



ÉCONOMIE INTERNATIONALE

LA PLACE DES BANQUES

Philippe D'Arvisenet • Jean-Pierre Petit



DUNOD

024971763

ÉCONOMIE INTERNATIONALE

Philippe D'Arzenet - Jean-Pierre Petit

COLLECTIF
INSTITUT TECHNIQUE DE BANQUE

D2

2000 - 28079

ÉCONOMIE
INTERNATIONALE

ÉCONOMIE INTERNATIONALE

LA PLACE DES BANQUES

Philippe D'Arvisenet • Jean-Pierre Petit

COLLECTION

INSTITUT TECHNIQUE DE BANQUE

DUNOD



Des mêmes auteurs

Philippe d'Arvisenet

Finance internationale. Marchés et techniques (en collaboration avec T. Schwob), Hachette, 1990, 302 pages.

Le Marché des changes (en collaboration avec P. Aroyo et T. Schwob), Dunod, 1994, 216 pages.

Finance appliquée (en collaboration avec P. Aroyo et T. Schwob), Dunod, 1993, 176 pages.

La Politique économique conjoncturelle, coll. « Les Topos », Dunod, 1999, 128 pages.

Échanges et finance internationale. Les enjeux (en collaboration avec J.-P. Petit), Revue Banque Éditeur, 1996, 576 pages.

Échanges et finance internationale. Les acteurs (en collaboration avec J.-P. Petit), Revue Banque Éditeur, 1997, 558 pages.

Jean-Pierre Petit

Échanges et finance internationale. Les enjeux (en collaboration avec P. d'Arvisenet), Revue Banque Éditeur, 1996, 576 pages.

Échanges et finance internationale. Les acteurs (en collaboration avec P. d'Arvisenet), Revue Banque Éditeur, 1997, 558 pages.

Les Privatisations (en collaboration avec X. Denis), coll. « Clefs économie », Montchrestien, 1998, 160 pages.

Ce pictogramme mérite une explication. Son objet est d'alerter le lecteur sur la menace que représente l'avenir de l'écrit, particulièrement dans le domaine de l'édition technique et universitaire, le développement massif du **photocopillage**.

Le Code de la propriété intellectuelle du 1er juillet 1992 interdit en effet expressément la photocopie à usage collectif sans autorisation des ayants droit. Or, cette pratique s'est généralisée dans les établisse-

ments d'enseignement supérieur, provoquant une baisse brutale des achats de livres et de revues, au point que la possibilité même pour les auteurs de créer des œuvres nouvelles et de les faire éditer correctement est aujourd'hui menacée.

Nous rappelons donc que toute reproduction, partielle ou totale, de la présente publication est interdite sans autorisation du Centre français d'exploitation du droit de copie (CFC, 20 rue des Grands Augustins, 75006 Paris).



© Dunod, Paris, 1999

ISBN 2 10 004470 1

Toute représentation ou reproduction intégrale ou partielle faite sans le consentement de l'auteur ou de ses ayants droit ou ayants cause est illicite selon le Code de la propriété intellectuelle (Art L. 122-4) et constitue une contrefaçon réprimée par le Code pénal. • Seules sont autorisées (Art L. 122-5) les copies ou reproductions strictement réservées à l'usage privé du copiste et non destinées à une utilisation collective, ainsi que les analyses et courtes citations justifiées par le caractère critique, pédagogique ou d'information de l'œuvre à laquelle elles sont incorporées, sous réserve, toutefois, du respect des dispositions des articles L. 122-10 à L. 122-12 du même Code, relatives à la reproduction par reprographie.



TABLE DES MATIÈRES

Les auteurs remercient vivement les membres du comité de lecture pour leurs remarques et commentaires :

Denis Besnard (Commission européenne),
Bernard Courbis (université Lyon II),
Henry-Pierre Gil (Caisse centrale des Banques populaires)
et André Nadjar (BNP).

AVANT-PROPOS

vii

PREMIÈRE PARTIE

LE CADRE STATISTIQUE ET THÉORIQUE DES ÉCHANGES INTERNATIONAUX

LA BALANCE DES PAIEMENTS

1

Section 1	Difficultés	3
Section 2	Règles et méthodes de construction	4
	1. Méthodes de base	5
	2. L'ajustement de la balance des paiements	8
Section 3	L'architecture générale de la balance des paiements	8
Section 4	La balance des transactions courantes (ou balance courante)	9
	1. Les flux commerciaux primaires, secondaires, respectivement dérivés	10
	2. Les services	11
	3. Les revenus	11
	4. Les transferts courants	11
Section 5	Le compte de capital	12
Section 6	Le compte d'équivalence financière	13
Section 7	L'analyse des phénomènes relatifs de la balance des paiements	14
	1. Le rôle de principe des mouvements bilatéraux des flux des paiements	14
	2. Le rôle de principe des mouvements bilatéraux de la balance de capital	15
	3. Le rôle de principe des mouvements bilatéraux des paiements des services de biens	16
	4. Le rôle de principe des mouvements bilatéraux des paiements des services de services	16
	5. Le rôle de principe des mouvements bilatéraux des paiements des services de revenus	16
	6. Le rôle de principe des mouvements bilatéraux des paiements des services de transferts	16
	7. Le rôle de principe des mouvements bilatéraux des paiements des services de transferts	16
Section 8	La position mondiale	17

Des ouvrages offerts

Philippine d'Armenie

Le *Journal de la Presse Arménienne* et la *Revue Arménienne*, T. Schwab, Hachette, 1998, 342 pages.

Le *Journal de la Presse Arménienne*, T. Schwab, Hachette, 1998, 276 pages.

Le *Journal de la Presse Arménienne*, T. Schwab, Hachette, 1998, 176 pages.

Le *Journal de la Presse Arménienne*, T. Schwab, Hachette, 1998, 128 pages.

Le *Journal de la Presse Arménienne*, T. Schwab, Hachette, 1998, 128 pages.

Le *Journal de la Presse Arménienne*, T. Schwab, Hachette, 1998, 128 pages.

Le *Journal de la Presse Arménienne*, T. Schwab, Hachette, 1998, 128 pages.

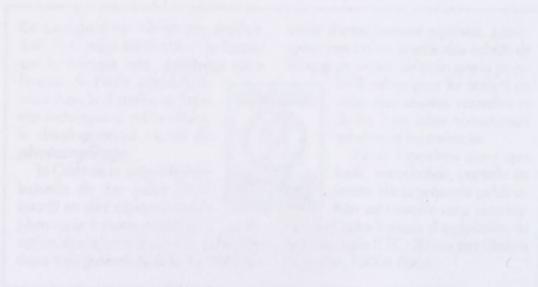
Le *Journal de la Presse Arménienne*, T. Schwab, Hachette, 1998, 128 pages.

Le *Journal de la Presse Arménienne*, T. Schwab, Hachette, 1998, 128 pages.

Le *Journal de la Presse Arménienne*, T. Schwab, Hachette, 1998, 128 pages.

Le *Journal de la Presse Arménienne*, T. Schwab, Hachette, 1998, 128 pages.

Le *Journal de la Presse Arménienne*, T. Schwab, Hachette, 1998, 128 pages.



Le Journal de la Presse Arménienne

Le Journal de la Presse Arménienne

Le Journal de la Presse Arménienne, T. Schwab, Hachette, 1998, 128 pages.



TABLE DES MATIÈRES

AVANT PROPOS

XV

PREMIÈRE PARTIE

LE CADRE STATISTIQUE ET THÉORIQUE DES ÉCHANGES INTERNATIONAUX

1	LA BALANCE DES PAIEMENTS	3
Section 1	Définition	4
Section 2	Règles et méthodes de construction	5
	1 L'enregistrement des opérations	6
	2 L'équilibre de la balance des paiements	6
Section 3	L'architecture générale de la balance des paiements	8
Section 4	La balance des transactions courantes (ou balance courante)	9
	1 Les biens : marchandises générales, travail à façon, réparations, avitaillement	10
	2 Les services	11
	3 Les revenus	11
	4 Les transferts courants	11
Section 5	Le compte de capital	12
Section 6	Le compte d'opérations financières	13
Section 7	L'analyse des principaux soldes de la balance des paiements	14
	1 Le solde du compte des transactions courantes (ou balance courante)	14
	2 Le solde du compte des transactions courantes et du compte de capital	15
	3 Le solde des flux financiers (ou des opérations financières) hors avoirs de réserve	16
	4 La variation des avoirs de réserve (bruts)	16
	5 Le solde à financer	16
	6 Le solde de la balance globale	17
Section 8	La position extérieure	17

2	LE MARCHÉ DES CHANGES	18
Section 1	Définition des taux de change	18
Section 2	Caractéristiques du marché des changes	19
	1 Définition	19
	2 Les transactions : les opérations de change	20
	3 Les acteurs sur le marché des changes	21
	4 Les supports de transactions sur le marché des changes	23
Section 3	Les prévisions et les déterminants des taux de change	23
	1 Les facteurs fondamentaux traditionnels	24
	2 La prise en compte de la volatilité des taux de change (voire des crises de change)	30
	2.1 Les analyses fondées sur l'inefficience du marché des changes	30
	2.2 Des modèles s'appuyant sur le comportement des opérateurs	32
3	L'AJUSTEMENT	34
Section 1	La contrainte extérieure	36
	1 Un excédent de la balance courante est-il nécessaire en toutes circonstances ?	36
	2 Quels sont les facteurs susceptibles de faire varier le solde de la balance courante ?	38
	2.1 Les facteurs prix	38
	2.2 Les différentiels de demande	38
	2.3 Les « chocs » exogènes	39
	2.4 Les facteurs d'offre structurels ; la spécialisation	39
Section 2	Les modes d'ajustement traditionnels	45
	1 Les modes d'ajustement néo-keynésiens	45
	1.1 Le cadre néo-keynésien d'ajustement avec faible mobilité du capital international (modèle de Meade)	45
	1.2 Le cadre néo-keynésien d'ajustement avec forte mobilité du capital (modèle Mundell-Fleming)	49
	2 L'approche de l'ajustement dans le modèle monétariste	49
Section 3	L'ajustement et la globalisation financière	52
Section 4	L'importance des chocs durables et la nécessité de l'ajustement structurel	57
Section 5	Crédibilité et ajustement structurel	59
4	LA COMPÉTITIVITÉ	62
Section 1	La compétitivité-prix	63
Section 2	La compétitivité hors prix	64

DEUXIÈME PARTIE

LA SCÈNE ÉCONOMIQUE INTERNATIONALE

5	LA MONDIALISATION CROISSANTE DE L'ÉCONOMIE	71
Section 1	L'intégration commerciale	71
1	L'évolution historique générale : la progression de l'intégration commerciale	71
2	Les grandes transformations des échanges internationaux	73
2.1	L'évolution de la structure politique et géographique des échanges	73
2.2	L'évolution sectorielle des échanges	74
2.3	Autres évolutions	74
	Annexe	78
Section 2	La mondialisation industrielle	82
1	Qu'est-ce que la mondialisation industrielle ?	82
2	La configuration géographique et sectorielle des investissements directs	86
2.1	L'origine des investissements	86
2.2	L'accueil des investissements	87
3	La configuration sectorielle	88
4	Les déterminants des investissements directs	88
4.1	La théorie des avantages comparatifs (Mundell, Kemp, Kojima)	89
4.2	La théorie de la firme et la nécessité de diminuer les coûts de transaction (Coase, Williamson)	89
4.3	La théorie des oligopoles	90
5	Les implications de la mondialisation industrielle	90
5.1	Pour l'économie mondiale	91
5.2	À l'échelle nationale	91
Section 3	La globalisation financière	94
1	Qu'est-ce que la globalisation financière ?	94
2	Quelles ont été les origines de la globalisation financière ?	95
3	L'extension de la globalisation financière aux pays en développement	99
4	Quelles sont les principales variables susceptibles d'affecter les mouvements internationaux de capitaux ?	102
4.1	Les anticipations de rendement réel sur les actifs financiers	102
4.2	Le risque de change	102
4.3	Le risque de signature	102
5	Les limites de la globalisation financière	103
6	Les gains de la globalisation financière	103
7	Les contraintes de la globalisation financière	105
7.1	Une dégradation de la position extérieure nette des États-Unis	105
7.2	Une volatilité accrue des sources de financement	106
7.3	Une instabilité financière accrue	107
7.4	Une certaine perte de maîtrise des politiques économiques	108
7.5	Une certaine vulnérabilité financière des pays émergents	109
6	RUPTURES ET RAPPORTS DE FORCE DANS LES ANNÉES 1990 ET 2000	110
Section 1	Les États-Unis : la décennie 90 ou la décennie glorieuse	111
1	Des performances macro-économiques remarquables	111
1.1	Un « miracle économique » ?	111

	1.2 La qualité du policy mix	118
	1.3 Les fondements micro-économiques de la croissance américaine	122
	2 Des déséquilibres importants font peser des risques sur la pérennité d'une croissance vigoureuse	125
	2.1 Un endettement interne important	125
	2.2 Des risques de forte correction boursière	127
	2.3 L'accroissement peu soutenable à terme des déséquilibres externes	129
Section 2	Japon : vers un certain déclin dans les années 90	132
	1 Les caractéristiques de la crise japonaise des années 90	132
	2 Les origines de la crise	133
	2.1 Le développement excessif de l'endettement dans la deuxième moitié des années 80	133
	2.2 La bulle spéculative immobilière et boursière	133
	2.3 La surévaluation du yen entre 1990 et 1995	134
	2.4 L'inefficacité des mesures de relance de la politique économique	134
	2.5 La crise asiatique	136
	2.6 L'immobilisme des autorités japonaises dans la gestion de la crise bancaire	136
	3 L'amorce d'une réelle prise en charge de la crise bancaire à la fin 1998	138
	4 L'avenir du Japon : une déréglementation accrue	139
Section 3	La crise des pays émergents depuis la mi-1997 : quels enseignements ?	141
	1 Les causes de la crise	145
	1.1 Les causes immédiates	145
	1.2 Les causes profondes	146
	2 Les leçons du point de vue de la politique économique des pays asiatiques et de l'analyse du risque-pays par les investisseurs	150
	2.1 En ce qui concerne la politique économique	150
	2.2 En ce qui concerne l'analyse du risque-pays	151
Section 4	L'état du processus de transition en Europe de l'Est	152
	1 L'hétérogénéité croissante des pays est-européens	152
	2 Les contraintes financières	156

TROISIÈME PARTIE

ÉTAT ET PERSPECTIVES DE LA CONSTRUCTION EUROPÉENNE

7	LA CONSTRUCTION EUROPÉENNE AVANT L'EURO	163
Section 1	Survol historique de la construction européenne	163
Section 2	Les institutions de l'Union européenne	167
Section 3	L'intégration économique et financière de 1958 à aujourd'hui	171
	1 L'intégration économique et financière de 1958 à 1985	171
	1.1 La libre circulation des personnes, des capitaux et des services	171
	1.2 La libre circulation des marchandises	172
	2 L'Acte unique : l'intégration économique et financière de 1985 à aujourd'hui	173
	2.1 Les origines de l'Acte unique	173
	2.2 Les caractéristiques de l'Acte unique	174

	2.3 Le contenu de l'Acte unique	176
	2.4 L'intégration financière : le marché unique de la banque, de la finance et de l'assurance	178
8	EURO ET EUROLAND : PREMIER BILAN ET PERSPECTIVES	190
	1 L'euro, point d'aboutissement de la construction européenne des années 1980 et 1990	192
	2 L'euro, pour quoi faire au juste ?	193
	3 En quoi la naissance de l'euro est-elle un événement réellement historique ?	195
Section 1	Les caractéristiques économiques et financières de la zone euro	197
	1 La zone euro vue de l'intérieur	197
	1.1 De la nécessité de « raisonner » en zone euro	197
	1.2 L'état de la convergence nominale	198
	1.3 Un débat qui ne doit pas être occulté : les divergences réelles au sein de la future zone euro	202
	2 La zone euro, vue de l'extérieur	208
Section 2	La première institution fédérale de la zone euro : le SEBC	210
	1 La stratégie de politique monétaire de la BCE	210
	2 Les instruments de la politique monétaire de la BCE	213
	3 Les interventions de change et la gestion des réserves de change de la BCE	214
	4 Quel premier bilan de la BCE ?	216
Section 3	Les évolutions probables	218
	1 L'élargissement prochain de la zone	218
	1.1 La Grèce	218
	1.2 Le Royaume-Uni et l'euro	220
	1.3 Les pays scandinaves	223
	1.4 Le cas de la Suisse	225
	2 L'internationalisation de la zone euro	229
	2.1 L'impact de l'euro sur les réserves officielles de change	230
	2.2 L'euro offre aussi des perspectives nouvelles en matière de régime de change	231
	2.3 Le cas de la zone franc	232
	2.4 L'euro et l'Afrique du Nord : quel avenir ?	235
	2.5 Le nouveau mécanisme de change (ou mécanisme de change bis)	237
	3 Le renforcement de la concurrence et de la compétitivité de la zone euro	238
	3.1 Considérations générales	238
	3.2 Un cas particulier : la compétition et la coopération entre les places boursières	239
Section 4	Les évolutions potentielles	241
	1 L'euro et la stabilité du système financier international	241
	2 L'euro et le développement des marchés de capitaux européens	243
	2.1 La transformation des marchés de capitaux en euros	243
	2.2 Un développement de systèmes de paiements plus efficaces	252
	2.3 Le débat sur la valeur de l'euro : vers un euro tendanciellement fort par rapport au dollar ?	254
Section 5	L'évolution souhaitable : l'Europe politique	256
	1 Les insuffisances du pacte de stabilité et de croissance et la nécessaire coordination des politiques économiques	257
	1.1 Les limites du pacte de stabilité et de croissance	257

1.2	La nécessité d'aller au-delà	259
2	Le débat sur le poids trop élevé de la BCE	260
2.1	Manque supposé de responsabilité et de transparence de la BCE	260
2.2	L'« isolement » de la BCE dans la zone euro	262
2.3	L'objectif final de la BCE	262
3	Le débat sur l'harmonisation fiscale en Europe	263
3.1	Quels fondements à l'harmonisation fiscale en Europe ?	263
3.2	Les enjeux de l'harmonisation par grande catégorie d'impôts	266

QUATRIÈME PARTIE LES MODES DE RÉGULATION ET DE COOPÉRATION INTERNATIONALE

9	FORMES ET LIMITES DE LA COOPÉRATION INTERNATIONALE	277
Section 1	Les formes de la coopération	278
Section 2	Les limites de la coopération	279
Section 3	La coopération peut-elle avoir des effets négatifs ?	281
10	QUELQUES GRANDS ACTEURS DE LA COOPÉRATION INTERNATIONALE	283
Section 1	Le Fonds monétaire international (FMI)	283
1	Les fonctions	284
2	Les structures financières du FMI : les ressources	286
3	Les crédits du FMI	287
Section 2	Le groupe de la Banque mondiale	289
1	La Bird	289
2	L'Association internationale pour le développement (AID)	291
3	La Société financière internationale (SFI)	291
4	L'Association multilatérale de garantie des investissements (AMGI)	292
Section 3	Le G7 et le G10	292
1	Le G5 puis G7 (G8)	292
2	Le G10	293
Section 4	L'OCDE (Organisation de Coopération et de Développement Économique)	294
Section 5	La Banque des règlements internationaux (Bri)	296
Section 6	La Banque européenne pour la reconstruction et le développement (Berd)	297
11	LA COOPÉRATION DANS LE DOMAINE COMMERCIAL	299
Section 1	Quelques repères historiques	299
Section 2	Les cycles de négociations multilatérales : de l'accord de Genève (1947) au Tokyo Round (1979)	301

1	Les premiers cycles de négociations	301
2	Le Kennedy Round (1964-1967)	302
3	Le Tokyo Round (1973-1979)	302
Section 3	La montée en puissance de nouvelles formes de protectionnisme	303
Section 4	L'Uruguay Round et l'OMC	304
1	L'accord de Marrakech	305
1.1	Globalité des échanges	305
1.2	Réduction de toutes les formes d'obstacles aux échanges	307
1.3	Restriction des possibilités de subventions d'ouverture de procédures antidumping ou de mesures de sauvegarde	308
1.4	Une libéralisation des marchés publics	309
1.5	Création de l'OMC	309
2	Le processus de libéralisation reste toutefois inachevé	310

12	QUELLES SOLUTIONS POUR MIEUX RÉGULER LE SYSTÈME FINANCIER INTERNATIONAL ?	312
Section 1	Vers l'instauration de zones-cibles ?	312
Section 2	Vers une taxation des mouvements de capitaux ?	317
Section 3	Quel rôle pour le FMI ?	319
Section 4	Quelles nouvelles pistes de « réréglémentation » ?	322

CINQUIÈME PARTIE

LA TRANSFORMATION DES BANQUES INTERNATIONALES

13	PRINCIPALES MUTATIONS BANCAIRES AU COURS DES ANNÉES 90	327
Section 1	Les mutations technologiques	327
Section 2	La poursuite de l'innovation financière	329
Section 3	Le puissant renforcement de la concurrence et la banalisation des banques	330
1	Des banques elles-mêmes	330
2	Des établissements étrangers	330
3	Des non-banques	331
4	Des marchés	332
Section 4	Les banques sont-elles devenues des entreprises comme les autres ?	332
Section 5	L'internationalisation des banques	336
	Annexe	339

14	LES RESTRUCTURATIONS BANCAIRES DANS LE MONDE	341
Section 1	Quelles sont les grandes tendances récentes ?	342
1	Un mouvement réellement universel	343
2	Un mouvement qui s'accélère	345
3	Forte prépondérance des opérations domestiques dans les restructurations bancaires	346
4	Polarisation des opérations dans les banques commerciales	346

Section 2	Quels sont les ressorts du mouvement en cours ?	348
Section 3	Quels sont les critères essentiels de réussite des opérations ?	351
Section 4	Quelles implications ?	353
	Annexe	356

15 ÉVOLUTIONS ET PERSPECTIVES DU SYSTÈME BANCAIRE EUROPÉEN 361

Section 1	Le visage du système bancaire européen	361
1	La « capacité » bancaire en Europe	361
2	La concentration du système bancaire	363
3	Une internationalisation assez élevée	364
3.1	Du point de vue des pays d'accueil (pays de l'Union européenne)	365
3.2	Du point de vue des pays d'origine (pays de l'Union européenne)	365
4	Un niveau d'intermédiation bancaire encore élevé	366
5	Des niveaux de rentabilité bien hétérogènes	368
6	Des divergences statutaires	370
Section 2	« Le choc » de l'euro	370
1	Le coût de la transition pour les banques	371
2	Le renforcement de la concurrence	372
2.1	Pourquoi une plus forte concurrence ?	372
2.2	Quelles activités sont-elles particulièrement touchées ?	373
Section 3	Quels ajustements au niveau européen ?	375
1	Les conséquences stratégiques de l'euro	375
2	Les conséquences structurelles de l'euro	377
2.1	L'harmonisation progressive des règles du jeu	377
2.2	La redistribution des cartes au niveau des banques	378
2.3	Les conséquences sur les banques françaises	379
2.4	L'avenir de l'épargne administrée	379

16 L'ÉVOLUTION DES RISQUES 382

Section 1	L'ardente exigence de maîtrise des risques	382
1	La montée des risques	382
2	Quelle est la nature des risques bancaires aujourd'hui ?	385
3	L'adaptation des autorités prudentielles	387
4	L'adaptation des banques	390
Section 2	L'analyse du risque-pays	390
1	Le risque-pays traditionnel	391
2	Les nouvelles dimensions du risque-pays	393
	Annexe	397

BIBLIOGRAPHIE 401

INDEX 405



AVANT-PROPOS

Économie internationale. La place des banques se veut un ouvrage à la fois exhaustif sur les outils, faits et débats relatifs à l'économie et à la finance internationale contemporaine, et actualisé (premier bilan de l'euro, principaux enseignements de la crise des pays émergents, la crise japonaise...). Il essaie également de dégager les grandes tendances économiques des prochaines années. Pluraliste dans ses méthodes d'appréhension des problèmes, sans formalisation excessive, il aborde tous les aspects, historiques et théoriques autant qu'institutionnels. Pédagogique, il comporte de nombreux encadrés, annexes, tableaux et graphiques illustratifs.

La première partie traite du cadre statistique et théorique des échanges et comprend notamment une analyse des principaux postes et soldes de la balance des paiements, des caractéristiques fondamentales du marché des changes, ainsi que des prévisions et déterminants des taux de change. On évoque aussi ici les théories et pratiques les plus importantes de l'ajustement et de la compétitivité.

La scène économique internationale est présentée dans une deuxième partie. Ici sont abordés tout d'abord le processus historique de mondialisation économique, sous ses formes principales (commerciale, industrielle et financière). Dans ce même titre sont évoqués les rapports de force déterminants entre grands acteurs économiques au cours des années 1990 et 2000, en particulier les performances des États-Unis, le déclin japonais, la crise des pays émergents et l'état du processus de transition en Europe de l'Est.

La troisième partie est consacrée à l'état et aux perspectives de la construction européenne, avant et après l'euro, étant entendu que ce dernier est à la fois un aboutissement et un début.

tissement et un catalyseur de celle-ci. Sont traitées en particulier les caractéristiques économiques et financières de la zone euro, le SEBC, les évolutions probables de la zone (son élargissement, l'internationalisation de l'euro...), les évolutions potentielles (stabilité du système financier international, développement des marchés de capitaux...) et l'évolution souhaitable : le renforcement de l'Europe politique, afin notamment de pallier les insuffisances du pacte de stabilité, de lutter contre le poids trop élevé de la BCE et d'avancer sur le dossier de l'harmonisation fiscale.

La quatrième partie concerne les modes de régulation et de coopération internationale. Sont évoquées ici les formes et limites de cette coopération, ses acteurs les plus significatifs (FMI, Banque mondiale...) et le problème de la coopération dans le domaine commercial. En dernier lieu, on mentionnera les propositions émises pour mieux réguler le système financier international, après la crise financière de 1997-1998.

La cinquième partie constitue sans doute la partie la plus novatrice de l'ouvrage puisqu'elle traite des transformations des banques internationales.

Les banques épousent de plus en plus les grandes tendances de l'économie mondiale. Le développement de l'internationalisation, de la concurrence et des opérations de marché au sein des établissements bancaires constituent l'une des caractéristiques de la mondialisation économique. En Europe, la monnaie unique est source d'enjeux spécifiques.

Les banques sont de plus en plus affectées par les fluctuations économiques et financières, de même que leur santé conditionne la prospérité économique. Les pays occidentaux ont connu une période douloureuse à cet égard au début des années 1990. L'Asie, l'Europe de l'Est savent aujourd'hui qu'une croissance durable est liée à l'assainissement de leur secteur financier.

Cette partie aborde en premier lieu les principales mutations bancaires advenues au cours des années 1990 et évoque en particulier le puissant mouvement de renforcement de la concurrence et de banalisation des banques. Du fait de l'accroissement des pressions concurrentielles, des mouvements de privatisation et de déréglementation, des contraintes de rentabilité et même de l'industrialisation des processus bancaires, les banques apparaissent de plus en plus comme des entreprises « comme les autres », sous réserve toutefois du respect des règles de supervision prudentielle. Un chapitre spécifique est aussi consacré aux opérations de restructurations bancaires dans le monde, leurs tendances, leurs fondements, leurs implications... L'évolution et les perspectives (en fonction notamment de l'euro) du système bancaire européen sont également mises en lumière. Un chapitre est réservé à la montée et aux nouvelles caractéristiques des risques bancaires aujourd'hui (avec un passage spécifique sur le risque pays), et à l'effort d'adaptation des autorités prudentielles ainsi que des banques.

BIBLIOGRAPHIE

LE CADRE STATISTIQUE ET THÉORIQUE DES ÉCHANGES INTERNATIONAUX

On s'attendrait à ce que les auteurs de ce livre abordent les questions relatives à l'équilibre dans l'économie internationale. Mais ils ne le font pas. Ils se contentent de décrire les faits et de les interpréter. Ils ne cherchent pas à expliquer les phénomènes qu'ils observent. Ils ne proposent pas de modèles théoriques. Ils ne discutent pas les implications de leurs résultats. Ils ne font que constater l'état des lieux.

Les principes de l'économie internationale sont exposés dans les premières pages de ce livre. Mais ils sont très sommairement traités. On ne trouve pas de démonstrations rigoureuses. On ne trouve pas de références précises. On ne trouve pas de liens avec la littérature scientifique. On ne trouve pas de perspectives de recherche.

L'article VII de ce livre est consacré à l'analyse des données statistiques. Mais il est très superficiel. On ne trouve pas de tableaux chiffrés. On ne trouve pas de graphiques. On ne trouve pas de commentaires détaillés. On ne trouve pas de conclusions claires. On ne trouve pas de liens avec la théorie économique.

En résumé, ce livre est une compilation de faits et de chiffres. Il ne propose pas de cadre théorique solide. Il ne cherche pas à expliquer les phénomènes qu'il décrit. Il se contente de constater l'état des lieux.

On abordera successivement dans cette partie¹ la balance des paiements, le marché des changes et les questions relatives à l'ajustement d'une économie nationale. On terminera par un dernier chapitre sur le concept de compétitivité.

1. Cf. sur toutes ces questions Ph. d'ARVISENET et J.-P. PETIT, *Échanges et finance internationale. Les enjeux*, Revue Banque Éditeur, 1996.

1

LA BALANCE DES PAIEMENTS

La notion de balance des paiements est très ancienne puisqu'elle remonte aux économistes mercantilistes du XVI^e siècle. Au départ simple relevé des exportations et des importations de marchandises d'un pays, la balance des paiements est progressivement devenue un document plus complet et plus complexe retraçant l'ensemble des échanges de biens, de services, de revenus et de capitaux entre les agents économiques résidents d'un pays et ceux, non résidents, du reste du monde.

Les principes d'enregistrement des données en balance des paiements ainsi que le cadre de présentation des résultats ont fait l'objet de codifications internationales sous l'égide de la Société des Nations (SDN) dans les années trente puis du Fonds monétaire international (FMI) après la Seconde Guerre mondiale, dans les cinq éditions successives de son manuel de la balance des paiements. La cinquième édition date de septembre 1993.

L'article VIII des statuts du FMI, relatif aux « obligations générales des États membres », en sa section 5, relative à la « communication des renseignements », stipule que le Fonds peut demander aux États membres de lui communiquer les renseignements qu'il juge nécessaires à la conduite de ses opérations ou à l'accomplissement de sa mission, et en particulier la balance internationale des paiements. Pour répondre à leurs obligations statistiques envers le FMI, les pays membres dressent donc des balances de paiements dans la forme et selon la méthodologie préconisée par le Fonds. C'est ce que fait la France depuis 1946.

Aujourd'hui, la balance des paiements est un instrument essentiel d'analyse des relations des pays avec le reste du monde en même temps qu'elle est un indicateur précieux pour la mise en œuvre de la politique économique.

Section 1	■	Définition
Section 2	■	Règles et méthodes de construction
Section 3	■	L'architecture générale de la balance des paiements
Section 4	■	La balance des transactions courantes (ou balance courante)
Section 5	■	Le compte de capital
Section 6	■	Le compte d'opérations financières
Section 7	■	L'analyse des principaux soldes de la balance des paiements
Section 8	■	La position extérieure

Section

1

DÉFINITION

La balance des paiements est un état statistique présenté sous forme comptable et dont l'objet est de retracer l'ensemble des échanges d'actifs réels, financiers et monétaires¹, valorisés en monnaie nationale, entre les agents économiques résidents d'une économie et les non-résidents, au cours d'une période de temps conventionnelle, généralement le mois, le trimestre et l'année.

Rappelons que dans le cas de la France, les résidents sont :

- les personnes physiques françaises demeurant habituellement sur le territoire français ou à l'étranger ;
- les personnes physiques de nationalité étrangère demeurant habituellement sur le territoire français (mais les ressortissants des pays de l'Union européenne peuvent opter pour la qualité de résident dès leur établissement en France) ;
- les personnes morales françaises ou étrangères exerçant leur activité sur le territoire français (à l'exception des représentations diplomatiques et consulaires).

Une définition inverse s'applique aux non-résidents. Notons que les DOM-TOM, s'ils ne sont pas inclus dans le territoire français au sens de la comptabilité nationale et des statistiques douanières, en font partie au sens de la balance des paiements.

1. La balance des paiements permet aussi, à partir des flux, d'établir chaque année l'état des *stocks d'avoirs et d'engagements financiers* extérieurs d'une économie, c'est-à-dire la *position extérieure* des pays.

Section

2

RÈGLES ET MÉTHODES DE CONSTRUCTION

Les échanges avec l'extérieur qui s'opèrent entre les résidents et les non-résidents portent sur trois catégories d'actifs :

- les actifs réels (biens, services) et les revenus des facteurs de production ;
- les actifs financiers (titres de créance ou de propriété) ;
- les actifs monétaires (devises, or monétaire).

Tous les échanges d'actifs réels et financiers donnent en principe lieu également à un échange monétaire, à l'exception des dons ou échanges gratuits (*cf. infra*).

La balance des paiements se présente sous la forme d'un tableau à 4 colonnes qui enregistre successivement :

Colonne 1	Colonne 2	Colonne 3	Colonne 4
Nature des opérations	Crédits (cessions d'actifs par les résidents aux non-résidents)	Débits (cessions d'actifs par les non-résidents aux résidents)	Solde

S'agissant de la colonne 1, la nature des opérations est classée en titres, postes, rubriques et sous-rubriques. En l'état actuel, les 4 titres de la balance des paiements sont successivement :

- les transactions courantes (actifs réels pour l'essentiel) ;
- les transferts en capital (actifs financiers) ;
- les capitaux (actifs financiers et monétaires) ;
- les ajustements (erreurs et omissions nettes).

La colonne 2 s'intitule « crédits » et la colonne 3 « débits ». Par convention, la colonne des crédits figure à gauche et celle des débits à droite¹.

Au total, chaque poste a un débit et un crédit (et donc un solde). Que ce soit pour la balance des transactions courantes ou la balance des capitaux, le crédit (à gauche) correspond toujours à un gain de devises sur l'extérieur (entrées de capitaux) alors que le débit (à droite) correspond à un gain acquis par l'extérieur (sorties de capitaux), ce qui implique la nécessité de trouver des devises.

Cette construction peut également se comprendre à partir d'un concept patrimonial. Le patrimoine de l'ensemble des résidents comporte des avoirs et des engage-

1. Cela s'explique pour des raisons historiques.

ments, réels et financiers. Il progresse en cas d'augmentation des avoirs ou de diminution des engagements (et inversement).

Toute opération qui implique une baisse du patrimoine des résidents s'inscrit en crédit (et vice versa pour le débit). Ainsi, une exportation (crédit) représente une diminution des avoirs réels des résidents. De même, un emprunt à l'étranger (crédit) constitue un accroissement d'engagements.

1 L'enregistrement des opérations

Jusqu'en 1972, la balance des paiements était établie sur la base des règlements.

Cette année-là, on a publié, conjointement avec la balance traditionnelle en termes de règlements, une *balance en transactions*. En 1976, cette dernière est devenue la seule publication officielle.

Naturellement, les deux modes de comptabilisation n'ont pas la même signification pour les opérations sur biens et services. La réalisation des opérations et leur paiement ne s'effectue que rarement au même moment.

En adoptant le système de la transaction, on privilégie l'*aspect économique* des opérations dans la mesure où ce système est plus représentatif du flux de celles-ci sur une période donnée. Par exemple, les échanges de marchandises sont pris en compte au moment du transfert de propriété.

Cette méthode a aussi l'avantage de mieux mesurer l'importance des financements du commerce extérieur (termes de paiements contractuels), c'est-à-dire les ventes à crédit et les avances sur commande, mais également les termes de paiement non contractuels («*termaillage* » ou non-respect des dates contractuelles de paiement).

2 L'équilibre de la balance des paiements

Par définition, la balance des paiements est un document équilibré, puisque c'est une balance des échanges d'actifs entre résidents et non-résidents. La valeur des flux enregistrée au crédit est nécessairement égale à celle des flux enregistrée au débit et le solde général est nul¹. C'est ainsi que le solde des transactions courantes est égal (sous réserve des erreurs et omissions nettes) aux deux autres comptes (compte de capital et compte financier).

Parler de déséquilibre de la balance des paiements ne veut donc en soi rien dire. En revanche, les *soldes partiels* (que l'on verra plus loin) à l'intérieur du document d'ensemble ont une grande signification.

1. Cependant, les balances des paiements comportent un poste d'ajustement ou d'erreurs et omissions nettes qui permet d'équilibrer comptablement le document et traduit son caractère statistique.

Mais toute opération donne lieu à deux inscriptions (règle de la comptabilité en partie double). Par exemple, imaginons le cas d'une exportation de 10 000 F réglée immédiatement ; cette opération induit les inscriptions suivantes :

Nature de l'opération	Opération	Crédit	Débit	Solde
Économique	Exportations (ventes)	10 000	-	+ 10 000
Monétaire	Liquidités (caisse)	-	10 000	- 10 000
				0

Imaginons maintenant le cas d'une exportation de 10 000 F assortie d'un crédit commercial à l'importateur étranger de 6 000 F. Dans ce cas, la balance des paiements inclura les opérations suivantes :

Nature de l'opération	Opération	Crédit	Débit	Solde
Économique	Exportations (ventes)	10 000	-	10 000
Financière	Prêts (à l'étranger)	-	6 000	- 6 000
Monétaire	Liquidités (caisse)	-	4 000	- 4 000
				0

Mais naturellement, les règles de l'équilibre des comptes et de la comptabilité en partie double ne signifient pas que toutes les opérations soient égales sur le plan économique.

Une exportation constitue ainsi un gain définitif de revenus sur l'extérieur (à condition que l'importateur soit solvable). Si celle-ci est financée par crédit octroyé à l'importateur, cela va entraîner durant la durée du crédit une amélioration de la balance des revenus des facteurs (intérêts versés par l'importateur) au sein de la balance courante (*cf. infra*).

Inversement, si des grandes entreprises françaises ou l'État réalisent des emprunts à l'extérieur, cela va se traduire par une entrée de capitaux (par un gain de devises), améliorant temporairement la balance des capitaux. Cependant, au fur et à mesure de l'amortissement de ces emprunts, les intérêts à verser sont débités du poste « revenus du capital », détériorant ainsi la balance courante ; lors du dénouement, la balance des capitaux sera aussi débitée ; cela signifie que les entreprises endettées auront dû dégager par elles-mêmes des revenus susceptibles de servir au remboursement des sommes empruntées. C'est pourquoi un trop fort endettement extérieur est souvent le signe de la détérioration de la situation économique nationale (*cf. infra*).

En principe, un excédent (déficit) courant doit être compensé par des sorties (entrées) de capitaux. Néanmoins, un pays peut importer des capitaux (hors réserve)

avec un excédent courant si les réserves de charge augmentent d'un montant supérieur à ce dernier. Le poste « erreurs et omissions diverses » assure l'ajustement final de la balance des paiements.

Section

3

L'ARCHITECTURE GÉNÉRALE DE LA BALANCE DES PAIEMENTS

Ainsi qu'on l'a déjà évoqué, la balance des paiements contient quatre titres : transactions courantes (compte des transactions courantes), transferts en capital (compte de capital), capitaux (compte d'opérations financières), ajustements (compte « erreurs et omissions nettes »).

La cinquième édition du manuel de la balance des paiements publiée par le FMI en septembre 1993 (la précédente édition remontait à 1977) a répondu à la nécessité d'intégrer les modifications structurelles qui ont affecté les échanges internationaux depuis le début des années 80 : globalisation financière, innovation financière, développement des échanges de services...

Les principales caractéristiques de cette présentation sont les suivantes :

- un progrès sensible dans l'harmonisation avec les comptes nationaux (avec le SCN, Système révisé de comptabilité nationale) afin de renforcer la cohérence de l'analyse économique dans ce domaine ;
- le remodelage du compte des transactions courantes, entre marchandises et services et à l'intérieur des revenus. Les services sont traités plus finement et sont séparés des revenus. Pour les revenus en capital, une distinction est faite selon la nature des capitaux (investissements directs, de portefeuille, autres investissements) ;
- l'isolement des transferts en capital dans un compte autonome (compte de capital) ;
- une nouvelle approche du compte financier (modification des critères de classification...). En particulier, l'ancienne distinction entre capitaux à court terme et capitaux à long terme a disparu¹ et les avoirs de réserve sont recensés à part et en termes bruts (et ne sont plus inclus comme c'était le cas jusqu'à présent dans les capitaux à court terme) ;
- la redéfinition de principes quant aux méthodes de recensement et d'évolution de la position extérieure.

L'application en France du cinquième manuel du FMI s'est effectuée par étapes, à partir du début 1995.

1. Cette distinction n'avait plus grand sens, du fait de la prédominance des investissements de portefeuille qui ne peuvent plus être considérés comme des placements de long terme (même si le terme n'est pas rapproché) à cause de la liquidité des marchés internationaux et de la volatilité accrue des flux.

Balance des paiements de la France (en données brutes – en milliards de francs)

	1997	1998
1 – COMPTE DE TRANSACTIONS COURANTES	230 117	230 632
1.1 – Biens	164 298	154 097
1.2 – Services	102 623	110 867
1.3 – Revenus	19 161	22 969
1.4 – Transferts courants	- 55 965	- 57 301
2 – COMPTE DE CAPITAL	8 564	7 988
2.1 – Transferts en capital	8 692	8 308
2.2 – Acquisitions d'actifs non financiers (brevets)	- 128	- 320
3 – COMPTE FINANCIER	- 264 400	- 262 281
3.1 – Investissements directs	- 72 436	- 64 356
3.1.1 – Français à l'étranger	- 207 688	- 234 622
3.1.2 – Étrangers en France	135 252	170 266
3.2 – Investissements de portefeuille	- 149 078	- 318 821
3.2.1 – Avoirs (résidents sur titres étrangers)	- 415 255	- 703 814
3.2.2. – Engagements (non-résidents sur titres français)	266 177	384 993
3.3 – Autres investissements	- 8 607	236.550
3.3.1 – Avoirs	- 304 794	134.035
3.3.2 – Engagements	296 187	102 515
3.4 – Avoirs de réserve	- 34 279	- 115 654
4 – ERREURS ET OMISSIONS NETTES	25 719	23 661

Sources : Banque de France – Ministère de l'Économie et des Finances.

Section

4

LA BALANCE DES TRANSACTIONS COURANTES (OU BALANCE COURANTE)

La balance courante a une importance décisive car l'évolution du solde a des incidences très concrètes sur l'économie nationale. Elle regroupe l'ensemble des opérations définitives d'un pays.

Avec l'ouverture généralisée des systèmes financiers (mondialisation financière), le poids relatif des règlements au titre de la balance courante a eu tendance à diminuer dans la période récente dans les pays industrialisés au profit des mouvements de capitaux (et tout particulièrement des investissements de portefeuille).

La balance courante comprend elle-même quatre postes :

- les biens ;
- les services ;
- les revenus ;
- les transferts courants.

1 Les biens : marchandises générales, travail à façon, réparations, avitaillement

Les exportations et importations de biens s'intègrent dans ce qu'on appelle la balance commerciale. Celle-ci recouvre pour la France un peu plus de la moitié des règlements de la balance courante. Rappelons que la France est le quatrième exportateur mondial de biens (derrière les USA, l'Allemagne et le Japon).

La balance commerciale permet de mesurer le taux de couverture du commerce extérieur, c'est-à-dire le rapport des exportations sur les importations. Ce taux permet de mieux juger les performances du commerce extérieur dans le temps dans la mesure où il est indépendant du niveau des échanges et du solde. Si le taux est supérieur à 100 %, le solde est positif et inversement.

Il convient aussi de noter que la balance commerciale doit être complétée par la mesure d'une année sur l'autre des *termes de l'échange*, c'est-à-dire l'évolution des prix relatifs entre les exportations et les importations. Cette question est importante car même si le solde commercial reste constant, l'incidence du commerce extérieur sur l'économie nationale peut varier en fonction des termes de l'échange. Imaginons un pays A qui bénéficie vis-à-vis d'un pays B d'un solde commercial positif de 150 l'année n . À $n + 5$, le solde est identique, mais entre-temps le prix des exportations a progressé annuellement de 2 % et celui des importations de 5 %.

Les termes de l'échange ont donc évolué ainsi : $\left(\frac{1,02}{1,05}\right)^5 = 0,865$.

Autrement dit, ils se sont détériorés de 13,5 %. Cela signifie donc que pour le même solde, il aura fallu 13,5 % de volume supplémentaire d'exportations pour acheter le même volume d'importations.

2 Les services

La balance des services recouvre des éléments assez disparates¹ ; certains notamment constituent des mouvements liés aux opérations sur marchandises (par exemple les transports) ; d'autres sont liés aux « voyages » qui correspondent aux opérations de tourisme. C'est d'ailleurs cette dernière rubrique qui est la plus importante parmi les services dans la balance des paiements française et qui est à l'origine d'un flux net substantiel. Il faut aussi noter que la France est deuxième exportateur mondial de services, derrière les USA.

L'ensemble des opérations sur biens et services² rassemble en fait les flux réels entre les résidents et les non-résidents. C'est la raison pour laquelle on s'appuie sur les exportations-importations de marchandises et de services pour mesurer le degré d'ouverture réelle d'un pays :

$$\left(\frac{\text{moyenne des exportations et importations des biens et services}}{\text{PIB}} \right)$$

En France, ce taux s'établit à environ 25 %.

3 Les revenus

Ce poste rassemble l'ensemble des flux liés aux revenus des facteurs de production, c'est-à-dire à la fois les revenus des investissements (intérêts, dividendes) et la rémunération des salariés (travailleurs saisonniers ou frontaliers).

4 Les transferts courants

Il s'agit de mouvements sans contrepartie correspondant soit à des opérations des administrations publiques, soit à des opérations du secteur privé (transferts d'économies des travailleurs immigrés dans leur pays d'origine, autres opérations). Les transactions du secteur public concernent, pour une large part, la contribution nette de l'État aux organisations internationales (notamment aux instances communautaires dans le cas des pays européens).

1. Les services comprennent en fait 11 catégories (transports, voyages, services de communication, services de bâtiment et travaux publics, services d'assurance, services financiers, services d'informatique et d'information, redevances et droits de licence, autres services aux entreprises, services aux administrations publiques, services culturels et récréatifs).

2. Cela intègre également le poste « autres biens et services ». L'ensemble des opérations sur biens et services correspond aux opérations sur biens et services en comptabilité nationale.

Conclusion

Un petit exercice simple va nous permettre de mieux comprendre la balance courante.

Imaginons un pays industrialisé qui exporte pour 200 milliards de dollars de produits manufacturés, mais a besoin de 150 milliards d'importations d'énergie et de produits de base. Ce pays réalise des opérations de grands travaux à l'étranger de 20 milliards. Les dépenses touristiques des résidents se rendant à l'étranger sont évaluées à 10 milliards alors que celles des non-résidents sur le territoire sont estimées à 30 milliards. Les intérêts des emprunts qu'il a contracté à l'étranger sont de 40 milliards alors que les intérêts versés par les débiteurs non-résidents sont de 50 milliards. Comme tous les pays développés, il participe à l'aide publique au développement *via* une organisation internationale pour 10 milliards et connaît une population immigrée qui transfère une partie de ses revenus pour 15 milliards.

La balance courante va s'établir comme suit :

	Crédits	Débits	Soldes
Marchandises (biens)	200	150	+ 50
Services			
<i>Services des bâtiments et travaux publics</i>	20		+ 20
<i>Voyages</i>	30	10	+ 20
Revenus			
<i>Revenus des investissements</i>	50	40	+ 10
Transferts courants			
<i>Secteur privé</i>		15	- 15
<i>Secteur officiel</i>		10	- 10
			+ 75

Section

5

LE COMPTE DE CAPITAL

Il s'agit à la fois :

- des *transferts en capital* (transfert de propriété d'un bien à capital fixe ou remise, sans contrepartie, d'une dette, ainsi que les transferts des migrants, qui résultent du changement de résidence et correspondent à la valeur du patrimoine transféré) ;
- des *acquisitions et cessions d'actifs non financiers non produits* (brevets, etc.). Ces opérations sont désormais nettement séparées de l'utilisation de ces actifs.

Ce compte a été fortement déficitaire en 1994, à la suite des abandons de dettes en faveur des pays africains de la zone franc.

LE COMPTE D'OPÉRATIONS FINANCIÈRES

Comme le rappelle la Banque de France¹, « ce compte est structuré d'abord selon la nature des capitaux (investissements directs, investissements de portefeuille, autres investissements et avoirs de réserve) et non plus selon la durée (court ou long terme). Ensuite, la distinction se fait entre avoirs et engagements, puis entre instruments, et enfin selon le secteur (autorités monétaires, administrations publiques, banques et autres secteurs). Le recensement est élargi, avec une meilleure prise en compte des investissements de portefeuille grâce à l'intégration des nouveaux instruments financiers, notamment des produits dérivés, et une ventilation des flux selon la nature du titre ».

• S'agissant des *investissements directs*, il faut au préalable fournir la définition officielle du FMI. La catégorie des investissements directs désigne les investissements qu'une entité résidente d'une économie (l'investisseur direct) effectue dans le but d'acquérir un intérêt durable dans une entreprise résidente d'une autre économie (l'entreprise d'investissement direct). Par intérêt durable, on entend qu'il existe une relation à long terme entre l'investisseur direct et l'entreprise et que l'investisseur exerce une influence significative sur la gestion de l'entreprise. Les investissements directs comprennent non seulement la transaction initiale, qui établit la relation entre l'investisseur et l'entreprise, mais aussi toutes les transactions ultérieures entre eux et entre les entreprises apparentées, qu'elles soient ou non constituées en sociétés et donc dotées d'une personnalité morale distincte. L'objet d'un investissement direct, à la différence d'un investissement de portefeuille, est plus économique et industriel que financier. On distingue d'abord en fonction du sens des mouvements puis selon la nature des flux : capital social – le seuil de l'investissement direct est fixé à 10 % du capital –, bénéfiques réinvestis et autres transactions entre entreprises apparentées (dont les prêts entre filiales et sociétés mères). Ensuite, la ventilation est faite entre avoirs et engagements, cette distinction étant commune aux investissements de portefeuille et aux autres investissements.

• En ce qui concerne les *investissements de portefeuille*, le 5^e manuel regroupe non seulement les titres de participation et les titres de créance – obligations et autres titres d'emprunt –, mais aussi les instruments du marché monétaire et les produits dérivés. Après les instruments, la classification s'opère selon le secteur.

• La rubrique *autres investissements* recouvre les crédits commerciaux et les prêts à court et long terme, la monnaie fiduciaire, les dépôts et les autres avoirs et engagements. Après la ventilation par secteur, la distinction en fonction de l'échéance est demandée.

1. Source : *Bulletin de la Banque de France*, février 1995.

• Le poste *avoirs de réserve* inclut les transactions portant sur les avoirs considérés comme étant à la disposition des autorités monétaires : or monétaire, droits de tirage spéciaux (DTS), position de réserve au FMI, avoirs en devises étrangères (en monnaie et en titres) et autres créances.

Section
7

L'ANALYSE DES PRINCIPAUX SOLDES DE LA BALANCE DES PAIEMENTS

1 Le solde du compte des transactions courantes (ou balance courante)

La signification du solde des opérations courantes est fondamentale. Si le solde est négatif, cela signifie au plan macro-économique que la nation (agents résidents, privés et publics) éprouve un *besoin de financement* ; en d'autres termes, cela signifie qu'elle « vit au-dessus de ses moyens » (elle dépense trop par rapport à ce qu'elle produit). Si le solde est positif, la nation dispose au contraire d'une *capacité de financement*.

En réalité, pour être parfaitement conforme avec le concept de *capacité ou besoin de financement au sens de la comptabilité nationale*, il faut ajouter au solde des transactions courantes celui du compte de capital (c'est-à-dire les transferts en capital, annulation de créances et remises de dettes...).

Mais il reste que le solde courant est la variable déterminante de la capacité ou du besoin de financement de la nation (équilibre épargne-investissement).

Il peut en effet être mis en relation avec d'autres grandeurs ou agrégats macro-économiques et permet de dégager quelques enseignements sur la situation économique et financière d'un pays.

Ex post l'offre et la demande globale en valeur s'équilibrent. La production nationale (offre interne) augmentée des importations (offre externe) est égale à la consommation privée et publique, plus l'investissement brut ou la FBCF, plus la variation des stocks (demande interne, c'est-à-dire la part du produit national que les résidents « absorbent ») auxquels s'ajoutent les exportations (demande externe).

Soit :

Y	la production nationale de biens et services
M	les importations de biens et services
C	la consommation privée
G	la consommation publique

$FBCF$	l'investissement
ΔSt	les variations des stocks
X	les exportations de biens et services

À l'équilibre :

$$Y + M = C + G + FBCF + \Delta St + X$$

offre interne
offre externe
demande interne
demande externe

On peut transformer l'égalité précédente comme suit :

$$Y = C + G + I + \Delta St + X - M$$

Sachant que la totalité des composantes de la demande interne peut être qualifiée « d'absorption » (A), on a alors :

$$Y = A + X - M$$

$$\text{et } Y - A = X - M.$$

Dans cette égalité, $X - M$ représente la balance commerciale. Cette dernière est donc égale à ce que le pays produit et distribue (Y) moins ce qu'il absorbe. Pour l'établissement de la balance courante, il faut ajouter à la balance commerciale le revenu net des facteurs et les transferts courants (U).

$$\text{Si } Y - A + U > 0 \rightarrow X - M + U > 0$$

le revenu dépasse l'absorption : la balance courante est excédentaire.

$$\text{Si } Y - A + U < 0 \rightarrow X - M + U < 0$$

le revenu est inférieur à l'absorption : la balance courante est déficitaire.

$$\text{Si } Y - A + U = 0 \rightarrow X - M + U = 0$$

le revenu est égal à l'absorption : la balance courante est équilibrée.

Pour le financement de la balance courante, il faut tenir évidemment compte du solde (S).

$S = \Delta F + \Delta R$, où ΔF est constitué par les flux nets de capitaux et ΔR par la variation des avoirs de réserve. Ainsi, un déficit (excédent) de la balance courante non financé par une entrée nette (sortie nette) de capitaux se traduit par une diminution (augmentation) des réserves de la banque centrale.

Quel que soit le mode de financement, un solde négatif de la balance courante se traduit par une hausse des engagements nets à l'égard de l'étranger alors qu'un solde positif signifie un accroissement net des avoirs financiers sur l'étranger.

2 Le solde du compte des transactions courantes et du compte de capital

Il s'agit, comme on l'a évoqué ci-dessus, d'une valeur approchée de la capacité ou du besoin de financement de la nation.

3 Le solde des flux financiers (ou des opérations financières) hors avoirs de réserve

Ce solde n'a qu'une signification limitée en lui-même dans la mesure où il regroupe tous les flux financiers (du compte des opérations financières), à l'exception des avoirs bruts de réserve (à partir de 1995). Il a toutefois le mérite de montrer qu'un pays peut dégager une capacité de financement vis-à-vis du reste du monde (solde des transactions courantes + transferts en capital positif) tout en important des capitaux, dans la mesure où les réserves de change progressent d'autant plus.

4 La variation des avoirs de réserve (bruts)

À partir de 1995, seuls les avoirs bruts de réserve¹ de la Banque de France sont pris en compte. Il s'agit pour l'essentiel des réserves inscrites au bilan de la banque centrale (or, devises, écus et créances sur le FMI), corrigées de l'incidence du flottement des monnaies et de la valorisation de l'or (puisque la balance des paiements n'enregistre que des flux).

5 Le solde à financer²

Ce solde regroupe le solde des transactions courantes, des transferts en capital et des investissements directs.

Il s'agit de réunir ici les opérations qui regroupent les évolutions économiques *les plus durables, stables et réelles*, en laissant de côté les transactions motivées par des considérations purement financières (cours de change, taux d'intérêt, cours de Bourse). L'idée est aussi que les investissements directs s'inscrivent dans une logique de spécialisation et de compétitivité, tant du point de vue des sorties (degré d'internationalisation des firmes) que du point de vue des entrées (attractivité du territoire). C'est finalement un solde qui permet de bien mesurer l'insertion d'un pays dans les échanges mondiaux.

1. Les engagements de la Banque de France sont repris en 1996 dans la rubrique « Autres investissements », après les investissements directs et les investissements de portefeuille.
2. Jusqu'à la fin 1994, le solde à financer regroupait l'ensemble des opérations de la « balance économique », c'est-à-dire le solde des transactions courantes, des investissements directs et des transferts en capital ainsi que les prêts du secteur officiel et les crédits commerciaux à court et long terme avec les non-résidents. Notons que le solde à financer et le solde de la balance globale ont disparu de la présentation officielle.

6 Le solde de la balance globale

Ce solde est égal aux soldes du compte des transactions courantes, du compte de capital et des flux financiers *hors ceux à court terme et long terme du secteur bancaire et de la banque centrale*.

Il correspond donc bien à la création monétaire due à l'extérieur, autrement dit au financement exclusivement monétaire de la balance des paiements. C'est un solde qui intéresse évidemment la banque centrale pour la conduite de la politique monétaire. Pour faire apparaître ce solde, il faut extraire tous les capitaux à long terme du secteur bancaire.

Section

8

LA POSITION EXTÉRIURE

Alors que la balance des paiements retrace, dans un cadre exhaustif et comptable-ment équilibré, les flux entre résidents et non-résidents, la position extérieure est établie en termes de stocks et vise à recenser l'encours des créances et engagements financiers de l'économie nationale vis-à-vis de l'extérieur.

La position extérieure d'un pays est le solde entre ses avoirs extérieurs bruts (les créances qu'il détient sur l'étranger) et ses engagements extérieurs bruts (les créances détenues par l'étranger sur ce pays considéré). Une position extérieure positive désigne un pays créditeur net, une position extérieure négative un pays débiteur net. La position extérieure s'interprète aussi comme le cumul des soldes de la balance courante (qui reflètent le déséquilibre entre épargne et investissement), en tenant compte également des variations de change et de prix des actifs.

2

LE MARCHÉ DES CHANGES

-
- Section 1 ■ Définition des taux de change
 - Section 2 ■ Caractéristiques du marché des changes
 - Section 3 ■ Les prévisions et les déterminants des taux de change
-

Section

1

DÉFINITION DES TAUX DE CHANGE

Le taux de change nominal (ou le cours) d'une devise étrangère est le *prix* de cette devise en monnaie nationale. Si le taux de change entre une monnaie A et une monnaie B est de 6 ($A/B = 6$), cela signifie qu'un bien valant 6 en B vaut 1 en A.

Les taux de change des monnaies les unes par rapport aux autres correspondent aux cours observés quotidiennement sur les marchés des changes (où se rencontrent offre et demande de devises).

Dans la mesure où l'évolution des taux de change des monnaies les unes par rapport aux autres concerne plusieurs économies nationales, on calcule un taux de change pondéré de la monnaie d'un pays par rapport à l'ensemble de ses partenaires : c'est le **taux de change effectif**. La pondération par rapport à chaque devise se fait en prenant en compte la proportion des échanges du pays concerné avec chacun de ses partenaires (ventilation géographique).

Un autre concept est particulièrement important. Il s'agit de celui de **taux de change réel**.

Cette notion permet de cerner l'évolution de la compétitivité-prix d'un pays par rapport à un autre, en tenant compte à la fois de l'évolution du taux de change nominal et des mouvements de prix dans l'un et l'autre des deux pays considérés. Ainsi, pour reprendre l'exemple ci-dessus, le passage d'un taux de change nominal de 6 unités monétaires de B à 6,60 s'analyse comme une dépréciation de 10 % de la monnaie B par rapport à la monnaie A. Si les prix restent stables, le résident de A pourra acheter 10 % de marchandises supplémentaires chez B, avec le même montant de sa propre monnaie. Inversement, le prix d'une unité de monnaie A a augmenté de 10 % pour B.

En revanche, si les prix domestiques (B) augmentent plus vite que ceux de A (5 % contre 0 %), la dépréciation de la monnaie B verra ses effets réduits, *a fortiori* si la hausse des prix chez B atteint 15 % (contre 0 % chez A). La dépréciation de la monnaie B sera insuffisante pour contrebalancer les effets de la hausse des prix, et l'on sera alors en présence d'une appréciation de la monnaie B en termes réels, alors qu'il y a une dépréciation en termes nominaux.

On peut aussi calculer un **taux de change effectif réel** ; dans ce cas, on corrige chaque taux de change par l'écart de hausse des prix entre le pays considéré et ses partenaires, afin de rendre compte de l'évolution de la compétitivité-prix et change.

Dans le calcul du taux de change effectif réel, on corrige chaque taux de change par l'écart de hausse des prix entre le pays considéré et ses partenaires, afin de rendre compte de l'évolution de la compétitivité-prix et change.

Section

2

CARACTÉRISTIQUES DU MARCHÉ DES CHANGES

1 Définition

Le marché des changes est le marché où s'échangent les devises entre elles ; c'est lui qui contribue à la détermination des prix des devises, donc du taux de change.

Le marché des changes, à l'instar du marché monétaire, n'est pas localisé en un lieu précis. De plus, il est permanent (du fait de l'internationalisation des systèmes financiers et des décalages horaires) et pratiquement intégré à l'échelle mondiale grâce aux nouveaux moyens de télécommunications. Les transactions peuvent donc se faire sur n'importe quelle place financière.

Toutefois, pour que le marché des changes puisse déterminer librement les taux de change, il faut que les monnaies soient convertibles.

Une monnaie est dite convertible dès lors que son détenteur peut l'échanger librement contre toute autre devise. On distingue généralement la convertibilité totale et celle qualifiée de partielle. Dans le premier cas, les transactions ne sont pas limitées, la banque centrale du pays considéré s'engageant à garantir la libre circulation de sa monnaie et à la racheter en toute circonstance : toutes les opérations et tous les agents économiques,

résidents ou non-résidents, sont concernés par ces dispositions. Dans le second cas, la convertibilité est limitée par des mesures réglementaires. Il s'applique aujourd'hui pour l'essentiel à des pays en développement ; mais à un moment ou à un autre de leur histoire – parfois même dans un passé récent –, presque tous les pays ont été amenés à introduire un dispositif de contrôle. Les restrictions imposées conduisent généralement à une segmentation du marché des changes, qui débouche inéluctablement sur une pluralité des parités pour un même couple de monnaies. D'une part, les autorités monétaires et/ou gouvernementales instaurent un cours officiel accompagné souvent d'un cours libre, d'un cours touristique ou d'un cours douanier. D'autre part, il est très fréquent que l'illiquidité du marché officiel entraîne le développement de marchés parallèles. Ajoutons que la convertibilité est souvent différente pour les résidents et pour les non-résidents.

2 Les transactions : les opérations de change

La Bri¹ a pu estimer qu'en avril 1998, le montant quotidien des transactions traditionnelles (c'est-à-dire le comptant, le terme sec et les *swaps* cambistes) sur les marchés des changes avait atteint 1 490 milliards de dollars, contre 1 190 trois ans auparavant (et 800 en avril 1992).

Le dollar reste la devise principale puisqu'il intervient dans 87 % de l'ensemble des transactions (sur 200 % puisque chaque transaction fait intervenir un couple de devises).

À taux de change constants cependant, la part du dollar a légèrement décliné (76 %). En termes de compartiments, le poids du marché comptant (*spot*) a décliné au profit du terme sec et des *swaps* cambistes. La croissance récente des dérivés (devises et taux) doit par ailleurs être soulignée.

Volume quotidien et mondial de transactions sur le marché des changes
(avril 1998) (en milliards de dollars)

	Avril 1992	Avril 1995	Avril 1998
A – OPÉRATIONS DE CHANGE	820	1190	1490
Comptant	400	520	590
Terme sec et <i>swaps</i> cambistes	420	670	900
B – DÉRIVÉS DE DEVICES	–	45	97
<i>Swaps</i> de devises	–	4	10
Options de change	–	41	87
Autres	–	1	0
C – DÉRIVÉS DE TAUX	–	151	265
FRAS (Forward Rate Agreement)	–	66	74
<i>Swaps</i>	–	63	155
Options	–	21	36
Autres	–	2	0
D – TOTAL DE B + C	–	196	362

Source : Bri.

1. Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity in April 1998, Bri. L'enquête tri-annuelle de la Bri couvre quarante-trois pays. Les résultats sont présentés sur la base d'une moyenne journalière, après élimination de la double comptabilisation.

La place de Londres est la place la plus active dans le domaine des transactions sur devises (32 % du total), devant les États-Unis (18 %), le Japon (18 %), Singapour (7 %), l'Allemagne (5 %), Hong-Kong (4 %), la Suisse (4 %), et la France (4 %).

3 Les acteurs sur le marché des changes

Il faut souligner en premier lieu le rôle central des établissements de crédit qui constituent les « intermédiaires agréés » du marché des changes ; cela signifie qu'ils interviennent pour le compte de la clientèle (entreprises, ménages) mais aussi pour leur propre compte. En fait, seules les banques d'une certaine importance (une trentaine) participent véritablement au marché. Les opérations se font par l'intermédiaire des comptes que détiennent les banques dans les banques étrangères ; les comptes que les banques possèdent à l'étranger sont des comptes « *nostro* » et les comptes ouverts par les banques étrangères chez elles sont des comptes « *loro* ».

► Les cambistes

Les transactions de change sont exécutées par les cambistes ; ces derniers sont au sein des banques des agents spécialisés et qualifiés, parfaits connaisseurs du marché. Ils sont en relation permanente avec les cambistes d'autres banques ou avec d'autres intervenants sur le marché (courtiers) et contribuent ainsi à la formation progressive des cours de change. Dans l'ensemble, ils doivent agir très rapidement en fonction d'informations diverses et ponctuelles (taux d'intérêt, balance courante...) et ce, de façon plus ou moins uniforme, ce qui tend à normaliser les comportements. Tout ceci explique les mouvements de « surréaction » ou la formation de bulles spéculatives que l'on peut observer sur les marchés des changes (cf. *infra*).

Le poste de travail d'un cambiste se compose essentiellement aujourd'hui de 4 éléments :

- terminaux qui affichent en permanence les cours de change et les taux d'intérêt et qui fournissent des informations détaillées sur les principaux événements mondiaux d'ordre économique ou politique (Reuter par exemple) ;
- système de télécommunication leur permettant d'être en relation permanente avec d'autres opérateurs, des courtiers ou des clients ;
- écrans tactiles et table de saisie immédiate d'opérations. Les relations entre le *front office* (opérations effectuées) et le *back office* (opérations enregistrées) s'en trouvent facilitées ;
- micro-ordinateurs avec notamment des outils d'aide à la décision (calcul d'une prime, d'une option, utilisation de *charts*...).

► Les courtiers

Les courtiers (*brokers*) sont des intermédiaires non obligatoires sur le marché des changes. Ils centralisent les ordres d'achat et de vente de devises et fournissent des cours pour lesquels ils font la contrepartie à l'achat et/ou à la vente. Ils assurent ainsi, en regroupant les ordres de leurs clients, la fluidité et surtout l'anonymat du marché¹.

► Les entreprises

Leur motivation principale est liée (en principe) au commerce extérieur et à leur stratégie en matière de placements de capitaux à l'étranger, qu'il s'agisse d'investissements directs ou de portefeuille, de prêts ou d'emprunts.

La liberté complète des marchés de capitaux a offert la possibilité à des trésoriers de certains groupes industriels non seulement de couvrir leurs opérations commerciales, mais aussi d'effectuer des opérations d'arbitrage, voire de spéculation. Les entreprises françaises n'ont pas, à quelques exceptions près², accès direct au marché des changes. Elles passent donc alors par l'un des intermédiaires, banques ou courtiers.

► La banque centrale

La banque centrale intervient sur le marché des changes dans un double objectif :

- satisfaire les ordres de sa clientèle (Trésor, banques centrales étrangères...);
- contrôler et défendre la valeur de sa monnaie.

Le second aspect diffère selon que le pays participe ou non à un mécanisme de change. Les banques centrales qui n'appartiennent pas à un mécanisme de change n'ont aucune obligation à cet égard, mais il est rare aujourd'hui qu'un pays soit totalement insensible à l'évolution de son taux de change (y compris les États-Unis).

Lorsqu'une banque centrale intervient, elle se comporte comme un agent ordinaire, au sens où elle effectue des transactions : elle vend sa monnaie dès lors qu'elle ne souhaite pas la voir se déprécier davantage ; *a contrario*, elle achète sa monnaie en cédant des devises puisées dans les réserves de change ou empruntées à une autre banque centrale, si elle cherche à enrayer sa dépréciation.

1. Certaines institutions financières, de même que quelques opérateurs importants, préfèrent ne pas faire connaître à la place leur position dans telle ou telle devise.
2. Dans ce cas, les entreprises en question ont leur propre salle de marché.

4 Les supports de transactions sur le marché des changes

Le support essentiel des transactions en devises a évolué. Au numéraire (billets) ont succédé la lettre de change, puis le virement interbancaire entre comptes de correspondants.

Aujourd'hui, le marché des billets et des chèques de voyages (change manuel) ne représente plus qu'une très faible part des transactions en devises (demande des touristes et hommes d'affaires).

Pour y faire face, les banques doivent détenir en permanence une encaisse de billets étrangers qu'elles se procurent soit auprès de leurs correspondants à l'étranger, par envoi des billets contre débit en compte, soit auprès des établissements financiers de la place, notamment, la Thomas Cook et la Compagnie parisienne de réescompte.

Le coût d'opportunité de la détention de billets étrangers par les banques nationales est l'un des éléments à l'origine de la fourchette de cours beaucoup plus large du change manuel par rapport à celle du change scriptural.

La très grande majorité des mouvements de devises s'effectue par un simple jeu d'écriture entre comptes bancaires (change scriptural), *via* les comptes *loro* et *nostro* des différents établissements. Les comptes *nostro* n'enregistrent que des écritures en devises et les comptes *loro* des écritures en monnaie nationale. Il n'existe pas de passage possible entre le compte *nostro* et le compte *loro*. Les banques surveillent étroitement la gestion de leurs comptes *nostro* dans une optique d'optimisation des flux de trésorerie. En effet, il n'existe pas de règle homogène de rémunération de ces avoirs.

Section

3

LES PRÉVISIONS ET LES DÉTERMINANTS DES TAUX DE CHANGE

En régime de libre convertibilité externe des monnaies, les prix relatifs de ces dernières varient en fonction de plusieurs facteurs.

Il faut distinguer les « facteurs fondamentaux », qui doivent en principe déterminer les variations de change sur le moyen et long terme, des facteurs s'attachant plus à prendre en compte les transactions financières ainsi que la variabilité et la volatilité des taux de change sur le court terme.

1 Les facteurs fondamentaux traditionnels

► *Le solde de la balance courante*

Il est à la base des modèles macro-économiques keynésiens (Mundell-Fleming) qui analysent à partir de lui les taux de change.

Cette théorie, même si elle s'est trouvée fondée sur une moyenne période jusque dans les années 70, a de redoutables insuffisances, notamment parce qu'elle ne peut s'appliquer aux monnaies qui, quel que soit le solde extérieur du pays émetteur, jouent un rôle international.

► *Les variations relatives des prix* entre pays font aussi partie des facteurs fondamentaux (théorie de la parité des pouvoirs d'achats, ou PPA).

Cette théorie a été formulée de façon complète par l'économiste suédois *Cassel* en 1916. L'idée est que les taux de change sont déterminés principalement par les mouvements de prix des biens et services qui s'échangent entre les pays.

Le taux de change doit s'établir à un niveau tel qu'une même unité monétaire doit offrir un pouvoir d'achat équivalent dans les différents pays ; ainsi le taux de change du franc par rapport au dollar doit s'établir de telle façon qu'avec une même somme d'argent (libellée en dollars ou en francs), il soit possible pour un individu d'acheter la même quantité de biens et services dans chaque pays. En conséquence, ce sont donc les *mouvements de prix* (c'est-à-dire le pouvoir d'achat interne des monnaies) des différentes économies qui doivent déterminer les taux de change.

La PPA a été formalisée de deux façons.

• *La version absolue de la PPA*

La loi du prix unique met en exergue une égalisation des prix en niveau. Ce paramètre est l'élément déterminant du taux de change. Toute dérive de la parité conduisant au non-respect de cette condition ne peut être que transitoire.

Exemple

Soient deux pays A et B. Le taux de change d'équilibre résulte de la confrontation des niveaux de prix de biens comparables et permet leur égalisation.

$$\text{Taux de change d'équilibre A/B (à l'incertain)} = \frac{\text{Niveau des prix de A}}{\text{Niveau des prix de B}}$$

Le recours à la version absolue de la PPA est particulièrement utile pour l'appréciation des taux de change des pays en développement.

En effet, une comparaison des revenus entre pays en développement et pays industrialisés fondée sur des conversions nominales de monnaies peut déboucher sur des analyses infondées.

En réalité, une telle analyse est biaisée car les salaires et les prix des biens et services du secteur protégé sont structurellement bas dans les pays en développement et élevés dans les pays industrialisés, en raison des différences de productivité.

C'est la raison pour laquelle on aboutit, pour ce qui est des pays en développement, à des évaluations de revenus et de PIB, en parité de pouvoir d'achat, supérieures à celles résultant d'une simple conversion en francs ou dollars courants. En effet, l'estimation d'un PIB en PPA comprend toute la valeur ajoutée produite par un pays, alors que le taux de change nominal n'est que la résultante des échanges du secteur exposé. Autrement dit, les taux de change des monnaies des pays en développement sont structurellement sous-évalués (« effet Balassa »)¹.

Mais au fur et à mesure du développement, la productivité s'accroît dans le secteur exposé, ce qui permet une hausse du salaire réel, hausse qui se diffuse vers le secteur abrité en raison des mécanismes de mobilité interne ainsi que des pressions sociales. Il y a donc une augmentation des prix (valorisation) du PIB (puisque celui-ci intègre à la fois le secteur exposé et le secteur abrité) sans que la compétitivité du pays soit affectée, puisque cela résulte d'une hausse de la productivité du secteur exposé. Les évaluations de PIB converties au taux de change courant et celles en PPA se rapprochent et le taux de change réel croît avec le développement, alors même que la productivité du secteur abrité ne varie pas.

L'effet Balassa est, de façon générale, corroboré par diverses études théoriques et empiriques. Balassa estime que dans les pays industrialisés, le tissu productif se diversifie avec notamment la tertiarisation. La hausse de la productivité dans le secteur exposé se diffuse donc plus largement, d'où une augmentation croissante du prix du PIB. D'autres auteurs appuient cette idée en se fondant sur des facteurs complémentaires tels que le cycle de produit (Vernon)², l'avance technologique (Mistral)³ et la structure des balances des paiements (Laffay)⁴.

1. En 1964, Bela Balassa publia un article dans lequel il expliquait la sous-évaluation des monnaies des pays en développement et précisait que ce phénomène devait progressivement s'estomper au fur et à mesure du développement économique.

2. « International Investment and International Trade in the Product Cycle » (VERNON 1966). L'idée est ici que les pays riches vendent leurs produits sophistiqués à un prix élevé dans la première phase du cycle de produit.

3. « La diffusion internationale et l'accumulation intensive et sa crise » (MISTRAL 1982). Les pays industrialisés imposent ici leurs prix avec leur norme de production et de consommation.

4. « Pour des taux de change de référence » (LAFFAY, *Économie prospective internationale*, 1984). La qualité de la spécialisation et le statut international de la monnaie permettent à un pays industrialisé d'augmenter le prix de son secteur exposé avec moins de contraintes pour l'équilibre externe qu'un pays en développement.

Sur un plan empirique, de nombreux travaux ont effectivement établi une corrélation entre le niveau du taux de change réel et le développement (mesuré par le PIB par tête). À partir d'un échantillon de 31 pays et sur la période 1960-1981, G. Laffay¹ obtenait pour le calcul de la régression un coefficient positif de 0,341.

Mais il y a de nombreux écarts par rapport à cette tendance générale, notamment pour certains pays est-asiatiques, dont le degré de sous-évaluation du taux de change est apparu excessif compte tenu de leur niveau de développement.

• *La version relative de la PPA*

Sous cette forme, la PPA stipule que les prix s'égalisent en taux de variation. Autrement dit, toute modification du niveau relatif des prix aboutit à des variations de change compensant très exactement les écarts d'inflation.

Exemple

Soient deux pays A et B. Le taux de change courant résulte du taux de change d'équilibre ajusté de la variation relative des prix dans A et B.

$$\text{Taux de courant A/B} = \text{Taux de change d'équilibre} \times \frac{\text{Variation des prix de A}}{\text{Variation des prix de B}}$$

• Au total, ces deux versions de la PPA ne sont cependant pas satisfaisantes car une telle méthode se heurte à des objections à la fois de fond et méthodologiques.

Sur le fond, la présence de coûts de transaction hétérogènes d'un pays à l'autre, l'imperfection de la concurrence, les obstacles aux échanges, la part grandissante des produits différenciés (« compétitivité-hors prix ») sont autant d'éléments à l'origine de la faillite des modèles fondés sur la PPA. En outre, le sens même de la causalité entre prix et taux de change continue de faire l'objet de débats.

Pour certains (Einzig ou Aftalion), le taux de change est au cœur des relations économiques ; la causalité ne pourrait aller selon eux que des parités vers les prix. Ainsi, une devise se dépréciant conduit au renchérissement des produits importés exprimés en monnaie nationale : non seulement le prix des matières premières sera affecté, ce qui risque de se répercuter sur les prix de production et, *in fine*, sur les prix de vente, mais encore les producteurs locaux peuvent être tentés, pour des biens parfaitement substituables, d'augmenter leurs marges pour ajuster le prix de leurs biens à un niveau juste inférieur à celui de leurs concurrents étrangers. *A contrario*, une appréciation s'accompagne d'une plus grande rigueur des producteurs nationaux sous la pression des principaux partenaires commerciaux.

Pour d'autres (Yaeger, Phelps), le sens de la causalité est moins tranché et dépend des circonstances économiques. En période qualifiée de « normale », les prix influen-

1. LAFFAY, opus cité.

seraient les taux de change. Autrement dit, les meilleures performances d'un pays par rapport à un autre conduiraient à une appréciation de la devise du premier. En période qualifiée de « perturbée », la nature de la perturbation serait déterminante.

Enfin, un troisième groupe d'économistes (Mussa) rejette l'hypothèse d'une quelconque causalité pour privilégier une approche mettant en exergue la simultanéité des évolutions. En fait, la communication d'une simple nouvelle, par exemple l'annonce d'une politique monétaire plus accommodante, aurait des répercussions sur l'évolution des parités concernées par le simple jeu des anticipations, et ce, avant même qu'intervienne une quelconque conséquence de la décision en cause. Ainsi, une dépréciation du change peut intervenir si l'on craint une résurgence de l'inflation liée à un plus grand laxisme ; les deux événements surviennent sans qu'une causalité factuelle puisse être mise en évidence.

Plus encore, les méthodes de PPA se heurtent à des difficultés méthodologiques majeures, qui sont de trois types :

1. Sur un plan spatial tout d'abord : les comparaisons multilatérales soulèvent de nombreux problèmes, puisqu'il faut ici prendre en compte autant de monnaies qu'il y a de pays dans la zone de référence choisie.
2. Sur un plan temporel ensuite : il s'agit de retenir une parité de référence afin de mesurer les conséquences des évolutions de prix relatifs.

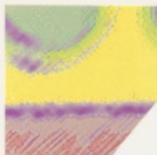
Le taux de change de référence devrait en théorie être sélectionné sur une période dite d'équilibre, c'est-à-dire à un moment où les parités traitées correspondraient à leur valeur de PPA. Il faudrait donc disposer *a priori* d'un taux de PPA pour calculer le taux de PPA ! Deux approches peuvent être considérées. D'une part, l'Onu et l'OCDE ont choisi, s'appuyant sur les travaux de B. Kravis¹, de réestimer tous les cinq ans une telle valeur d'équilibre. D'autre part, et c'est la méthode la plus fréquemment choisie, les parités de référence retenues résultent de l'observation d'une période rétrospective longue ; cela permet ainsi d'exclure l'arbitraire d'une année unique au profit d'une sorte de moyenne, ce qui revient à admettre implicitement que, sur la durée, les évolutions de change reflètent des divergences par rapport au taux d'équilibre. La BNP, qui publie dans sa revue trimestrielle *Regards sur les changes* des estimations de PPA, s'appuie, par exemple, sur l'ensemble de la période des changes flottants.

La lourdeur des procédures dans le premier cas, la nature du biais introduit dans le second, qui peut conduire à des estimations contraires au bon sens, avec par exemple le yen qui serait très nettement surévalué par rapport aux principales devises, alors que les excédents extérieurs japonais n'ont cessé de croître, limitent apparemment la pertinence de cette approche.

3. Sur le plan des indices de prix comparatifs, enfin. Les indices de prix doivent, pour leur part, refléter des évolutions cohérentes avec l'objectif de recherche d'un taux de change d'équilibre reposant sur le principe du prix unique pour un même bien. En conséquence, l'une des priorités consiste à identifier les indices permettant d'étudier les biens comparables.

• *Les prix à l'exportation.* Ce choix revient à considérer la PPA comme un instrument d'arbitrage appliqué aux biens participant à l'échange international. Judicieux

1. B. KRAVIS, *A System of International Comparison of Gross Product and Purchasing Power*, John Hopkins University Press, 1975.



ÉCONOMIE INTERNATIONALE

La place des banques

L'économie internationale des années 90 a connu des ruptures majeures : performances des États-Unis, déclin du Japon, crise des pays émergents, intensification de la mondialisation, restructuration de nombreuses industries.

La finance internationale a accompagné ces changements à travers notamment la montée des investisseurs institutionnels, la croissance des marchés dérivés, les mutations technologiques, la naissance de nouveaux risques, les restructurations bancaires, le « choc » de l'euro.

Économie internationale. La place des banques se propose de replacer ces événements dans un tout cohérent. À la fois **exhaustif, actualisé et pédagogique**, cet ouvrage est aussi **pluraliste** dans ses méthodes d'appréhension des problèmes, sans formalisation excessive.

Chacun des chapitres peut être lu indépendamment des autres et correspond à l'enseignement dispensé dans les grandes écoles de commerce et de gestion, les instituts d'études politiques, les universités et les ENSAE. Utilisé dans le cadre du Centre de formation de la profession bancaire (CFPB), cet ouvrage constitue également un excellent livre de référence pour les professionnels.

PHILIPPE D'ARVISENET

Il est directeur des études économiques de la BNP. Il a été rapporteur au Commissariat général au plan et au Conseil national du crédit. Professeur associé en économie et finance à l'université Paris II Panthéon-Assas, il est l'auteur de nombreux ouvrages et articles.

JEAN-PIERRE PETIT

Il a été adjoint de direction de la Banque de France, rapporteur au Conseil national du crédit, puis adjoint au directeur des études économiques de la BNP. Il est depuis octobre 1999 directeur de la recherche économique de la société de bourse Exane. Maître de conférences à l'Institut d'études politiques de Paris, il est l'auteur de nombreux ouvrages et articles.



9 782100 047703

ISBN 2 10 004770 1
Code 044770



BIBLIOTHEQUE NATIONALE DE FRANCE

3 7502 04472732 1



Participant d'une démarche de transmission de fictions ou de savoirs rendus difficiles d'accès par le temps, cette édition numérique redonne vie à une œuvre existant jusqu'alors uniquement sur un support imprimé, conformément à la loi n° 2012-287 du 1^{er} mars 2012 relative à l'exploitation des Livres Indisponibles du XX^e siècle.

Cette édition numérique a été réalisée à partir d'un support physique parfois ancien conservé au sein des collections de la Bibliothèque nationale de France, notamment au titre du dépôt légal. Elle peut donc reproduire, au-delà du texte lui-même, des éléments propres à l'exemplaire qui a servi à la numérisation.

Cette édition numérique a été fabriquée par la société FeniXX au format PDF.

La couverture reproduit celle du livre original conservé au sein des collections de la Bibliothèque nationale de France, notamment au titre du dépôt légal.

*

La société FeniXX diffuse cette édition numérique en accord avec l'éditeur du livre original, qui dispose d'une licence exclusive confiée par la Sofia – Société Française des Intérêts des Auteurs de l'Écrit – dans le cadre de la loi n° 2012-287 du 1^{er} mars 2012.

Avec le soutien du

