un transfert des dépôts bancaires libellés en différentes monnaies. Le commerce de devises entre banques, appelé marché interbancaire, représente une part importante des activités du marché de change.

2) La clientèle privée

Elle n'intervient pas directement sur le marché de change, mais plutôt par l'intermédiaire des banques en vue de satisfaire leurs besoins en devises induits par les opérations commerciales ou financières internationales. Il s'agit des sociétés commerciales qui opèrent dans plusieurs pays et font ou reçoivent des paiements en devises d'une part, des institutions financières non bancaires qui offrent à leurs clients des services liés aux transactions en devises et les particuliers, d'autre part.

3) Les courtiers

Ils jouent un rôle essentiel en tant qu'informateurs et intermédiaires. Ils informent les opérateurs des cours auxquels se vendent ou s'achètent les différentes monnaies. Comme intermédiaires, ils centralisent les ordres d'achat et de vente de plusieurs banques. Leur rôle est de rendre le marché plus efficace et plus fluide.

Une maison de courtage est divisée en sections, chacune travaillant sur une devise ou un groupe de devises. Les plus grandes maisons de courtage sont localisées à Londres. Ce sont des maisons internationales ayant de nombreux bureaux ou filiales sur d'autres places financières.

Les maisons de courtage ont beaucoup contribué à l'accélération de l'intégration des marchés financiers en raison de liens directs qu'elles ont avec de nombreux centres étrangers.

2. Les actifs négociés

On distingue deux types d'éléments :

– l'élément principal : le transfert télégraphique de dépôt bancaire ;
– l'élément accessoire : la lettre de change et le numéraire.

Le transfert télégraphique de dépôt bancaire est un ordre envoyé par télex de débiter un compte dans une devise A et de créditer simultanément un autre compte libellé dans une devise B.

Les comptes débités et crédités peuvent appartenir à une même personne. Le principal avantage du transfert télégraphique est sa rapidité d'exécution.

La lettre de change est un ordre écrit par le vendeur d'un bien et accepté par l'acheteur (ou sa banque), obligeant cet acheteur à payer une certaine somme au vendeur à une date fixée et en une certaine monnaie. La lettre de change associe la fonction de crédit à court terme et la fonction d'opération de change.

Le numéraire est peu utilisé mais s'impose en raison de la demande des touristes.

Il existe une graduation dans l'importance des différentes devises utilisées sur le marché des changes. Le dollar américain constitue la première référence. Le classement des principales devises donne l'ordre suivant : le dollar, le deutsche mark, le yen, la livre, le franc suisse, le franc français, le dollar canadien, ...

Les codes utilisés pour ces monnaies sont repris dans le tableau n°3 ci-après.

Les taux de change facturés sont sensiblement différents des taux relatifs aux transferts de dépôt publiés dans la presse financière. Cet écart équivaut au coût de trésorerie de la détention de billets non productibles d'intérêts et frais de transformation des instruments manuels des paiements en avoirs en compte.

On distingue principalement le marché de change au comptant et le marché de change à terme.

3. Organisation et fonctionnement du marché de change au comptant

Sur un marché de change au comptant s'effectuent les achats et ventes de devises livrés au plus tard deux jours ouvrables après la date de conclusion de contrat. Les cotations sur le marché au comptant sont faites sur la base de deux prix : un cours acheteur (prix auquel une banque se propose d'acheter les devises) et un prix de vente. La différence entre les deux cours représente la marge de la banque. Cette marge diffère d'un établissement à l'autre.

Tableau n° 3 : Codes des monnaies les plus utilisées

Monnaie	Code
Deutsche mark	DEM
Dollar canadien	CAD
Franc belge	BEF
Dollar américain	USD
Franc français	FRF
Lire	ITL
Couronne danoise	DKK
Dollar néozélandais	NZD
Yen	JPY
Franc suisse	CHF
Florin	NLG
Livre sterling	GBP
Dollar Hong-Kong	HKD
Dollar Singapour	SGD
Couronne suédoise	SDK
Ringitt de Malaisie	MYR
Dollar australien	AUD
Peso mexicain	MXP
Cruzado brésilien	BRC
Écu	XEU
Couronne norvégienne	NOK
Peseta espagnole	ESP

Le marché au comptant se tient généralement tous les jours ouvrables. Il fonctionne en continu. Cependant, il existe sur certaines places une procédure de fixing (séance de cotation au cours de laquelle les cours des principales devises sont constatées par un représentant de la chambre syndicale des agents de change qui les publie au journal officiel).

Lorsqu'une banque intervient sur le marché de change pour le compte d'une clientèle, elle peut soit procéder aux achats et ventes directs de devises, soit passer par une devise tierce en vue d'obtenir un profit.

Exemple : une banque canadienne vend le 4 mars 1998 un million de francs français (FRF) provenant des exportations effectuées par une entreprise canadienne. Quand la banque reçoit l'ordre de vendre les FRF, le taux sur le marché est le suivant :

1 CAD = 5,4022 FRF à Paris ;
1 USD = 1,2226 CAD à New-York ;
1 USD = 6,6040 FRF à Paris.

Première possibilité : vendre directement :

1.000.000/5,4022 = 185.109,77 CAD ;

Deuxième possibilité : passer par la devise tierce (USD) :
à New-York : (1.000.000/6,6040) x 1,2266 = 185.130,21 CAD. Ce qui donne un profit de 20,44.

La réalisation de l'arbitrage triangulaire exige une grande célérité car le taux de change varie très rapidement et le cambiste risque de se faire coller.

4. Organisation et fonctionnement du marché de change à terme

Sur un marché à terme, les opérateurs contractent des engagements d'achat et de vente de monnaie à un cours fixé au moment du contrat mais repoussent la livraison et le paiement à une date ultérieure fixée au moment de l'engagement (généralement un mois, trois mois, six mois, voire une année).

Le taux de change à terme n'est jamais pratiquement égal au taux au comptant. Il est soit supérieur soit inférieur.

Soient deux devises A et B, on dira que le cours à terme d'une devise A est en prime ou en report par rapport au cours au comptant quand il permet d'acheter davantage de monnaie B que le cours au comptant. La prime est égale à la différence entre les deux cours exprimés en pourcentage annuel du cours au comptant. De même, le cours à terme est en perte ou en deport quand il permet d'acheter moins d'unités de la devise B. La perte s'exprime également en pourcentage annuel.

La devise est dite « au pair » quand le taux à terme est égal au taux au comptant.

Le taux à terme se définit de manière différente selon les cotations :

1) pour une cotation au certain : un écart positif entre taux à terme et taux au comptant donne lieu à une plus-value de la monnaie à terme ; on parle de report. Un écart négatif indique une moins-value à terme. On parle de déport.
2) pour une cotation à l'incertain : un écart négatif équivaut à une plus-value d'une monnaie à terme et un écart positif à une moins-value.

Report et déport sont exprimés en pourcentage annuel du taux au comptant. Si X_0 est le taux au comptant et X_1 le taux à terme, le report ou déport à t jours s'exprime de la façon suivante :

$(X_1 - X_0/X_0)$ x (360 x 100/t).

Exemple : exprimer un report sur le dollar à Paris de 0,1900 pour un terme de trois mois, le cours au comptant étant de 6,6550.

Réponse : (0,19/6,6550) * (360 * 100/90) = 11,42 %.

Dans le marché interbancaire, il existe deux types de transactions : les swaps et les termes secs.

Le swap est une opération dans laquelle la transaction à terme est complétée par une transaction simultanée sur le marché au comptant. Ainsi, l'opérateur

qui effectue un achat de devises sur le marché au comptant procède à une vente de devises sur le marché à terme. De même, il initie un achat de devises à terme lorsqu'il réalise une vente de devises au comptant.

L'opération à terme sec consiste à vendre ou à acheter une devise pour une échéance déterminée.

SECTION 3 : LA GESTION DU RISQUE DE CHANGE

Les entreprises et les banques sont confrontées à différentes catégories de risques de change. Les risques sont liés à leurs opérations d'exportation et d'importation facturées dans une devise différente de celle utilisée pour l'établissement de leurs bilans et de leur compte de résultat, d'une part, leurs opérations de prêt et d'emprunt sur les marchés des eurodevises et les marchés financiers étrangers ou internationaux, d'autre part.

Pour ce qui concerne les entreprises, on recense trois catégories de risques de change :

- le risque de transaction ;
- le risque de consolidation ;
- le risque de change économique.

Le risque de transaction est lié :

- soit à des transactions commerciales ;
- soit à des opérations financières (prêt et emprunt de devises étrangères) ;
- soit à des flux de dividendes en devises étrangères.

Le risque de consolidation procède du fait que les actifs et les passifs des filiales des entreprises à l'étranger doivent être traduits, au moment de la consolidation des bilans, en devises étrangères (en termes de monnaie de la maison mère). Le risque de consolidation est également appelé risque comptable.

Le risque de change économique tient au fait que, lorsque les coûts de production sont croissants, une société peut voir sa part de marché décroître. Ce risque existe lorsque les résultats d'une entreprise peuvent être affectés par une variation du taux de change.

S'agissant des banques, on distingue cinq catégories de risques :

- le risque de change : toute banque qui occupe une position longue dans une devise court un risque si cette devise se déprécie. De même, une position courte dans une devise fait courir un risque de perte si cette devise s'apprécie[1].
- le risque de crédit est le risque de voir la contrepartie faire défaut ;
- le risque de liquidité (risque de refinancement si le taux d'intérêt augmente) tient à la différence entre cours futur et cours au comptant ;
- le risque de base concerne les banques qui opèrent sur les marchés futurs. Il tient à la différence entre cours futur et cours au comptant ;
- le risque opérationnel est, quant à lui, lié aux opérations de la banque.

Dans le contexte international actuel, caractérisé par des fluctuations de grande ampleur des cours des monnaies et le flottement des monnaies, la gestion du risque de change devient une nécessité. L'acte de couverture, assez semblable à la technique de l'assurance, comporte deux volets :

- le premier concerne la détermination et la surveillance permanente de la position de change ;
- le second, qui a un caractère plus actif, a trait aux techniques susceptibles de protéger contre le risque de change.

Cette protection a un élément d'asymétrie dans la mesure où elle ne concerne pas les possibilités de gain.

La gestion du risque se pratique sur le marché interbancaire, le marché des contrats à terme, le marché des swaps en devises et le marché des options en devises.

---

1. **Position longue** : celle de l'entité qui a accepté de recevoir un montant de monnaie étrangère à une date prédéterminée ou de l'entité qui a une position créditrice nette (actif > passif) en monnaie étrangère.
Position courte : celle de l'entité qui a promis de livrer un montant de monnaie étrangère à une date prédéterminée (importation de biens et services) ou de l'entité qui a une position débitrice nette (actif < passif) en monnaie étrangère.

1. Sur le marché interbancaire

La couverture sur le marché interbancaire se traduit par une livraison ou une réception de devises. Elle est immédiate quand la couverture se fait au comptant et différée sur le marché à terme.

Sur le marché au comptant, l'importateur doit acheter tout de suite la devise dont il aura besoin plus tard. C'est une couverture par une avance en devises. À terme, l'opérateur se couvre contre le risque de baisse ou de hausse de cours. Ainsi, l'importateur achète à terme des devises correspondant au montant de sa dette. L'exportateur, qui redoute une baisse du cours de la devise, vend à terme auprès de son banquier le montant de sa créance.

2. Sur le marché des contrats à terme

Sur ce marché, l'exportateur ou l'importateur prend directement contact avec un courtier pour vendre ou acheter un ou plusieurs contrats de devises.

Ainsi, l'importateur, qui redoute une hausse du cours de la devise dans laquelle sa dette est libellée, s'en protège en achetant des contrats à terme. Quant à l'exportateur, il vend des contrats à terme parce qu'il redoute une baisse du cours de la devise.

3. Sur le marché des swaps de devises

Un swap de devises est un engagement de gré à gré par lequel deux contreparties s'échangent des flux financiers libellés dans deux devises différentes avec des taux d'intérêt fixes. C'est la combinaison simultanée d'une vente au comptant de devises et d'achats à terme d'un même montant en devises. Les swaps sont très intéressants et fort utiles pour gérer le risque de change de longue période. Et c'est pourquoi ils sont souvent associés à des emprunts ou à des placements en devises à moyen terme et à long terme.

Prenons ici l'exemple de deux entreprises américaine et japonaise qui souhaitent respectivement s'endetter en yen et en dollar pour une durée donnée sans

prendre de risque. La solution consiste pour chacune d'elle à emprunter, sur le marché local et dans sa propre devise, et à procéder à un swap.

4. Sur le marché des options de devises

Une option est un droit d'achat ou de vente des devises ou des contrats à terme de devises. Les options de devises sont des actifs asymétriques qui permettent à leurs utilisateurs d'être protégés contre le risque de change sans les priver pour autant d'une évolution qui leur serait favorable et qu'ils auraient mal anticipée.

La technique traditionnellement utilisée pour se protéger contre la baisse du taux de change est l'achat d'options de vente. Et dans le cas contraire (hausse du taux de change), on utilise l'achat d'options d'achat.

SECTION 4 : LES DETERMINANTS DU TAUX DE CHANGE

L'étude de la détermination du taux de change a fait l'objet d'une littérature abondante et d'interprétations diverses. Tous ces modèles sont fondés sur l'approche financière du taux de change, selon laquelle le cours d'une devise (comme de n'importe quelle marchandise) est déterminé par la loi de l'offre et de la demande, même si leurs conclusions divergent.

Des travaux relativement récents (DORNBUSH 1982, KRUGMAN 1992) distinguent les déterminants à court et long terme :

- à long terme, le taux de change d'équilibre est guidé par l'évolution des prix des biens échangeables (parité des pouvoirs d'achat) ;
- à court terme, les perturbations réelles et monétaires ne se répercutent pas immédiatement sur les prix des biens, l'ajustement se fait par les marchés financiers à l'aide d'une variation correspondante du taux d'intérêt (théorie de la parité des taux d'intérêt).

Pour mieux appréhender la détermination des taux de change, nous retiendrons trois types d'explications :

– la parité des pouvoirs d'achat ;
– la parité des taux d'intérêt ;
– la spéculation.

1. La théorie de la parité des pouvoirs d'achat (PPA)

Entrevue par RICARDO (1817), popularisée par le Suédois CASSEL (1918), la théorie de la parité des pouvoirs d'achat a fait l'objet de multiples tentatives de vérification. Nous commencerons par exposer cette théorie, ensuite nous présenterons les principaux débats auxquels elle a donné lieu.

A. Enoncé de la théorie de la parité des pouvoirs d'achat (PPA)

Pour CASSEL, la valeur d'une monnaie est déterminée par le pouvoir d'achat en biens et services qu'elle procure. Le taux de change normal entre deux monnaies est celui qui égalise les pouvoirs d'achat internes des deux monnaies. Et comme la valeur d'une monnaie est définie par l'inverse du niveau général des prix, le taux de change d'équilibre sera égal au rapport des niveaux de prix. C'est donc la différence des taux d'inflation entre deux pays qui explique l'évolution du taux de change.

Partant de cette définition, on a tenté de ramener le principe de la parité des pouvoirs d'achat à la « loi du prix unique » (MARSHALL, 1961), loi selon laquelle le prix d'un bien faisant l'objet d'un échange international est unique sous réserve de l'hypothèse d'absence de coût de déplacement et de droits de douane. Cependant, la parité des pouvoirs d'achat ne peut se ramener à la loi du prix unique qui considère que l'ensemble du marché occidental peut être considéré comme un marché unique.

Il existe deux approches de la parité des pouvoirs d'achat :

– la parité des pouvoirs d'achat absolue ;
– la parité des pouvoirs d'achat relative.

La parité des pouvoirs d'achat absolue (PPAa) indique que le taux de change d'équilibre entre les monnaies de deux pays doit se fixer à un niveau tel que

le même panier de biens et services ait le même prix dans les deux pays, autrement dit le taux de change nominal est déterminé par le rapport entre les prix domestiques P et les prix étrangers P* :

$$PPAa = P/P^* \; ; \qquad (1)$$

avec P, le niveau des prix domestiques ;
P*, le niveau des prix étrangers ;
(P et P* étant libellés dans leur propre monnaie).

Les données sur les prix absolus étant difficiles à obtenir, la théorie de la parité des pouvoirs d'achat est généralement utilisée sous sa forme relative (dynamique). La parité des pouvoirs d'achat relative (PPAr) s'intéresse donc aux variations de prix plutôt qu'à « l'équivalence » entre monnaies. Elle indique le produit du taux de change à la période de base (supposé être un taux de change d'équilibre) et du rapport des indices d'évolution des prix dans les deux pays, soit :

$$PPAr = (P/P^*).\, e_0 \qquad (2)$$

avec e_0, le taux de change à la période de base.

Le taux de change d'équilibre à long terme est égal à la parité des pouvoirs d'achat qui permet de construire un indice de taux de change réel (TCR).

Cet indice est défini comme le produit du rapport des indices de prix des deux pays (P*/ P) par un indice du taux de change égal au rapport entre le taux de change courant (e) et le taux de change de la période de base (e_0) :

$$TCR = (P^*/\, P).\, (e/e_0) \qquad (3)$$

Par substitution entre (2) et (3), on a :

$$TCR = (e/PPAr) = (e/e_0).\, (P^*/\, P) \qquad (4)$$

Cet indicateur permet de voir, en cas de déviation du taux de change réel par rapport à l'unité, que le taux de change d'équilibre s'écarte de la parité des pouvoirs d'achat par rapport à une période de base d'équilibre. Il révèle donc les sous-évaluations ou les sur-évaluations de la monnaie considérée.

Si le taux de change est exprimé en unités de monnaie du premier pays par unité de monnaie du second (cotation à l'incertain) et si l'indice de taux de change réel est supérieur à l'unité (TCR > 1), il y a sous-évaluation de la monnaie considérée. Ce qui signifie que le prix dans ce pays a diminué par rapport à l'autre pays ou que le prix de la devise en sa monnaie a augmenté sans aucun mouvement compensatoire dans les niveaux relatifs de prix.

Si le taux de change d'équilibre est exprimé en unités de monnaies étrangères par unité de monnaie nationale (cotation au certain) et si on a (TCR > 1), il y a surévaluation de la monnaie considérée.

Ainsi, dans le cas d'une cotation à l'incertain, si TCR > 1, il y a sous-évaluation de la monnaie nationale et si TCR < 1, il y a surévaluation de la monnaie nationale.

En ce qui concerne les comparaisons multilatérales, pour le calcul du taux de change effectif réel, il faut que le rapport des taux de change d'équilibre dans les équations (3) ou (4) (e/e_0) soit remplacé par un indice de taux de change effectif (TCE) et que le niveau des prix étrangers P* soit une moyenne pondérée des indices de prix des partenaires commerciaux.

Le concept de taux de change effectif réel (TCER) est équivalent dans un contexte multilatéral, au concept de taux de change réel défini plus haut.

B. Interprétation économique de la théorie de la parité des pouvoirs d'achat (PPA)

Trois interprétations théoriques alternatives ont été faites (L. KATSELI, 1979). La théorie de la parité des pouvoirs d'achat apparaît comme :

- une relation d'arbitrage spatial ;
- une relation causale dans le cadre de l'approche monétaire de la balance des paiements ;
- une relation de forme réduite dans le cadre de l'approche d'équilibre de portefeuille.

La première interprétation correspond à l'application de la « loi du prix unique », autrement dit la loi d'égalisation des prix entre pays qui repose sur les hypothèses suivantes :

– information parfaite ;
– homogénéité des produits ;
– absence de coûts de transport, d'entraves aux échanges et de discrimination de prix.

La seconde interprétation repose sur une relation causale entre choc monétaire, niveau de prix et taux de change. Ainsi, grâce à la théorie quantitative de la monnaie, le choc monétaire (expansion monétaire) détermine le niveau de prix qui, à son tour, détermine le taux de change. Cette interprétation considère la parité des pouvoirs d'achat comme une relation indispensable de l'approche monétaire de la balance des paiements.

La troisième interprétation situe la parité des pouvoirs d'achat dans le cadre de l'approche de l'équilibre de portefeuille. Le taux de change est déterminé sur le marché des actifs. Ce qui revient à dire que le taux de change d'équilibre est influencé par les stocks de monnaie, de richesse, d'actifs nationaux et étrangers. Cette interprétation privilégie une détermination endogène et simultanée des taux de change et des prix ainsi que le rôle fondamental des anticipations sur les valeurs à court terme.

C. Controverses et critiques

La théorie de la parité des pouvoirs d'achat a fait l'objet de grandes controverses à cause principalement de son caractère logique et simple. Relevons que G. CASSEL avait déjà reconnu que l'application de la parité des pouvoirs d'achat avait certaines limites :

1) les entraves aux échanges internationaux qui peuvent asymétriquement influencer les prix relatifs en perturbant l'arbitrage spatial. En effet, si les importations d'un pays sont relativement plus restreintes que ses exportations, le taux de change de ce pays sera supérieur à son niveau de parité des pouvoirs d'achat ;
2) la spéculation sur le marché de change, qui peut peser sur le cours d'une devise et provoquer une déviation temporaire par rapport à la parité des pouvoirs d'achat (la spéculation contre une monnaie peut faire baisser sa valeur au-dessous de la parité des pouvoirs d'achat) ;

3) les anticipations d'inflation, qui peuvent exercer des pressions à la baisse par rapport à la parité des pouvoirs d'achat (lorsqu'elles prévoient une inflation nationale supérieure à celle de l'étranger) ;
4) les modifications des prix relatifs internes (reflet des changements structurels d'une économie), qui sont à l'origine de déviations du taux de change vis-à-vis de la parité des pouvoirs d'achat ;
5) les mouvements de capitaux à long terme qui peuvent provoquer des écarts par rapport à la parité des pouvoirs d'achat (un déficit prolongé de la balance des capitaux peut influencer négativement le taux de change vis-à-vis de la parité des pouvoirs d'achat) ;
6) les interventions directes du gouvernement sur les marchés de change, qui exercent le même effet que la spéculation.

La théorie de la parité des pouvoirs d'achat a fait l'objet de nombreuses critiques. Cinq points retiennent l'attention :

1) la théorie de la parité des pouvoirs d'achat est fondée sur l'évolution de la balance des opérations courantes, la seule qui soit affectée par les variations de prix des biens et services dans différents pays. Or, la balance des opérations courantes n'est qu'une partie de la balance des paiements et le taux de change d'équilibre peut évoluer sous l'influence d'autres postes de la balance des paiements ;
2) la théorie de la parité des pouvoirs d'achat ignore le fait qu'une devise peut servir de monnaie véhiculaire. Dans ce cas, son évolution est déterminée par des considérations autres que le taux d'inflation du pays (exemple des États-Unis d'Amérique) ;
3) la vérification empirique de la parité des pouvoirs d'achat est tributaire des indices de prix retenus. Or, les indices généraux sont à de nombreux égards critiquables ;
4) cette vérification est sensible à la période de référence retenue ;
5) enfin, cette vérification est sensible aux pays retenus (la parité des pouvoirs d'achat est souvent vérifiée pour les pays industrialisés qui ont le même niveau de développement).

Cependant, la théorie de la parité des pouvoirs d'achat n'est pas aujourd'hui inutile, elle sert davantage à expliquer les variations du taux de change d'équilibre que leur formation.

2. La théorie de la parité des taux d'intérêt

Dans un système de changes flexibles, l'observation des taux d'intérêt sur le marché international est indispensable pour comprendre l'évolution des taux de change à court terme, car leurs variations se reflètent immédiatement sur celles des cours des devises. L'impact des taux d'intérêt est donc complémentaire de l'influence exercée par le différentiel d'inflation.

Ainsi, à court terme, les variations des taux d'intérêt entraînent, toutes choses égales par ailleurs, une fluctuation dans le même sens du taux de change au comptant. Ces variations déterminent à leur tour le taux à terme.

La théorie de la parité des taux d'intérêt constitue un modèle alternatif de détermination du taux de change. Elle établit un lien théorique entre les taux d'intérêt nationaux (i) et étrangers (i*) et les marchés de change au comptant et à terme.

Enoncée pour la première fois par KEYNES (1923), la théorie de la parité des taux d'intérêt a fait l'objet de plusieurs appréciations. Elle se résume en une phrase : les cours des devises tendent à s'ajuster aux parités des taux d'intérêt.

Ainsi, l'opérateur qui se couvre à terme, le fait nécessairement en comparant le prix de sa devise à terme et le différentiel d'intérêt.

$F = i - i^*$.

Ce différentiel devient un important facteur explicatif de la formation des cours à terme. Cependant, deux autres facteurs agissent sur la formation des cours :

- l'offre et la demande de devises liées au commerce international qui ont une influence déterminante sur les cours au comptant et à terme ;
- les anticipations sur les cours au comptant futurs des différentes devises.

La théorie de la parité des taux d'intérêt repose sur les hypothèses suivantes :

- les titres nationaux et étrangers sont équivalents en terme de risque et de maturité ;
- il n'existe ni contrôle de capitaux, ni coûts de transaction, ni aucune imperfection de marché.

Dans tous les cas, admettre la théorie de la parité des taux d'intérêt, c'est accepter que les marchés financiers sont parfaitement concurrents. Mais en réalité, ils sont plus complexes. En effet :

- la disponibilité des fonds susceptibles d'être utilisés à des opérations d'arbitrage n'est pas infinie ;
- le contrôle des changes fait obstacle à la théorie de la parité des taux d'intérêt ;
- les mouvements de capitaux ne dépendent pas que des taux d'intérêt qui ne constituent qu'un facteur orientant l'attitude et le comportement des arbitrages ;
- la spéculation constitue un élément perturbateur.

Plusieurs études ont rendu compte des déviations substantielles des taux de change à terme de leurs taux de parité des taux d'intérêt (OFFICER et WILLET en 1970, STOLL en 1972). Ces déviations tiennent, pour une grande part, à l'existence des coûts de transactions significatifs ainsi qu'à l'aversion au risque des participants au marché.

On peut, par ailleurs, évoquer deux raisons supplémentaires (AGMON et BRONFELD en 1975, HOLMES et SCHOTT en 1965, MINOT en 1974) :

- l'existence des contrôles de capitaux et des systèmes d'imposition différenciés dans différents pays (différents taux prévalent dans les systèmes bancaires, pour les prêteurs et les emprunteurs, au point que les taux d'intérêt retenus pour représenter les taux de court terme de chaque pays ne sont pas les taux définitifs) ;
- l'importance de la qualité des données utilisées dans l'examen de la parité des taux d'intérêt.

3. Les phénomènes de surréaction

L'analyse moderne de la détermination du taux de change d'équilibre passe par la théorie du portefeuille qui permet de mettre en évidence des phénomènes de surréaction ou de surajustement (overshooting). Ce phénomène permet d'expliquer pourquoi les variations de taux de change ont une amplitude supérieure à celle qu'exigeraient les seuls facteurs économiques déjà évoqués. D'où deux explications à ce phénomène :

1) le jeu des anticipations ;
2) la sensibilité des marchés financiers.

S'agissant des anticipations, lorsqu'une monnaie se déprécie, les opérateurs ont tendance à l'accompagner, à l'inclure dans leurs prévisions, à s'en protéger. Ce faisant, ils la précipitent. Les anticipations ne commencent à se retourner que lorsque la dépréciation est excessive (vis-à-vis de la PPA). C'est donc au conformisme et à la volonté de limiter les risques des opérations que l'on peut attribuer ce « surajustement ».

Quant à la sensibilité des marchés financiers, c'est essentiellement le marché des changes qui est le premier à réagir et à en subir les contrecoups. C'est dans ce cadre que DORNBUSCH (1976) a proposé un modèle prenant en compte le principe de la parité des taux d'intérêt.

Ainsi, dans la courte période, la parité des taux d'intérêt expliquerait les variations du taux de change d'équilibre via les mouvements de capitaux. À long terme, d'autres facteurs influent sur le change, la parité des pouvoirs d'achat notamment (BRANSON).

4. La spéculation

La prise en compte des phénomènes spéculatifs constitue une méthode intéressante pour tenter de comprendre les variations récentes de taux de change.

On appelle spéculation toute opération à terme qui n'est pas couverte par une opération au comptant. Le spéculateur accepte de courir un risque de change car il pense connaître le futur taux de change d'équilibre d'une devise.

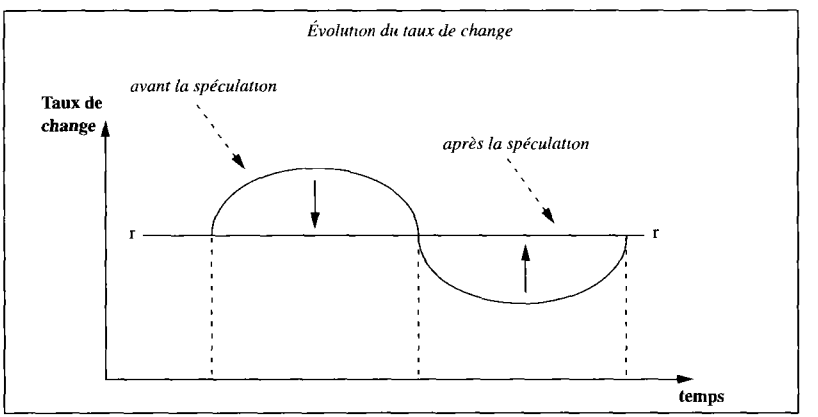
La spéculation, qui était l'exception avant l'apparition d'un système de change flexible, est devenue aujourd'hui la règle. La question intéressante à ce niveau est de savoir si la spéculation est stabilisante (FRIEDMAN) ou déstabilisante (BAUMOL). Cette controverse peut être interprétée en terme d'information parfaite et imparfaite.

Repoussant l'hypothèse de NURKSE sur le rôle néfaste de la spéculation lors de la dépréciation du franc entre 1922 et 1926, FRIEDMAN fera la proposition suivante : « Affirmer que la spéculation est un facteur déstabilisant revient pratiquement à dire que les spéculateurs perdent de l'argent ».

Pour FRIEDMAN, les agents ont des anticipations correctes des cours des devises. Les mouvements de capitaux spéculatifs doivent tendre à rapprocher le cours de la devise de son cours normal (celui qui égalise la parité des pouvoirs d'achat). S'il n'en était pas ainsi, les spéculateurs perdraient de l'argent. En effet, si à un moment donné le cours d'une devise est inférieur à son cours normal, l'écart entre les deux cours s'accentue dans le cas où la dépréciation est déstabilisante. Or cela n'est possible que si les spéculateurs vendent cette devise lorsque son cours est bas.

L'argument avancé par FRIEDMAN apparaît mince parce qu'il ne tient qu'à la conviction.

Le rôle stabilisant de la spéculation peut être représenté par le graphique suivant.



Si on fait l'hypothèse qu'en l'absence de spéculation, le taux de change fluctue autour d'une tendance horizontale, l'entrée des spéculateurs parfaitement informés sur le marché va tendre à éliminer les fluctuations.

En effet, si le cours de la devise se situe au-dessous de l'horizontale *rr*, les spéculateurs vont se porter « acheteurs », jusqu'à ce que le cours ait retrouvé sa position d'équilibre, autrement dit jusqu'à ce qu'ils ne puissent plus faire de profit. Ils se porteront « vendeurs » dans l'hypothèse contraire.

L'activité des spéculateurs contribuerait plutôt à stabiliser les variations des parités car ils prennent des dispositions généralement de sens contraire à l'opinion prévalant sur le marché (ils achètent quand le cours est bas et vendent quand il est élevé).

Pour BAUMOL (1957) en revanche, les spéculateurs contribuent par leur activité à rendre nécessaire des modifications de parité d'une amplitude plus importante que celle justifiée par les seuls facteurs économiques.

À cet effet, BAUMOL divise les intervenants sur le marché des changes en deux groupes :

– les non spéculateurs ;
– les spéculateurs.

Les non spéculateurs ont une demande nette de devises qui dépend du taux de change courant et des taux de change des deux périodes antérieures. Leur intervention donne lieu à un mouvement cyclique de taux de change que l'on suppose d'amplitude constante. Ainsi, en l'absence des spéculateurs, les non spéculateurs sont conduits à acheter lorsque le cours est élevé et à revendre lorsqu'il est bas.

Les spéculateurs vont mettre à profit cette particularité. Ils vont vendre une fois le sommet passé et acheter une fois le creux passé. Les spéculateurs réalisent certainement des profits, mais du fait qu'ils n'achètent pas exactement aux points de retournement, à cause du comportement des non spéculateurs, ils vont contribuer à augmenter la fréquence des fluctuations et, suivant les conditions initiales, l'amplitude des variations de taux de change.

BAUMOL montre donc que l'intervention des spéculateurs a pour conséquence d'augmenter les fréquences et l'amplitude du mouvement cyclique engendré par les non spéculateurs ainsi que ceux du mouvement de taux de change final résultant de l'action des deux catégories d'intervenants. Le caractère déstabilisant de la spéculation provient donc du comportement des non spéculateurs dû à une information insuffisante.