

Économie internationale : Macroéconomie monétaire internationale

Chapitre 1 : Ouverture financière et balance des paiements

Dans ce chapitre, nous allons étudier l'impact de la mondialisation. Cette dernière fait référence à une intégration des économies mondiales par augmentation des flux internationaux de biens et de services mais aussi de capitaux et de main-d'œuvre. La mondialisation financière accompagne la mondialisation commerciale, elle permet de financer les échanges de biens et services, notamment entre pays qui ont un surplus de compte courant et ceux possèdent un déficit de compte courant.

On va expliquer les fondements théoriques et quelques instruments de mesure sur cette question.

1. Gains à l'échange

Sans échanges commerciaux, dans une économie fermée, un pays doit allouer des ressources pour produire tous les biens qu'il souhaite consommer, sans possibilité d'échanger avec le RDM. Le panier de biens et services consommés doit être égal au panier de biens et services produits localement.

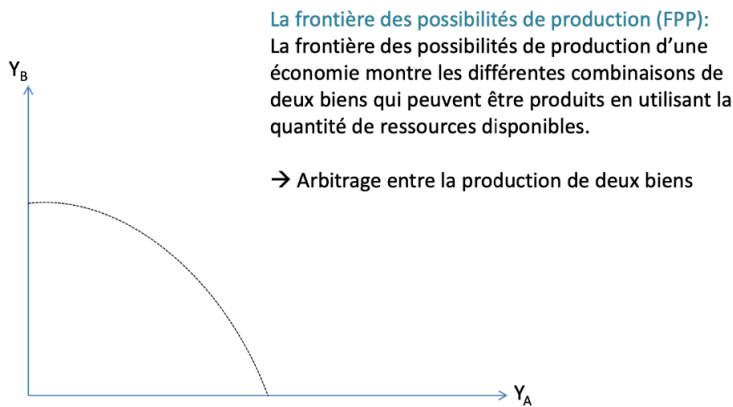
L'offre et la demande de biens et services doivent, à tout moment, s'équilibrer au niveau national.

Par opposition à cette économie fermée, on peut définir des niveaux d'ouverture aux échanges internationaux. Grâce au commerce, un pays peut se spécialiser dans la production du bien pour lequel il possède un avantage comparatif et échanger contre la combinaison de biens qu'il souhaite consommer.

Chaque pays se spécialise dans les productions dans lesquelles il est le plus productif. Ensuite, il importe d'autres biens pour la consommation.

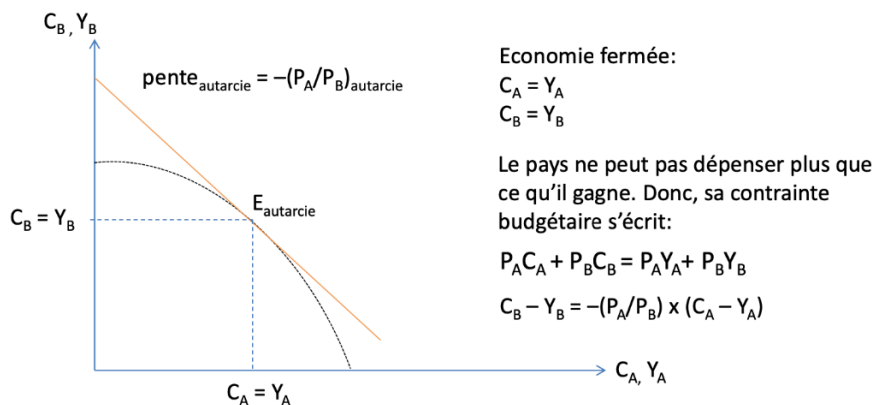
Grâce aux échanges commerciaux, les possibilités de consommation s'étendent au-delà de la frontière des possibilités de production.

- Modèle d'une économie fermée



La frontière des possibilités de production désigne le principe selon lequel un pays ne peut pas produire une quantité infinie des deux biens car les ressources sont limitées (en capital, en travail, en matières premières...).

L'économie produit au point de sa frontière des possibilités de production (FPP) où la pente de cette frontière est égale au prix relatif des biens A.



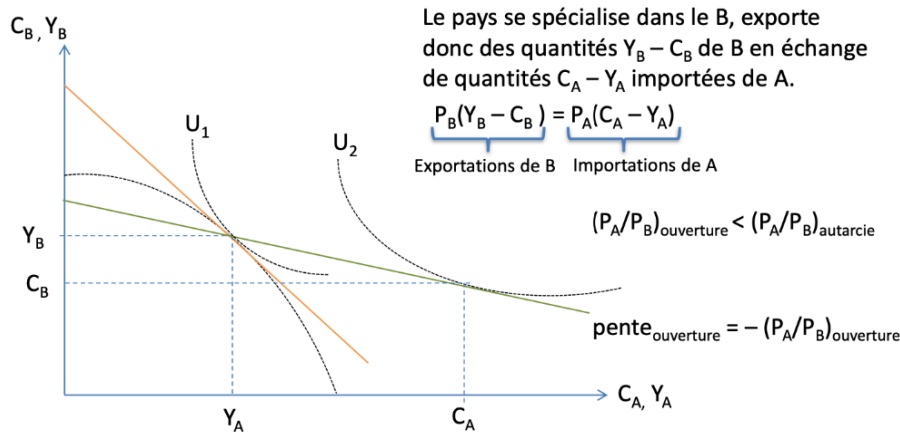
Le pays produit sur le point tangente à la contrainte budgétaire (la dérivé s'annule).
 La consommation de biens B sera égale à la production de bien B ($C_b = Y_b$), de même pour le bien A ($C_a = Y_a$).

Explications des équations → Dans une économie en autarcie, le pays se suffit à lui-même. La consommation ne peut jamais aller au-delà des revenus de production. La contrainte budgétaire sera la valeur de consommation pour le bien A ($P_a C_a$) + la valeur de consommation pour le bien B ($P_b C_b$), qui doit être égal à la valeur des revenus de la production ($P_a Y_a + P_b Y_b$), c'est la contrainte budgétaire.

La pente est égale au prix relatif (P_a/P_b). Comment trouve-t-on ce prix ? voir dernière équation ($C_b - Y_b = \dots$).

- Échange intra-temporel

Lorsque les échanges commerciaux sont autorisés, les possibilités de consommation s'étendent au-delà de la frontière des possibilités de production.



Le pays se spécialise dans le bien B en exportant les quantités en surplus.

Il va importer les quantités du bien A pour se satisfaire.

Le pays consomme une quantité de bien A nettement supérieur au niveau de production du bien A car il connaît un déficit pour ses besoins de bien A.

Il va se spécialiser dans la production de bien B en exportant le bien B (ses surplus) en échange d'importations de biens A.

Exportations de biens B = $P_B \times \text{excédent de production } (Y_B - C_B)$. Tout cela est égal à la valeur des importations du bien A.

En raison de l'ouverture commerciale, le prix relatif de B augmente et cela modifie la pente de contrainte budgétaire. Quand les prix relatifs changent, la pente de cette droite va aussi changer. La droite de contrainte budgétaire va pivoter autour de l'ancien équilibre d'autarcie. Le nouvel équilibre sera au point C_A, C_B .

Les échanges commerciaux permettent aux services publics d'augmenter le niveau d'utilité. Si on compare l'ancien équilibre d'autarcie avec le nouvel équilibre (libre échange, échanges commerciaux), on a un niveau d'utilité, de satisfaction, plus élevé qu'auparavant. Pourquoi ? car la courbe d'utilité U_2 est supérieure à U_1 , elle apporte une satisfaction plus importante que la courbe d'utilité U_1 .

Un pays ouvert commercialement est un pays qui autorise les entreprises résidentes à vendre une partie de leur production à l'étranger. Cette liberté, cette possibilité d'échanges commerciaux, se manifeste par des droits de douane faibles et par des barrières non

tarifaires non discriminatoires (régulations des normes sanitaire et/ou écologique, barrières à l'entrée dans certains secteurs que le gouvernement impose).

Les gains de l'échange commercial peuvent être classés en trois catégories.

Tout d'abord, l'échange commercial permet de déconnecter le panier de production du panier de consommation (on n'a pas les mêmes papiers de production et de consommation). Par exemple, votre panier de production peut se composer de produits alimentaires alors que le panier de consommation peut se composer de produits alimentaires mais aussi technologiques. L'échange commercial permet cela.

Ensuite, cela permet à chaque pays de se spécialiser dans les activités dans lequel il est le plus productif (impact positif sur les prix).

Finalement, l'échange commercial permet d'accroître le nombre de variétés et de qualités auxquelles ont accès les consommateurs (intra-branche).

2. Du commerce international à la finance internationale

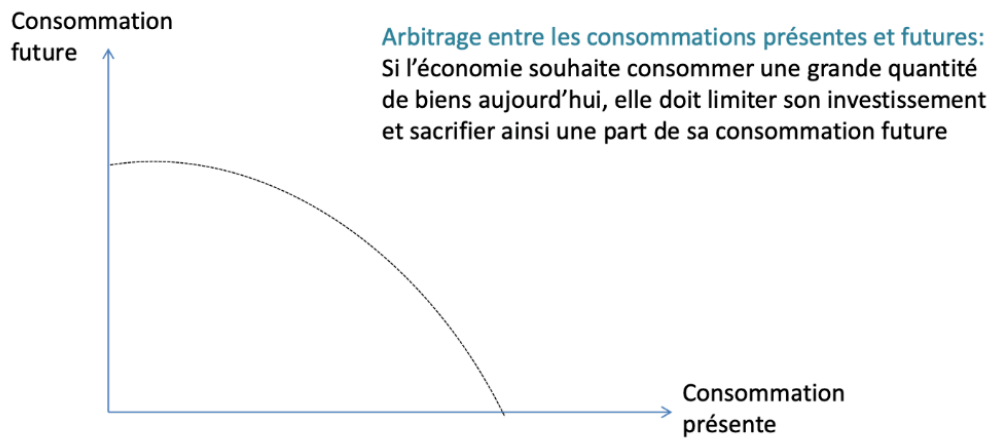
Un pays ouvert financièrement est un pays qui autorise ses résidents à financer leurs consommation ou investissement avec des capitaux étrangers ou de placer une partie de leur richesse dans des actifs étrangers.

Cela signifie qu'il n'y a pas de barrières (administratives, taxes) à l'entrée et à la sortie des capitaux.

- Échange intertemporel

Nous allons maintenant voir les gains de l'échange intertemporel (panier de consommation en t contre le même en $t+1$).

Frontière intertemporelle des possibilités de production



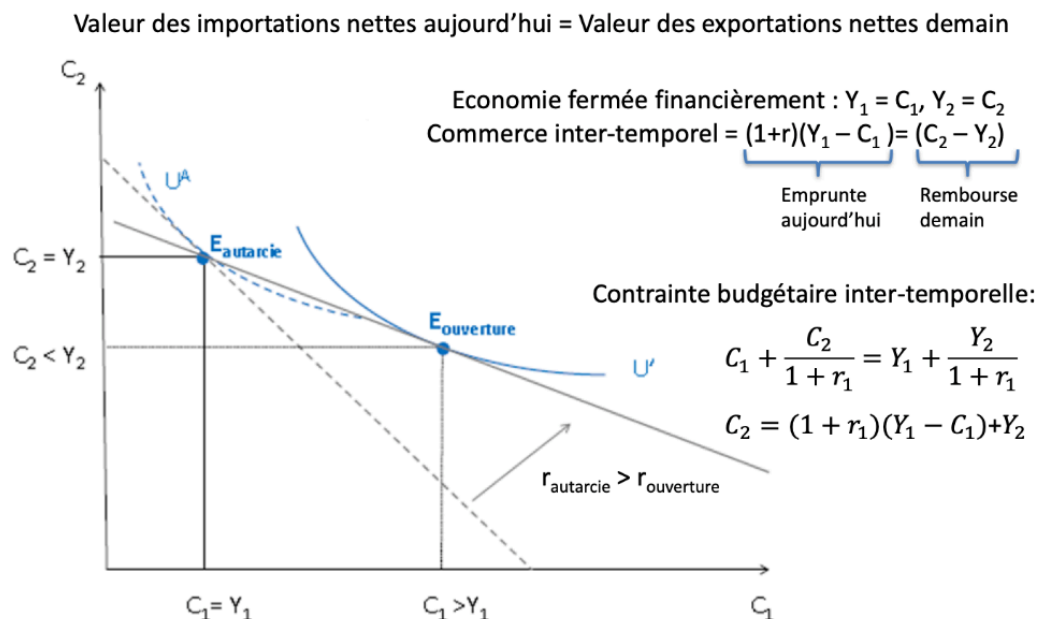
Intra temporel (dans une période donnée) \neq Intertemporel.

Grâce à l'ouverture financière, on peut financer les consommations. On va introduire la frontière intertemporelle des possibilités de production. C'est le même concept d'arbitrage entre les deux biens mais là on a la consommation présente et la consommation future.

On peut montrer que le pays peut choisir une combinaison intertemporelle de consommation présente et future car il peut emprunter sur ses revenus futurs.

Dans le modèle précédent, avec échange intra temporel, le pays pouvait seulement financer le déficit actuel alors que si on autorise l'ouverture financière, il peut faire l'arbitrage entre la consommation d'aujourd'hui et la consommation de demain.

L'échange intertemporel permet de déconnecter dans le temps la consommation du revenu, il permet aussi de bénéficier d'un taux d'intérêt plus intéressant (impact sur les prix comme dans le cas de l'ouverture au commerce) et de diversifier le portefeuille des épargnants (diminution du risque).



L'ouverture financière permet d'étendre l'échange international à un échange inter-temporel : la balance commerciale n'a plus besoin d'être à tout moment équilibrée

10

Comment le niveau optimal est-il atteint ? Le changement du taux d'intérêt va changer la pente de contrainte budgétaire.

La consommation de demain en période 2 va être actualisée par le taux d'intérêt car on emprunte.

Revenu = revenu présent et futur.

C_1 est supérieur à Y_1 car on emprunte aujourd'hui pour financer ce déficit.

En période 2, on pourra rembourser la dette par le revenu excédentaire que l'on aura donné.

En théorie, un petit pays en développement ne bénéficiant pas de richesses naturelles sera-t-il dans la situation décrite par le précédent graphique ?

Réponse → Les pays en développement ont un rendement d'efficacité marginal du capital plus élevé. En principe, ils devraient attirer les investissements étrangers. Ils empruntent aujourd'hui afin d'augmenter leur consommation courante.

A. Mesurer l'ouverture financière

Il existe deux manières de mesurer l'ouverture financière : ouverture de jure \neq ouverture de facto.

Ouverture de jure \Rightarrow par rapport aux barrières imposées aux mouvements de capitaux. On examine les barrières officielles imposées aux mouvements de capitaux, c'est le gouvernement qui impose les barrières, les contrôles et/ou les régulations.

Ouverture de facto ⇒ on regarde les flux de capitaux effectifs.

Les deux mesures ne se regroupent pas, un pays peut être ouvert de jure sans être ouvert de facto. C'est notamment le cas lorsque, malgré que le pays soit ouvert de jure, c'est-à-dire qu'il n'y a pas de barrière sur l'entrée des capitaux mais en réalité on ne voit pas les flux importants de capitaux.

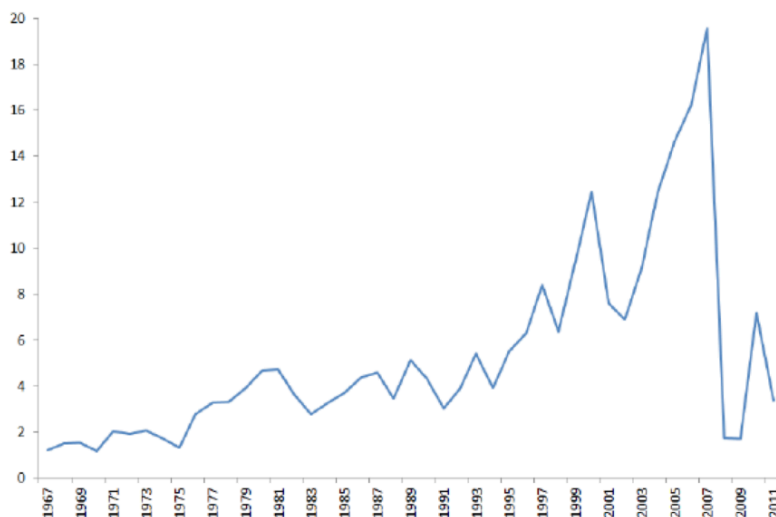
A l'inverse, on peut observer d'importants flux de capitaux (ouvert de facto) sans que le pays soit ouvert de jure (cas de la Chine), à la fois pour ce qui concerne les flux entrants et les flux sortants (du fait de la BCE et du fond souverain d'investissement qui assure la plupart des politique macroéconomiques).

Concernant l'ouverture commerciale, on peut aussi la mesurer de deux manières, on peut regarder les barrières tarifaires (droits de douane) ou non tarifaires (normes sanitaires et écologiques, régulations, ou dans certains secteurs stratégiques, quotas (limite à l'importation)).

On peut mesurer l'ouverture commerciale de facto, notamment avec la base de données de la banque mondiale. On peut mesurer les flux commerciaux comme la somme des exportations et des importations divisé par le PIB (valeur totale des commerces pour un pays donné).

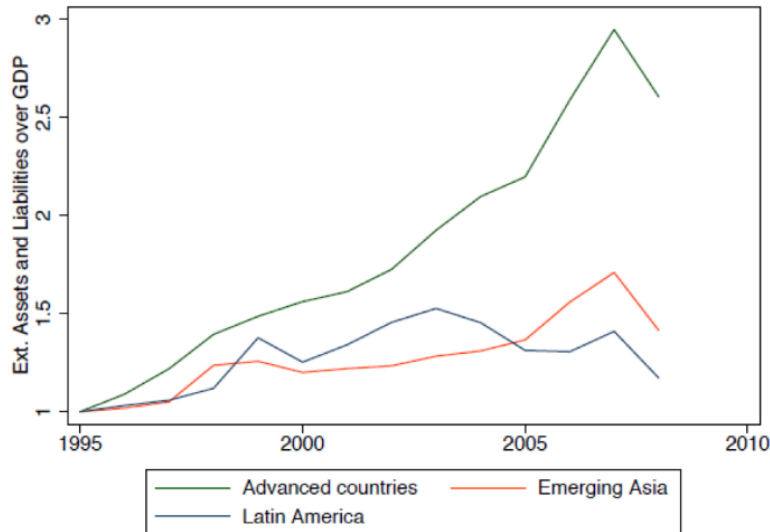
Ouverture *de facto*

Flux de capitaux mondiaux entrants en % du PIB mondial, 1974-2011



Source : à partir de CEPII-CHELEM (juillet 2013).

Ouverture *de facto*

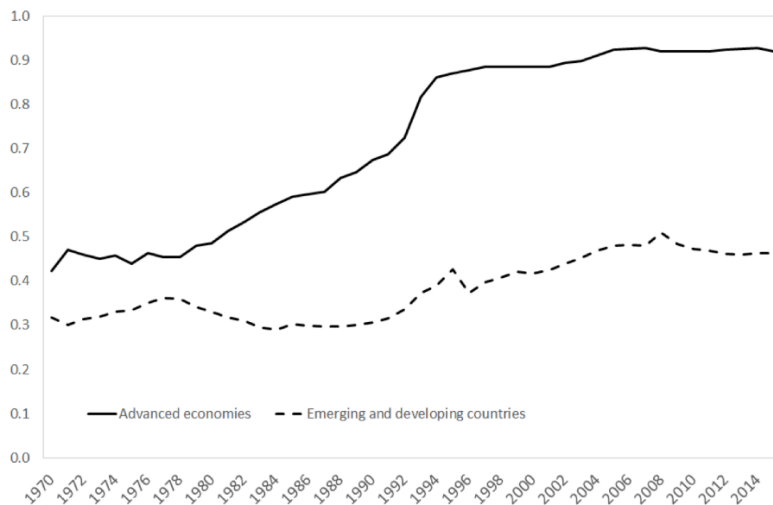


Source : Lane & Milesi-Ferretti (2007). L'intégration financière est définie comme la somme des actifs financiers étrangers et des dettes externes rapportée au PIB.

Source: Corcos and Méjean 2015

Ce graphique montre que les pays avancés ont des niveaux d'ouverture financière de facto plus importants que les pays émergents asiatiques. Le phénomène de globalisation financière n'est pas homogène entre les pays, on voit la différence sur ce graphique entre groupes de pays (avancés vs en développement). Cette hétérogénéité tient notamment à des différences entre pays en termes de régulation financière car elles sont encore plus fortes dans la plupart des pays en développement alors que dans les pays avancés, elles ont diminué, on parle de dé-régularisation financière.

Ouverture de jure



Source : Chinn et Ito (2015).

On a ici l'évolution de l'indice de l'ouverture financière pour les pays avancés et pour les pays émergents. Cet indice est basé sur des régulations observées.

L'ouverture financière officielle des pays développés est beaucoup plus rapide que dans les pays en développement notamment dans les années 1990.

Dans les années 1970, la différence d'ouverture financière (c'est-à-dire de régulation financière) entre les pays avancés et en développement n'était pas aussi remarquable alors que les pays avancés ont ouvert la financiarisation, ils sont plus ouverts financièrement et que les pays en développement connaissent toujours des régulations assez importantes sur les flux de capitaux.

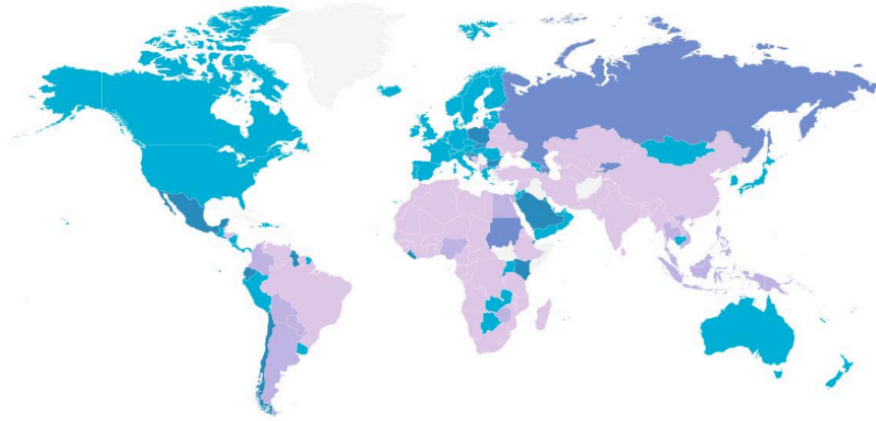
Comment cette mesure est-elle effectuée ? Les pays membres du FMI (AMF) doivent signaler des restrictions qu'ils imposent sur les échanges internationaux de capitaux, sur des instruments monétaires... Ils signalent aussi d'éventuelles restrictions relatives à certaines institutions liées aux mouvements de capitaux.

Ces auteurs utilisent ces données et construisent un indice de l'ouverture financière selon les régulations qui sont observées. Les pays émergents ont de plus en plus de restrictions et de régulation sur les flux de capitaux.

Ouverture *de jure*

The Chinn-Ito Financial Openness Index

Index, higher values mean higher degree of capital account openness



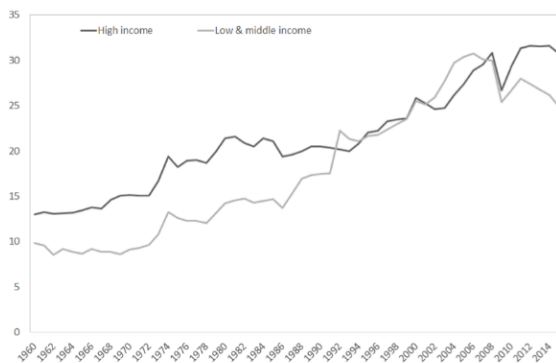
Légende	Emplacement
Light purple	-1,92 - -0,97
Medium purple	-0,97 - -0,02
Dark purple	-0,02 - 0,42
Blue	0,42 - 1,25
Dark blue	1,25 - 2,4
White	Pas de données

Source : Chinn et Ito (2019).

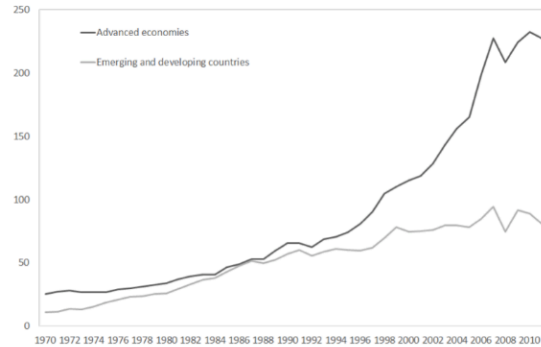
Les pays émergents ont de plus en plus de restrictions et de régulation sur les flux de capitaux.

- Ouverture commerciale et financière

Ouverture commerciale, 1960-2015, en %



Ouverture financière, 1960-2015, en %



Ouverture commerciale : $(X+M)/(2*PIB)$, où X et M représentent les exportations et les importations de biens et services en dollars courant, et le PIB est en dollars courants. Ouverture financière : $(A+L)/(2*PIB)$, où A et L représentent les actifs et passifs transfrontaliers, en dollars courants.

Sources : Banque mondiale et base External Wealth of Nations (see Lane and Milesi-Ferretti, 2007).

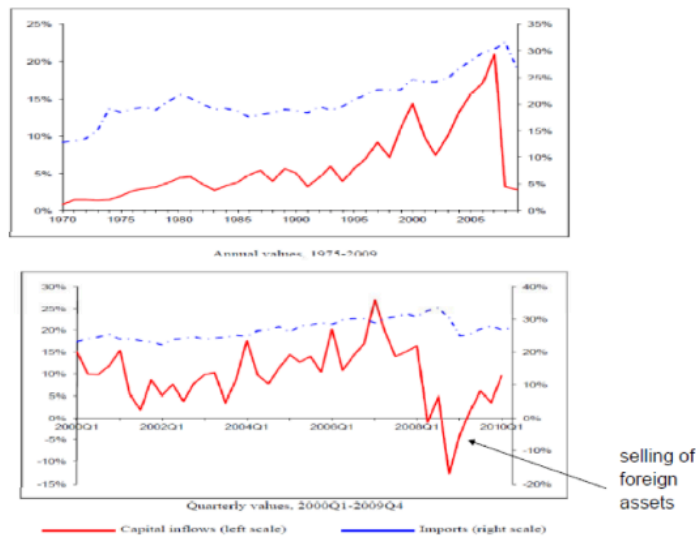
L'ouverture commerciale est mesurée par $(\text{exportations} + \text{importations}) / \text{PIB} \times 2$ (ouverture commerciale de facto).

L'ouverture financière est mesurée par la somme des actifs financiers / PIB $\times 2$.

L'ouverture commerciale s'est faite au même rythme dans les deux groupes de pays depuis les années 1980. Au contraire, l'ouverture financière est essentiellement le fait des économies avancées. On observe un grand décalage à partir des années 1990 entre les deux groupes de pays. Les pays avancés étaient davantage ouverts financièrement car ils avaient des systèmes financiers nationaux plus développés, ça pourrait être une des explications.

- Ouverture financière et volatilité

FIGURE 1.13 – Volatilité des flux internationaux de capitaux



Source : Lane & Milesi-Ferretti (2007) et IMF-Balance of Payments. Les graphiques comparent le volume des flux internationaux d'actifs financiers à celui des transactions réelles. La ligne en rouge mesure le ratio des entrées de capitaux au PIB, au niveau mondial. La ligne en bleu est le ratio des importations au PIB, toujours mesuré au niveau mondial.

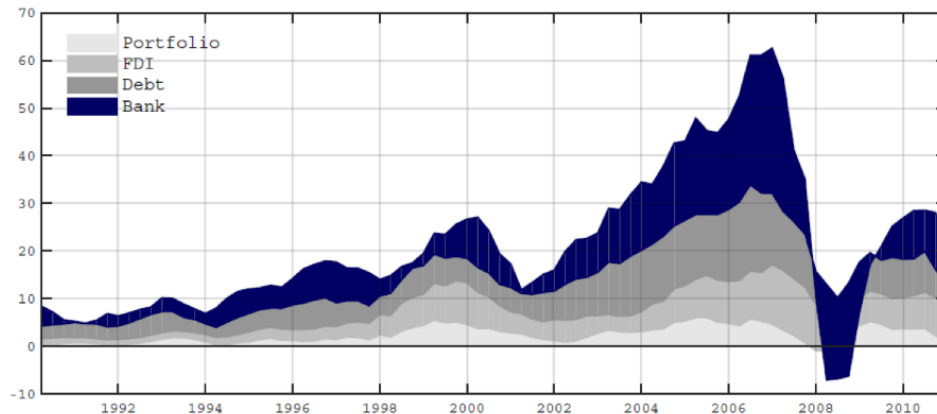
Source: Corcos and Méjean 2015

Une des caractéristiques de l'ouverture financière est une volatilité plus importante. Une des raisons pour laquelle les pays en développement sont encore réticents à libéraliser leurs mouvements de capitaux, c'est lié à un risque de volatilité. La libéralisation financière expose les pays au risque et à la volatilité. Les flux internationaux de capitaux sont extrêmement volatils, c'est en fonction des différentes régulations entre pays que les systèmes financiers nationaux se sont développés de manière différente. Les régulations d'un pays à l'autre sont différentes, les risques de volatilité sont beaucoup plus importants pour l'ouverture financière que pour l'ouverture commerciale.

La libéralisation financière crée des problèmes de risque systémique très difficiles à contrôler pour les gouvernements ; c'est pourquoi les pays en développement sont de plus en plus réticents à libéraliser financièrement.

Impact de la crise financière de 2008

Flux financiers bruts mondiaux, en % du PIB mondial



Note: Global flows as a percentage of world GDP. Annual moving averages. *Source:* IFS Statistics.

Source : Agrippino-Miranda et Rey (2019).

Sur ce graphique, nous pouvons voir la composition des flux financiers (investissement de portefeuille, l'investissement direct à l'étranger, DEBT, flux bancaire (ex : dépôt en épargne dans une banque à l'étranger)).

Depuis la crise financière de 2008, la volatilité des flux de capitaux a augmenté.

Les flux bancaires diminuent très fortement (depuis 2007-2008), les flux d'investissement de portefeuille aussi.

Ce changement de composition des flux financiers est non pas seulement lié à la crise de 2008 qui augmente les risques mais aussi à cause du changement de régulation dans la plupart des pays.

B. Trois paradoxes

Un rendement plus élevé du capital dans un pays va attirer plus de flux financiers. L'investissement n'est pas contraint par la disponibilité de l'épargne locale car les firmes ont accès à l'épargne globale.

- Le paradoxe de Feldstein-Horioka

Feldstein M. et Horioka Ch. (1980), « Domestic Saving and International Capital Flows », The Economic Journal, 358, p. 314-329.

Ils observent que l'accroissement des flux de capitaux depuis les années 1960 n'a pas conduit à une véritable connexion entre l'épargne et l'investissement malgré l'ouverture financière.

Selon le modèle théorique, comme on a la possibilité de financer son investissement en empruntant à l'étranger, l'investissement ne doit pas être limité, contraint, à l'épargne domestique.

Si une économie est fermée domestiquement : $S = I$. On ne peut pas avoir un investissement plus élevé que notre épargne. Notre investissement ne doit pas être limité à notre épargne car on a des possibilités de financement.

En réalité, voit-on une déconnexion entre les deux ?

Ce que les deux auteurs ont montré est qu'il n'y a pas une vraie déconnexion malgré l'ouverture financière, ils trouvent une forte corrélation entre le taux d'épargne et le taux d'investissement. Or, si la mobilité des capitaux était parfaite, les deux ne devraient pas être corrélés d'après les modèles théoriques.

Ils ont utilisé les données de 16 pays membres de l'OCDE. Et ils ont trouvé une forte corrélation entre l'investissement et l'épargne.

Les travaux plus récents sur ce paradoxe aboutissent à une corrélation plus faible entre l'épargne et l'investissement mais ce n'est toujours pas une corrélation nulle, il y en a toujours une.

Comment expliquer ce paradoxe ? Il existe trois explications :

- Les techniques ne s'appliquent pas aux séries non stationnaires. Question de méthodologie.
- La contrainte d'endettement (équation entre l'épargne et l'investissement : $S = I$) est uniquement valable sur le long terme et non sur le court terme
- Biais national lié aux asymétries d'information. Les épargnants détiennent moins d'actifs à l'étranger que ceux qui épargnent localement car ils connaissent bien la situation, les risques, liés à l'épargne et à l'investissement au sein de leur pays.

- Le paradoxe de Lucas

Lucas R. (1990), « Why Doesn't Capital Flow from Rich to Poor Countries? », American Economic Review, 80, p. 92-96.

Le deuxième paradoxe vient de Lucas R, macroéconomiste très connu dans un article de 90, « Why doesn't capital flow from rich to poor countries ? » (Pourquoi ne voit-on pas le flux de capital des pays riches vers les pays pauvres ?).

Lucas constate qu'il y a peu d'investissement Nord/Sud alors que la différence de rendement du capital c'est-à-dire un rendement de capital plus important dans les pays en développement doit attirer plus de capitaux (modèle théorique suggéré par LUCAS). Et en réalité on ne voit pas de flux de capitaux venant de pays Nord vers les pays du Sud. En effet, les flux nets de capitaux vont dans l'ensemble des pays du Sud vers le Nord ; et de nos jours on constate plus de flux Sud/Sud mais jamais du Nord vers le Sud. Il y a très peu de flux de capitaux des pays du nord vers les pays du sud. Cela peut s'expliquer par différentes justifications :

- Tout d'abord, le taux du capital physique dans les pays en développement (Sud), est plus coûteux au Sud qu'au Nord, ce qui baisse la productivité marginale ; Et ce coût est lié aux qualités des institutions à l'environnement économique et politique. Ceci baisse la productivité marginale du capital.
- La deuxième raison est que la productivité du capital dans les pays du Sud est redressée par la corruption le manque d'infrastructures, de main d'œuvres qualifiés (si on fait un investissement direct dans un pays en développement (Sud), il faut prendre en compte le coût supplémentaire lié à notre investissement c'est-à-dire que le coût comprend la corruption, le manque d'infrastructures (on ne peut pas bénéficier de nos rendements et des investissements direct faits dans le pays pauvres) ; Alors que dans les modèles théoriques on ne prend pas en compte toutes ces dépenses.
- Troisièmement : l'instabilité politique. S'il y a un fort risque d'instabilité politique, on est confronté à un risque très élevé d'insécurité. En effet, les investisseurs ne seront pas enclins à déposer leurs capitaux dans des pays où les risques politiques sont élevés. En outre, les systèmes financiers sont insuffisamment développés au Sud, on parle alors de « risques systémiques » dans les secteurs qui découragent davantage les investissements.
- Quatrième raison : la faible protection sociale mise en place dans les pays en développement. Du fait du sous-développement des secteurs de sécurité sociale dans les pays du Sud, les résidents épargnent de plus en plus pour s'assurer contre les risques qu'ils pourraient connaître. Il y a alors une forte épargne domestique dans les pays en développement à cause des risques plus élevés qui sont à leur tour la conséquence de l'état du secteur de SÉCU dans leurs pays.

- Finalement les BCE dans les pays en développement qui interviennent de plus en plus dans les marchés financiers, devises, mais aussi avec une régulation qu'ils imposent comme des contrôles de dettes.

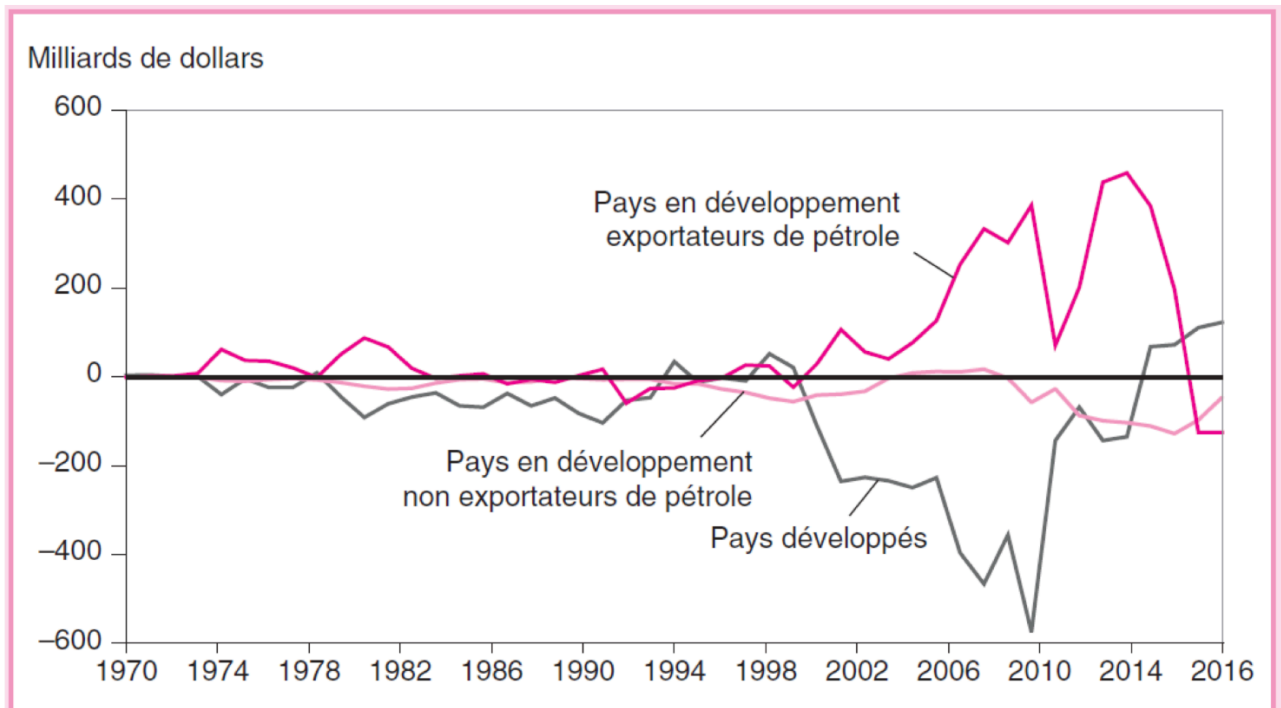


Figure 22.7 – Soldes courants par groupes de pays, 1970-2016.

Sources : Fonds monétaire international, Statistiques financières internationales. À noter que les déséquilibres ne se somment pas à zéro en raison des erreurs et omissions, inévitablement présentes dans la balance de paiements.

Dans ce graphique, on observe les soldes de comptes courants par groupe de pays. Ici, on étudie trois variables, les pays en développement (exportateurs de pétrole), les pays développés et les pays en développement (non exportateurs de pétrole). On voit bien que les pays en développement et en particulier les exportateurs de pétrole, possèdent un fort surplus commercial et surplus en compte courant. Ce qui montre que ce surplus en compte courant facilite l'épargne domestique dans ces pays (même si on pourrait croire que les pays en développement sont en manque d'épargne ça n'est pas le cas). Cela montre que les pays en développement n'ont jamais été confrontés à de forts déficits liés aux comptes courants comme les théories économiques standards l'ont prédit.

Et c'est pourquoi, on voit que les flux de capitaux circulent dans le sens opposé à celui attendu théoriquement, c'est-à-dire que les flux de capitaux du Sud vers le Nord pour financer le déficit de comptes courants qu'on observe pour les avancées.

Dans les modèles théoriques, de croissance en macroéconomie, on a vu que les capitaux étrangers devraient normalement stimuler la croissance économique (la plupart des modèles théoriques le constatent). Au contraire, les pays qui ont connu la croissance la plus

rapide sont ceux qui ont eu des épargnes plus importantes ce qui implique de faibles déficits courants (par exemple la Chine)

- Le paradoxe de la zone euro

Francesco Giavazzi et Luigi Spaventa (2011), "Why the current account may matter in a monetary union: Lessons from the financial crisis in the Euro area", D. Cobham (ed.), The Euro Area and the Financial Crisis, Cambridge University Press, 2011

La convergence nominale désigne l'harmonisation des politiques macroéconomiques qu'on voit dans les variables significatives de la stabilité macroéconomique (taux d'inflation, déficit budgétaire, taux de change...).

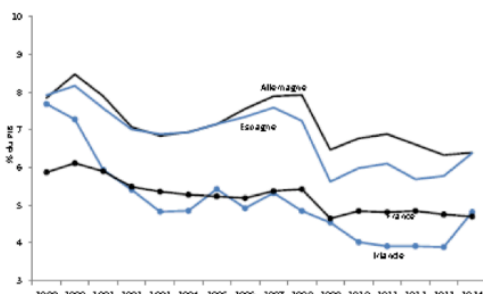
La convergence réelle est liée à la convergence en termes de revenu ou de productivité/tête (niveau de vie).

Théoriquement, l'union monétaire qui existe dans la zone euro doit faciliter le processus de convergence réelle qui est favorisée par une intégration financière.

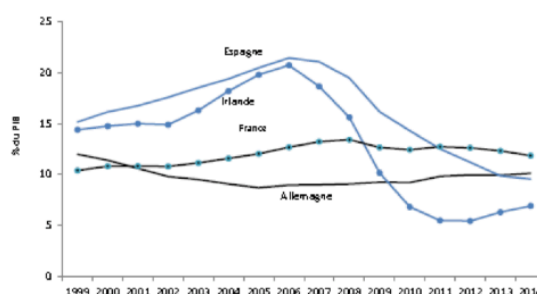
On a bien une convergence nominale au sein de la zone euro mais une convergence réelle est toujours un point de débat. Pourquoi n'a-t-on pas observé une convergence réelle alors que l'intégration financière devrait engendrer une convergence réelle ? Il y a trois explications possibles.

D'abord, une mauvaise allocation du capital par les banques, les flux de capitaux ont financé prioritairement des secteurs faibles en termes de productivité (construction de bâtiments).

7a. Taux d'investissement dans les équipements



7b. Taux d'investissement dans la construction



Source : Ameco, juillet 2015.

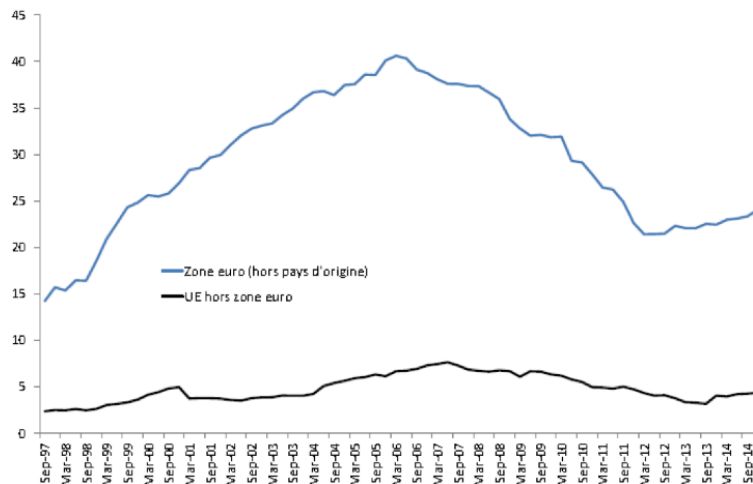
Prenons l'exemple de l'Espagne et de l'Irlande, dans ces deux pays, les investisseurs ont privilégié la construction au détriment des équipements qui sont pourtant plus productifs.

Le taux d'investissement dans la construction était plus élevé en Espagne et en Irlande alors que les pays comme l'Allemagne ont eu un taux d'investissement plus bas dans le secteur de la construction car moins productif.

Cela pourrait expliquer pourquoi nous n'avons pas observé une convergence réelle au sein de la zone euro.

Intégration financière en zone euro

Part des obligations étrangères dans les portefeuilles des institutions financières de la zone euro, en %



Source : BCE.

On a eu une forte intégration financière dans la zone euro comparé aux autres pays mais on n'a pas observé une convergence réelle par la suite.

C. L'ouverture financière est-elle bénéfique ?

- Limites de l'ouverture financière

On a constaté depuis l'expérience de l'économie mondiale, que les gains à l'ouverture commerciale et financière ne sont pas toujours en parallèle.

L'ouverture financière ne semble pas réduire l'instabilité de la consommation comme on s'y attendait dans le modèle échange intertemporel. Ce dernier permet de glisser la consommation entre les différentes périodes de temps, en période 1 on emprunte pour augmenter la consommation et rembourser en période 2 en réduisant la consommation)

L'ouverture financière ne semble pas réduire cette instabilité de consommation car il y a des pays qui connaissent un niveau de consommation plus bas à certaines périodes, ce n'est pas stable au cours du temps.

Même si la mesure du lien entre ouverture financière et croissance est rendue difficile par une certaine difficulté liée à la date de l'ouverture, l'ouverture financière peut être vue comme la conséquence plutôt qu'une cause.

Les conditions institutionnelles sont différentes d'un pays à l'autre.

On distingue deux périodes très importantes dans le développement de la finance.

En 1997, une crise financière a frappé une grande partie de l'Asie de l'Est et du Sud-Est. Cette crise a commencé par l'effondrement financier du baht thaïlandais (devise) après que le gouvernement thaïlandais ait été contraint de laisser flotter le baht librement car il ne pouvait pas soutenir leur monnaie vis-à-vis du dollar américain.

Quelle est la cause de cette crise financière ? Presque immédiatement, on a eu une fuite des capitaux. Même si les taux d'intérêt ont augmenté à des niveaux très élevés afin d'encourager les investisseurs à laisser leurs capitaux au sein de leurs économies nationales.

Avant les crises financières de 1997 et 2008, le FMI était contre les contrôles de capitaux. En effet, il encourageait les pays à éviter les contrôles sur les capitaux, éliminer toute sorte de régulation et restriction sur des flux internationaux de capitaux.

Suite à la crise asiatique et ensuite plus à la suite de la crise de 2008, le FMI a adopté une vision plus nuancée. On est passés à un consensus plus nuancé par rapport au contrôle des capitaux. Dans un rapport, le FMI a constaté que les contrôles de capitaux pouvaient être utiles afin de contrôler la crise financière car, en 1997 et 2008, les pays qui ont eu des contrôles sur les flux de capitaux ont été moins affectés par ces crises.

On parle aussi de politiques macro prudentielles pour les régulations financières. L'objectif de la politique macro-prudentielle est de limiter les risques systémiques, c'est-à-dire le dysfonctionnement du système financier dans son ensemble.

On parle maintenant d'une ouverture financière ordonnée avec une bonne régulation financière, le FMI suggère qu'un pays ne doit pas se précipiter dans l'ouverture de son économie d'un seul coup mais l'ouverture doit être progressive, graduelle et planifiée. Car si on ouvre financièrement d'un coup, cela peut augmenter la volatilité financière et il est difficile de contrôler la volatilité dans les flux de capitaux.

Suite à la crise financière de 2008, le FMI a fait preuve d'une plus grande tolérance à l'égard des approches, il suggère une ouverture progressive du secteur financier alors qu'avant les crises, il était contre tout type de régulation/restriction/contrôle sur le secteur financier. Il assouplit progressivement sa décision, il est dorénavant plus ouvert aux approches diversifiées pour la stabilité macroéconomique.

3. Les équilibres comptables en économie ouverte

On va regarder comment ces flux sont mesurés. On va parler de la balance de paiement → instrument qui met en relation des flux avec les équilibres de comptabilité nationale.

A. La balance des paiements

- Balance des paiements schématique

	Crédits/Engagements : Ventes au reste du monde	Débits/Avoirs : Achats au reste du monde
Haut de la balance	Exportations de biens et services	Importations de biens et services
Bas de la balance	Entrées de capitaux (ventes d'actifs financiers à l'étranger)	Sorties de capitaux (achats d'actifs étrangers)

Emprunt au RDM → Créance sur le RDM

Principe de comptabilité en partie double :
la BP enregistre chaque transaction deux fois au crédit et au débit => solde = 0

Enregistre des flux (non pas des stocks)

La balance des paiements est un document qui recense ou qui enregistre l'ensemble des transactions entre les résidents (entreprises, ménages, gouvernement) d'un pays et le reste du monde au cours d'une période donnée. C'est typiquement au cours d'une année mais cela peut être aussi au cours d'un trimestre.

Cela veut dire que les transactions se sont des flux et non pas des stock (d'où "au cours d'une période donnée"). Exemple de stock : le document qui présente la position extérieure nette (PEN) ou encore le patrimoine, la richesse qui représente une variable de stock.

La balance des paiements est composée de deux grandes parties, on parle de "haut" de la balance courante → enregistre les transactions dites courantes, c'est plutôt la balance des transactions courantes (exemple : exportations, importations de biens et de services);

et du "bas" de la balance courante → c'est le compte financier, il enregistre les flux de capitaux.

Dans la balance des paiements, on enregistre les transactions et les échanges en crédit ou en débit. Tout ce que le pays vend au reste du monde, y compris les actifs financiers, sont enregistrés en

crédits. Tout ce que le pays achète au reste du monde, y compris les actifs financiers, sont enregistrés en débits.

Exemple : importation de biens, c'est un achat au reste du monde donc cela s'enregistre au débit de la balance des paiements.

Pour les actifs financiers, quand on les vend, cela représente des engagements dans le compte financier. Cela sera les entrées de capitaux qui s'enregistrent au crédit et les sorties de capitaux s'enregistrent en débit. En d'autres termes, quand un pays emprunte au reste du monde, cela sera une entrée de capitaux de l'étranger vers le pays donc cela sera enregistré en crédit alors que si un pays prête au reste du monde, cela sera une sortie de capitaux et cela sera enregistré en tant que débit.

Chaque transaction est enregistrée deux fois selon une comptabilité en partie double, à la fois au crédit et à la fois au débit (voir exemples dans la suite du cours).

Si un pays a un excédent commercial, cela lui permet de prêter au reste du monde ou d'acquérir des actifs étrangers. Ou inversement si un pays connaît un déficit commercial, il lui faudra financer ce déficit en empruntant au reste du monde.

Le compte financier, le bas de la balance est, normalement, perçu comme la contrepartie du solde de compte courant car si un pays connaît un déficit commercial, pour financer ce déficit, il va emprunter, cet emprunt va être enregistré dans le compte financier.

- Équilibrage du haut et du bas de la balance

Ventes au reste du monde	Achats au reste du monde
Exportations de biens et services	Importations de biens et services
	Sorties de capitaux
Entrées de capitaux	

$X > M \Rightarrow$ surplus

Le pays peut prêter au RdM

Sorties de K > entrées de K

La BdP s'équilibre mais haut et bas ne doivent pas nécessairement s'équilibrer : les déséquilibres du haut et du bas se compensent

Quand on parle de la balance des paiements, théoriquement, le haut et le bas de la balance doivent s'équilibrer. La balance des paiements s'équilibre, en d'autres termes, le haut et le bas de la balance se compensent. Cela ne veut pas dire que les importations seront égales aux exportations ou encore que les exportations de B/S seraient égales aux entrées de capitaux ou au compte financier. Cela veut dire que les déséquilibres entre les deux comptes vont se compenser.

Par exemple, ici, dans le crédit, on a une grande somme d'exportations de biens et services nettement supérieures aux entrées de capitaux. Dans la colonne de débit, les importations sont inférieures aux sorties de capitaux mais ses deux déséquilibres dans les deux colonnes de crédit et de débit vont se compenser.

Autrement dit, la somme des crédits et des débits sera égale à 0.

- Les différents comptes
- Haut de la balance: Compte de transactions courantes
- Bas de la balance: Compte financier
- Entre les deux: Compte de capital
- Erreurs et omissions

Tableau 3
Balance des paiements de la France en 2014 (en milliards d'euros)

	Crédit (1)	Débit (2)	Solde (1)-(2)	Libellé du solde
Compte des transactions courantes	815,3	835,0	-19,7	TC
Biens	440,4	475,0	-34,6	
Services	208,0	190,2	17,8	
Revenus des facteurs	153,6	109,1	44,5	
Transferts courants	13,3	60,7	-47,4	
Compte de capital	2,8	0,6	2,2	CC
	Crédit/Engagements (1)	Débit/Avoirs (2)	Solde (2) - (1)	
Compte financier	219,0	208,0	-11,0	CF
Investissement direct étranger	11,5	32,3	20,8	
Investissement de portefeuille	84,6	77,2	-7,4	
Produits dérivés	36,0	12,1	-23,9	
Autres investissements	86,9	85,7	-1,2	
Avoirs de réserve	-	0,7	0,7	
Erreurs et omissions	-	-	6,5	EO
Total	-	-	0	TC+CC-OF+EO=0

ATTENTION: le solde du compte financier : DEBIT – CREDIT =>
solde > 0 = sorties nettes de K

ATTENTION: $TC + CC - CF + EO = 0$

Source : Banque de France, La Balance des Paiements et la Position Extérieure de la France, Rapport annuel 2014.

Lorsqu'on présente le solde pour chaque compte, c'est toujours **crédit-débit**.

Pour calculer le solde du compte financier en revanche, le solde est calculé en faisant la différence : **débit - crédit**.

Lorsqu'on montre le solde général/total de la balance des paiements, cela sera le **solde des transactions courantes + le solde du compte du capital - le solde du compte financier + erreurs et omissions**. Le tout doit être égal à 0.

Si le compte financier est négatif, cela veut dire que les crédits ou les entrées de capitaux sont supérieures au débit ou aux sorties de capitaux, donc on aura une entrée nette de capitaux et inversement.

Les comptes essentiels de la balance des paiements : le compte de transactions courantes, le compte de capital et le compte financier.

Le **compte des transactions courantes** comprend la balance commerciale (échanges de biens et de services : exportations et importations) et les transferts courants. Exemples de services : tourisme (restauration, hébergement, services de transportations). Quand un touriste fait à l'étranger, cela sera une exportation de services.

Que sont les transferts courants ? Ils comprennent les revenus des facteurs de production et les revenus secondaires.

Les revenus des facteurs de production (ou revenus primaires) (1) → revenus du capital (rendements des investissements directs à l'étranger) et du travail (rémunérations des travailleurs en mission à l'étranger ou des travailleurs étrangers en mission dans le pays national). Quand on reçoit les rémunérations de main d'œuvre, cela sera enregistré au crédit. Tout revenu perçu va être enregistré en crédit. Alors que tout revenu du capital ou du travail versé aux étrangers, sera enregistré en débit.

Les revenus secondaires (2) → premièrement, les transferts officiels. Ces derniers sont des dons à l'étranger, des contributions au budget européen et aux budgets des organisations internationales telles que la Banque mondiale, le FMI;... Tous ces types seront enregistrés en tant que transferts officiels sous les revenus secondaires. Deuxièmement, les transferts individuels, ces derniers sont des transferts nationaux que les résidents effectuent à leur famille à l'étranger.

Toutes ces transactions vont être enregistrées dans le compte des transactions courantes.

Le compte financier → on a les investissements directs, les investissements de portefeuille, autres investissements, avoirs de réserve.

Les investissements directs sont des investissements transfrontaliers qui confèrent un contrôle ou un degré d'influence significative sur la gestion d'une entreprise ou d'une société à l'étranger. Par exemple, si on achète les actions d'une entreprise multinationale dans un autre pays, c'est un investissement à l'étranger si l'investissement nous donne un certain degré de contrôle dans la gestion de cette multinationale, sinon c'est un investissement de portefeuille. Si un investissement nous donne plus de 10% de contrôle dans la gestion de l'entreprise, alors cela sera considéré comme un investissement direct à l'étranger. Le contrôle désigne le pouvoir de vote dans la gestion de l'entreprise. L'autre différence entre l'investissement direct et l'investissement de portefeuille est que, au sein des investissements directs, il y a aussi des investissements dans l'immobilier, des propriétés, mais aussi la location des terrains (sous une longue période).

Les investissements directs qui viennent de l'étranger au sein du pays sont enregistrés au crédit (flux entrants). Les investissements directs qui comprennent l'acquisition d'actifs étrangers sont enregistrés au débit (flux sortants).

Les investissements de portefeuille sont les transactions ou les achats et ventes d'actions, d'obligations, de titres de dette publique des entreprises. Ils comprennent aussi les échanges de contrats financiers comme les options ou les swaps.

Dans les autres investissements, on comprend les transactions de devises mais aussi de dépôts des banques, des prêts bancaires, les assurances, les créances commerciales ou encore les droits de tirages spéciaux (DTS). Ces derniers sont un instrument monétaire international créé par le FMI afin de compléter les réserves officielles existantes des pays membres du FMI.

Les avoirs de réserve désignent les réserves de la Banque centrale composées des actifs étrangers mais aussi achats/vente de l'or de la Banque centrale.

La somme du CTC et le CC - le CF devrait être à l'équilibre. Mais souvent, on a toujours des erreurs et omissions car la Banque centrale ou d'autres institutions statistiques ont soit sous estimé ou surestimé, surtout avec le compte financier car il est difficile de mesurer ces flux très précisément, il y a toujours des sous estimations ou des sur estimations de ce flux. Quand on calcule le solde général de la balance des paiements, on ne trouve pas 0. Il y a toujours une partie des flux qui s'échappe, on la met dans le poste "**erreurs et omissions**".

Tous les capitaux/actifs qui sont non produits et non financiers sont enregistrés dans le **compte de capital**.

Contrats de bail/licence, actifs marketing (exemple : les noms de marque, les marques déposées), terrains, gisements → actions non produits non financiers

Transferts de capitaux → Par exemple, l'annulation de la dette publique par un autre pays.

- Règles de comptabilité de la balance des paiements

Toutes les transactions internationales (y compris les échanges et les transferts) entrent dans les comptes deux fois : une fois au crédit (+) et une fois au débit (-).

- | | |
|---|---|
| <ul style="list-style-type: none">• Le crédit désigne les entrées de:<ul style="list-style-type: none">◦ Exportations des biens et services◦ Revenu primaire recevable◦ Transfert recevable◦ Diminution d'actifs/ Cession d'actifs◦ Augmentation du passif | <ul style="list-style-type: none">• Le débit désigne les entrées de :<ul style="list-style-type: none">◦ Importations de biens et services◦ Revenu primaire payable◦ Transfert payable◦ Augmentation d'actifs/ Acquisition d'actifs◦ Réduction du passif |
|---|---|

Quand on vend nos capitaux aux investisseurs étrangers, en retour, il y aura un flux monétaire entrant, c'est pourquoi la diminution de l'actif est enregistrée au crédit dans la balance des paiements.

L'augmentation du passif est entraînée par tout type de transactions qui engendre une hausse des dettes.

- Exemples de transactions inscrites dans la balance des paiements
- **Achat par un résident d'un téléphone portable de marque étrangère par chèque = 200€**

	Crédit	Débit
Compte de transactions courantes: Echanges de biens		
Achat d'un téléphone (importation de biens en France)		200€
Compte financier: Devises et dépôts		
Vente d'un actif français par la banque (diminution d'actif financier)	200€	

Les importations sont enregistrées dans le compte des transactions courantes en tant qu'échanges de biens, en contrepartie on va payer des devises. On paie 200 euros à une entreprise étrangère qui nous vend un bien, les 200 euros vont sortir du pays donc il y aura une diminution d'actifs financiers.

- **Paiement par CB d'un diner dans un restaurant à Dubaï = 100€**

	Crédit	Débit
Compte de transactions courantes: Echanges de services		
Achat d'un diner (importation de services en France)		100€
Compte financier: Devises et dépôts		
Vente d'un actif français (diminution d'actif financier)	100€	

C'est une importation de services en France enregistrée dans le compte des transactions courantes.

- **Achat d'une action d'une firme multinationale par virement = 95€**

	Crédit	Débit
Compte financier: Investissements de portefeuille		
		Achat d'une action étrangère (augmentation d'actifs pour la France) 95€
Compte financier: Devises et dépôts		
	Dépôt sur le compte bancaire de la FM en France (diminution d'actif financier) 95€	

C'est un flux de capital qui sort donc enregistré au débit car cela augmente les actifs détenus par la France. La contrepartie sera toujours enregistrée dans le compte financier en tant que devise et dépôt car cela engendre une diminution de l'actif financier, d'une part, on achète un actif étranger donc augmentation des actifs détenus par la France mais d'autre part, on paie 95 euros, ce qui va diminuer les actifs financiers déjà détenues par la France.

FM → firme multinationale

- **Abandon par la France d'une dette d'un pays étranger = 5000€**

	Crédit	Débit
Compte de capital Abandon de la dette		
		Transfert de capital par la France (transfert payable) 5000€
Compte financier Prêts		
	(réduction des actifs de la France détenus à l'étranger) 5000€	

C'est un transfert de capital par la France vers l'étranger. Contrepartie enregistrée dans le compte financier car cela va engendrer une réduction des actifs de la France détenus à l'étranger.

- Les différents soldes

Les différents soldes permettent de nous donner des indication sur les déséquilibres éventuels des échanges;

La balance des transactions courantes comprend la balance commerciale (exportations-importations de biens), la balance des services (exportations-importations de services), le solde des revenus de facteurs et le solde des transferts courants.

TC + CC = CFN

La capacité ou le besoin de financement d'une nation est donnée par la somme entre le solde des transactions courantes et le solde du compte de capital.

Si la capacité de financement est positive, cela veut dire que le pays a un excès d'épargne, surplus de compte courant, les exportations sont supérieures aux importations, les transferts reçus sont plus importants que les transferts payants, le pays aura donc un excès d'épargne. Ce dernier peut être utilisé afin de financer les besoins de financement des autres pays. En revanche, si les importations sont supérieures aux exportations et les transports payables sont plus importants que les transferts reçus, le pays est en manque de financement, ce déficit est en effet assuré par l'emprunt.

Balance des paiements de 3 zones en 2015 (en % du PIB de chaque pays)

	États-Unis	Zone euro	Chine
Transactions courantes	- 2,6	3,6	3,0
Compte de capital	0,2	- 0,1	0,0
Compte financier	- 0,9	2,9	1,3
Erreurs et omissions	1,5	- 0,6	- 1,7
(1)+(2)-(3)+(4)	0	0	0

Sources : U.S. Bureau of Economic Analysis, Banque centrale européenne et State Administration of Foreign Exchange (Chine).

USA → on voit qu'ils ont eu un déficit de 2,6% du PIB, comment ce déficit a-t-il été financé ? Même le compte financier des USA est en déficit, ils ont eu un solde de compte courant en déficit mais aussi un solde de compte financier déficitaire.

La zone euro a pu financer le déficit des autres pays en leur prêtant, de même pour la Chine.

Etant donné que le compte financier de la zone euro et de la Chine sont positifs, cela veut dire qu'ils ont eu des flux nets sortants de capitaux en investissant dans les actifs financiers à l'étranger ou encore en prêtant aux autres pays. Si le compte financier est négatif, cela veut dire qu'il y a un flux net entrant.

Balance des paiements de la Turquie

en millions de dollars US

	2018 (**)	
Transactions courantes TC	CURRENT ACCOUNT	-27.252
	Exports	174.599
	Imports	216.412
	Balance on Goods	-41.813
	Services: Credit	48.637
	Services: Debit	23.066
	Balance on Goods and Services	-16.242
	Primary Income: Credit	6.132
	Primary Income: Debit	17.997
	Balance on Goods, Services and Primary Income	-28.107
	Secondary Income	855
Compte de capital CC	CAPITAL ACCOUNT	63
Compte financier CF	FINANCIAL ACCOUNT	2.229
	Direct Investment: Net acquisition of financial assets	3.637
	Direct Investment: Net incurrence of liabilities	13.044
	Portfolio Investment: Net acquisition of financial assets	3.147
	Portfolio Investment: Net incurrence of liabilities	32
	Equity Securities	-1.131
	Debt Securities	1.163
	Other Investment: Net acquisition of financial assets	9.771
	Central Bank	0
	General Government	110
	Banks	7.318
	Other Sectors	2.343
	Other Investment: Net incurrence of liabilities	1.250
	Central Bank	4.366
	General Government	-821
	Banks	-12.496
	Other Sectors	10.201
	Current, Capital and Financial Accounts	-29.418
	NET ERRORS AND OMISSIONS	19.041
	GENERAL BALANCE	10.377
	RESERVE ASSETS	-10.377
	Official Reserves	-10.377
	Credit and loans with the IMF	0
	Exceptional Financing	0

TC+CC = -27,189 = CFN
 CFN-FF (excluant les AR) =
 -29,418 = BG (balance
 globale)
 BG – AR = -19,041

BG – AR + EO = 0

Source : Banque Centrale
de Turquie

43

27 milliards de déficit, d'où venait-il ? à la fois du solde des échanges en B/S (la Turquie a un déficit commercial de 41 milliards de dollars) mais aussi un déficit des transferts courants, des revenus primaires et secondaires. Ce déficit de compte courant de la Turquie de 27 milliards de dollars vient à la fois de son déficit commercial mais aussi de son déficit des transferts courants.

La balance globale de la Turquie sera la capacité de financement de la Turquie - le solde financier hors avoirs de réserve.

B. Mobilité des capitaux et déséquilibres courants

Nous allons voir si les déséquilibres courants sont liés à la mobilité des capitaux.

cf échange intra temporel, dès qu'on autorise les échanges commerciaux le pays peut consommer un niveau plus élevé de biens. En période 1, sans ouverture financière, la consommation sera plus faible qu'en période 2, si le pays est ouvert financièrement car en période 2, on peut emprunter afin de financer la hausse de la consommation. Sans avoir la possibilité de financement, la consommation reste faible. L'intégration, l'ouverture financière nous permet de glisser la consommation afin d'augmenter notre bien-être.

- La mobilité des capitaux de facto

Quand on parle de déséquilibres dans les comptes courants, c'est un indicateur de mobilité des capitaux car les déséquilibres et les déficits commerciaux ne peuvent être assurés que si l'on a une mobilité de capitaux, c'est-à-dire une capacité de financement (la possibilité d'emprunter) assez élevée.

Dans une économie fermée financièrement, la balance commerciale doit toujours être en équilibre. Dès que l'on autorise l'ouverture financière, les flux internationaux en équilibre, la balance commerciale peut être en déséquilibre.

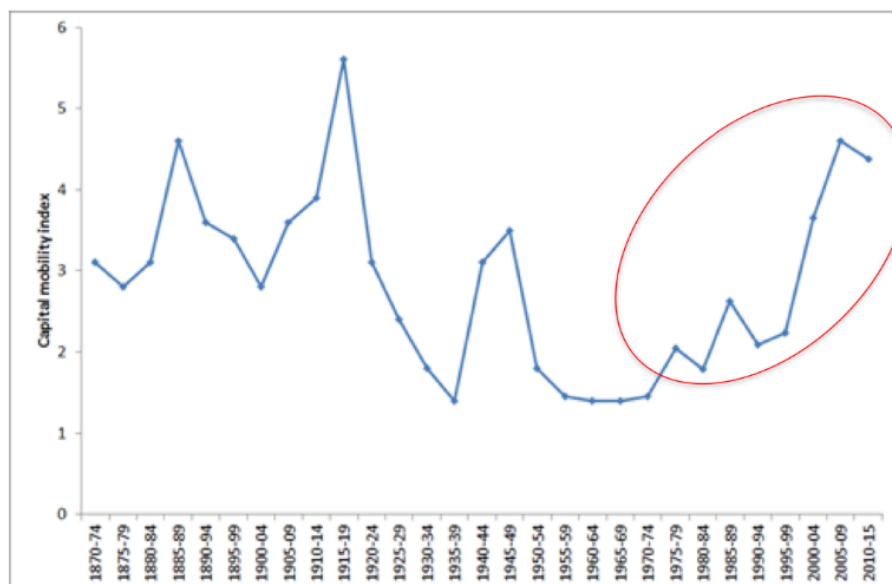
$$Mob = \sum_{i=1}^N \frac{|TC|}{PIB_i}$$

Pourquoi ne mesure-t-on pas directement la mobilité du capital ? Car c'est difficile de la mesurer précisément, on a toujours des estimations approximatives.

Plus cet indice de mobilité est élevé, plus il y a des déséquilibres positifs ou négatifs qui sont, en moyenne, plus importants en proportion avec la taille de l'économie.

Une mesure de la mobilité du capital, 1870-2015

Valeur absolue du compte courant en % du PIB, moyenne sur 11 pays, périodes de 5 ans*

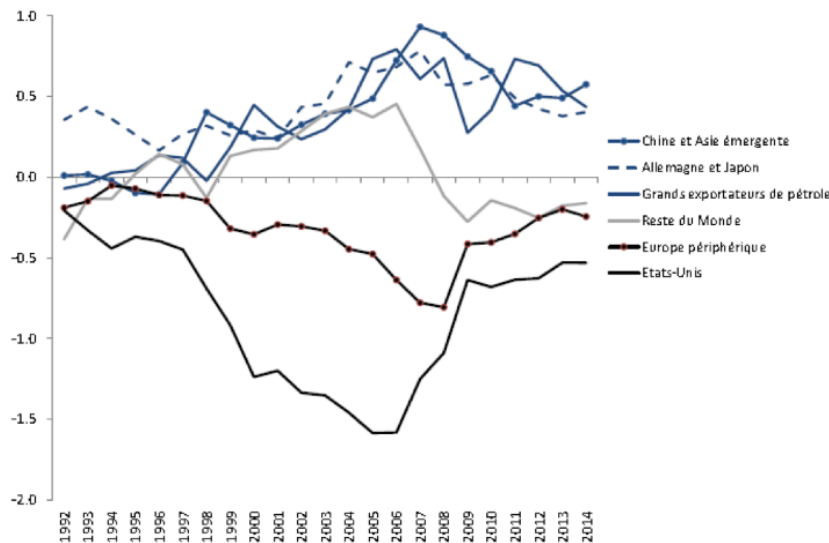


*Australia, Canada, Denmark, France, Germany, Italy, Japan, Norway, Sweden, UK USA.
Source: Taylor (1996), mise à jour par Bénassy-Quéré et al. (2017).

Si on mesure la mobilité du capital de cette façon, on voit que depuis la révolution industrielle, cette mobilité du capital a augmenté. On observe une grosse variation durant la première guerre mondiale, les pays ont eu des gros déficits dans leur compte courant.

Certains ont eu des gros surplus dans leur compte courant. Pendant la deuxième guerre mondiale, on a eu un déséquilibre assez important, la mobilité du capital était assez importante à cause du financement international de la guerre mais aussi à cause de la baisse du PIB. Depuis les années 1970, comme l'échange commercial a augmenté, on a une hausse des transactions courantes qui indique qu'il y a eu une forte mobilité du capital car les déficits commerciaux ne pouvaient pas être financés sauf s'il y a eu une mobilité du capital.

Les déséquilibres mondiaux (déséquilibres extérieurs courants en % du PIB mondial)



Source : Fonds monétaire international, *World Economic Outlook*, avril 2015.

Asie émergente : Hong Kong, Indonésie, Corée, Malaisie, Philippines, Singapour, Taiwan, Thaïlande. Europe périphérique : Bulgarie, Croatie, Rép. Tchèque, Estonie, Grèce, Hongrie, Irlande, Lettonie, Lituanie, Pologne, Portugal, Roumanie, Slovaquie, Espagne, Turquie, Royaume-Uni. Grands exportateurs de pétrole : Arabie saoudite, Russie, Iran, Emirats arabes unis, Norvège, Irak, Venezuela.

47

Les déséquilibres ont continué à augmenter jusqu'à la crise mondiale de 2008 pour quasiment tous les pays. La persistance de ces gros déséquilibres est souvent vue comme une source de vulnérabilité. On le voit jusqu'à la crise mondiale de 2008. Ces déséquilibres peuvent même avoir contribué à la crise de 2008. On s'aperçoit que ces déséquilibres extérieurs ne répondent pas toujours à des déterminants structurels des pays (exemple : USA ou Europe qui ont eu des gros déficits alors que l'Allemagne et le Japon qui ont aussi les même niveau de PIB/habitant ont eu des surplus) mais résultent souvent des distorsions de marché financiers (ex : conséquences des barrières aux mouvements de capitaux, des subventions aux entreprises, crise immobilière...).

Ces déséquilibres résultent de causes très variées entre les pays. C'est pour cela qu'après la crise asiatique de 1997, un certain nombre de pays émergents ont mis en place des stratégies d'accumulation de réserves officielles afin de faire face à un éventuel retournement des capitaux privés. Ces grands déséquilibres sont une source de vulnérabilité, s'il y a un choc ou perturbation sur les marchés de capitaux, ils connaîtront des problèmes de vulnérabilité, d'instabilité macroéconomique comme ils l'ont vécu lors de la crise asiatique de 1997.

Cf paradoxe de Lucas : pourquoi ne voit-on pas de plus en plus de capital qui va des pays avancés vers les pays en développement ? Ces grands déséquilibres que l'on voit au niveau des déséquilibres extérieurs des pays introduisent des sources de vulnérabilité, c'est pourquoi les pays sont très prudents à ouvrir leurs économies financièrement de manière très intensive, les pays préfèrent avoir une ouverture financière plus graduée.

Comment les déséquilibres s'accumulent ? ils s'accumulent au cours du temps (cf cas des USA)

Cette question renvoie à de très grandes variations de la position extérieure nette des différents pays.

La position extérieure nette (PEN) est la différence entre actif brut (A) et le passif brut (L) vis-à-vis du reste du monde.

$$PEN = A - L$$

Les actifs financiers sont libellés en monnaie nationale (ici en euros); il faut tenir compte du taux d'intérêt appliqué sur les actifs et sur le passif.

A et L libellés en €; i_A et i_L leurs taux d'intérêts respectifs

La PEN s'accumule:

$$PEN_t = A_{t-1}(1+i_A) - L_{t-1}(1+i_L) + BC_t$$

PEN tient aussi compte de la balance commerciale. Les surplus/déficits de la balance commerciale vont changer la position extérieure nette.

Tout changement dans les taux d'intérêt, des actifs ou du passif, peut engendrer des grosses variations dans la PEN. Non seulement le changement du taux d'intérêt mais aussi du taux de change.

Exemple :

Une entreprise française détient 50 actions ($a = 50$) d'une entreprise américaine. Le prix d'une action est de 4 dollars. On suppose que le TDC est : 1 euro = 2 dollars.

Pour calculer l'actif : $A = \text{Prix} \times \text{TDC} = 50 \times 4 \times \frac{1}{2} = 100$ euros.

Passif : 150 obligations du trésor détenues par les étrangers, on suppose que le prix est de 1 euro.

Pour calculer le passif : $150 \times 1 = 150$ euros.

La PEN sera : $A - P$ donc $100 - 150 =$ déficit de 50 euros.

Si on suppose que l'euro se déprécie par rapport au dollar, par exemple, le taux de change sera de : 1 euro = 1 dollar.

Actifs = $50 \times 4 \times 1 = 200$

Passif : $150 \times 1 = 150$

PEN (n°2) = $200 - 150 =$ surplus de 50.

- Si A est libellé en monnaie étrangère, placé en \$ et E_t : taux de change euro-dollar à la fin de l'année t

A_{t-1} : valeur en € de l'actif en \$

E_t : nombre de \$ par €

$A_{t-1} \text{ €} \rightarrow E_{t-1} A_{t-1} \text{ \$ en } t-1 \rightarrow E_{t-1} A_{t-1} (1+i_A) \text{ \$ en } t$

$\rightarrow \frac{E_{t-1} A_{t-1} (1+i_A)}{E_t} \text{ € en } t$

- La PEN s'accumule:

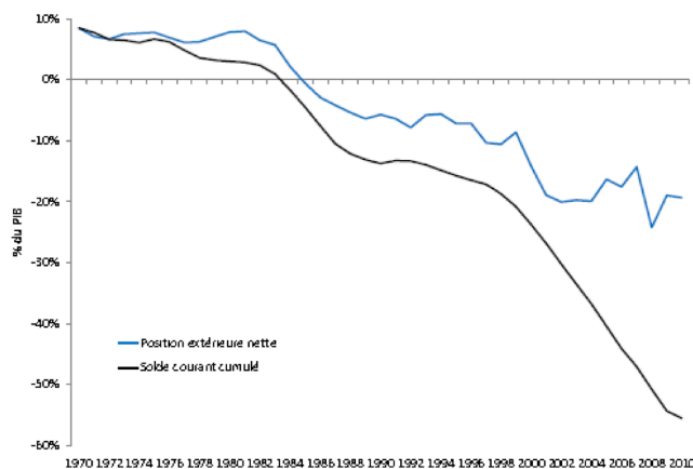
$$PEN_t = A_{t-1}(1+i_A) \frac{E_{t-1}}{E_t} - L_{t-1}(1+i_L) + BC_t$$

49

Au cours du temps, la PEN s'accumule car il y a toujours un changement, soit dans le taux d'intérêt, soit dans le TDC.

Soldes courants cumulés et position extérieure nette

Le cas des États-Unis, 1970-2010

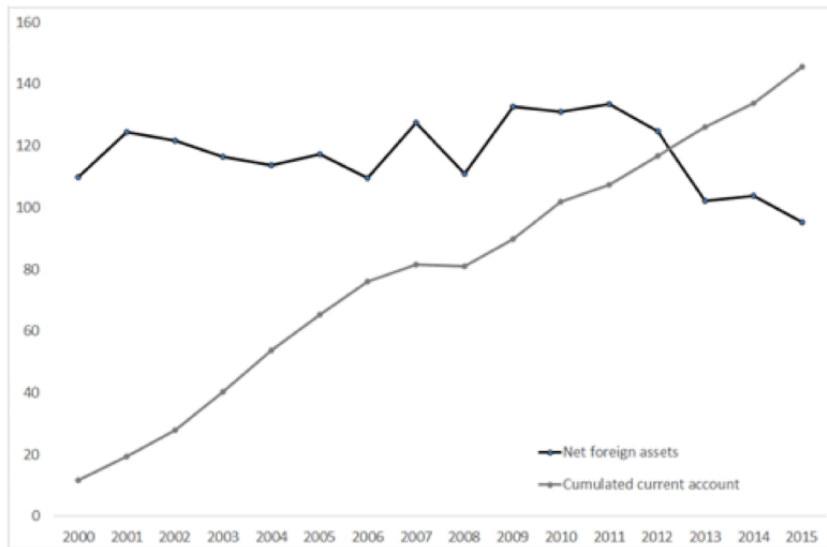


Source : Gourinchas et Rey (2013).

Importance de différence entre i_A et i_L et de l'évolution de E

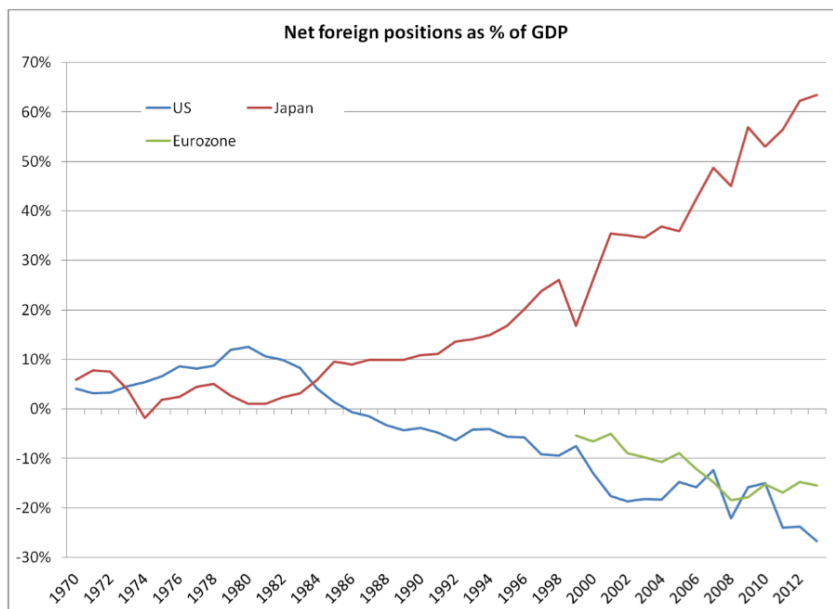
On voit que pendant les années 1970 jusqu'aux années 1980, le compte courant américain était en surplus, la PEN aussi. Dès que le compte courant américain est devenu déficitaire, la PEN s'est aussi détériorée, on voit une corrélation entre les soldes de compte courant et la PEN des USA.

Position extérieure nette et solde courant cumulé de la Suisse 2000-2015 (% du PIB)



Sources : Banque Nationale Suisse, OECD.

Même si le solde de compte courant suisse a continué positivement, cela n'a pas changé la PEN. On ne voit pas une corrélation entre les deux indicateurs. Pourquoi ? alors que la PEN dépend aussi de la balance commerciale (compte courant). Car durant ces 15 ans, il y a toujours eu une dépréciation du taux de change mais aussi une accumulation des obligations (passif) plus forte que l'accumulation des actifs, pour la Suisse.



Source: Lane et Milesi-Ferretti.

Japon : la PEN a continué à augmenter et à s'améliorer depuis la fin des années 90. Une explication → le marché boursier japonais a perdu les ¾ de sa valeur dans les années 1990, les détenteurs

américains et européens qui détenaient des actions japonaises ont vu la valeur de leur créance sur le Japon, s'effondrer alors que la richesse extérieure nette du Japon a augmenté car il détenait des actifs financiers aux USA et en Europe qui ont vu leur valeur augmenter.

Bilan de ces graphiques : pour détenir le changement dans la PEN d'un pays, il ne faut pas prendre en compte seulement le solde de la balance du compte courant mais aussi la variation du TDC et la valeur des actifs/passifs pour un pays donné.

C. Balance des paiements et équilibre macroéconomique

Attention Très Important !

Economie fermée

$$Y = C + I + G \rightarrow (Y - T - C - I) + (T - G) = 0$$
$$\rightarrow (S - I) + (T - G) = 0$$

Economie ouverte

$$Y + M = C + I + G + X \rightarrow Y = C + I + G + (X - M)$$
$$\rightarrow (Y - C - I - G) = (X - M)$$
$$\rightarrow (Y - T - C - I) + (T - G) = (X - M)$$
$$\rightarrow (S - I) + (T - G) = (X - M)$$

Le déficit budgétaire d'un pays dans une économie fermée est financé par l'épargne des ménages dans ce pays. Dans une économie ouverte, ce n'est pas seulement l'épargne privée mais aussi la balance commerciale qui est importante à prendre en compte.