

Les Crises de Balance des Paiements

Cédric Tille

*Institut des Hautes Etudes Internationales et du Développement,
et Center for Economic Policy Research (CEPR)*

Journée Iconomix, 14 Novembre 2012

Structure

- Les composantes de la balance des paiements.
 - Compte courant et compte financier.
 - Interprétation statique et dynamique.
 - Flux et stocks.

- Défis actuels.
 - Types de crises: les trois générations de modèles.
 - Déséquilibres globaux.
 - Le cas de la zone euro.

- Comment gérer les crises?

Composantes: le compte courant

- La balance des paiements reflète les flux entre un pays et le reste du monde.
- Compte courant: comment un pays gagne (et dépense) de l'argent à l'étranger.

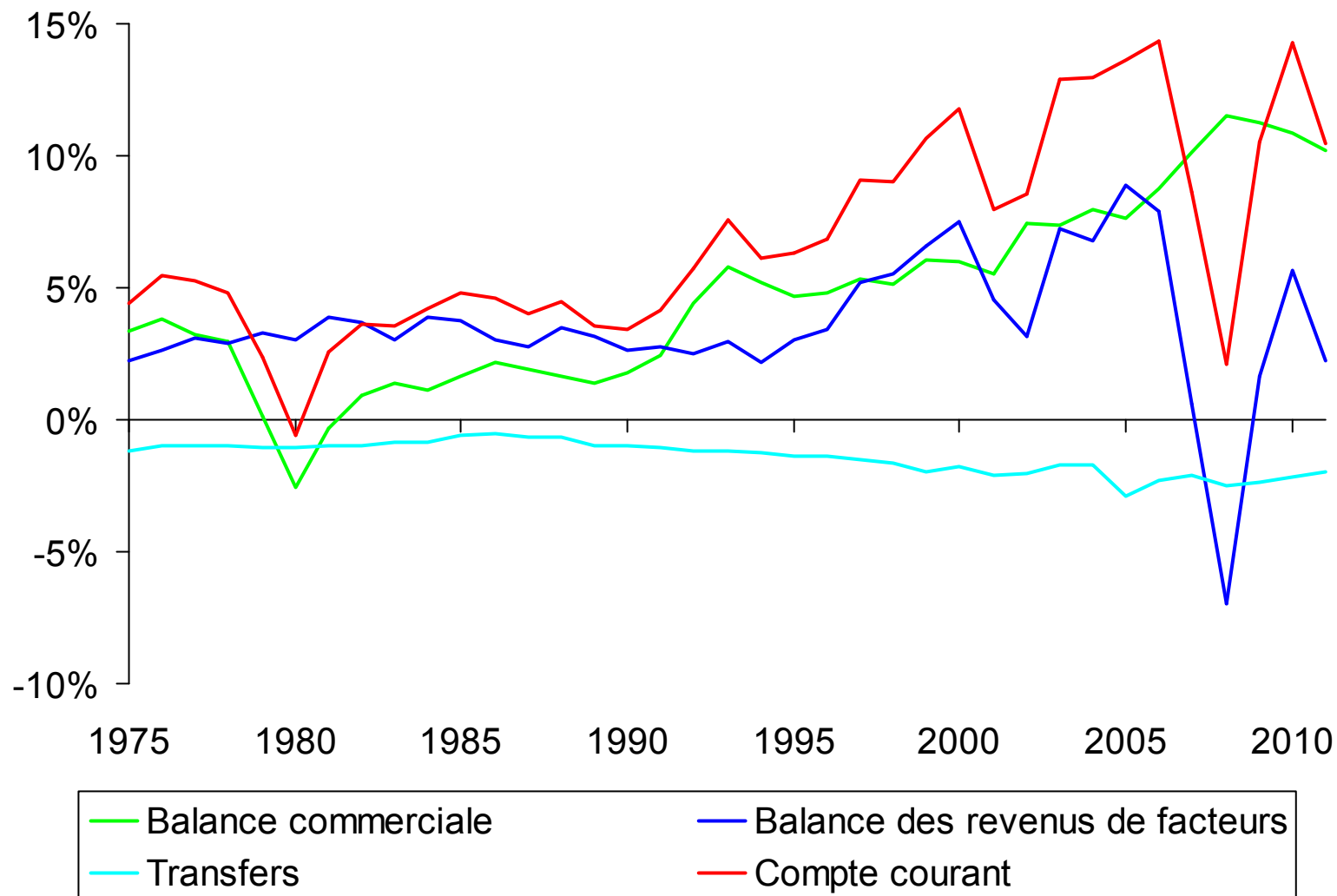
Compte courant =

Balance commerciale (exports – imports)

+ Balance des revenus de facteurs (intérêts et dividendes reçus – payés, revenus du travail)

+ Transfers

Compte courant suisse (% PIB)



Source: BNS

Composantes: le compte financier

- Compte financier: cash flow lié au compte courant, et flux d'investissement.
 - Solde compte courant = solde compte financier.
- Flux financiers nets: achats d'avoirs à l'étranger par des investisseurs résidents (flux sortants) – achats d'avoir domestiques par des investisseurs étrangers (flux entrants).

Compte financier (flux nets) =

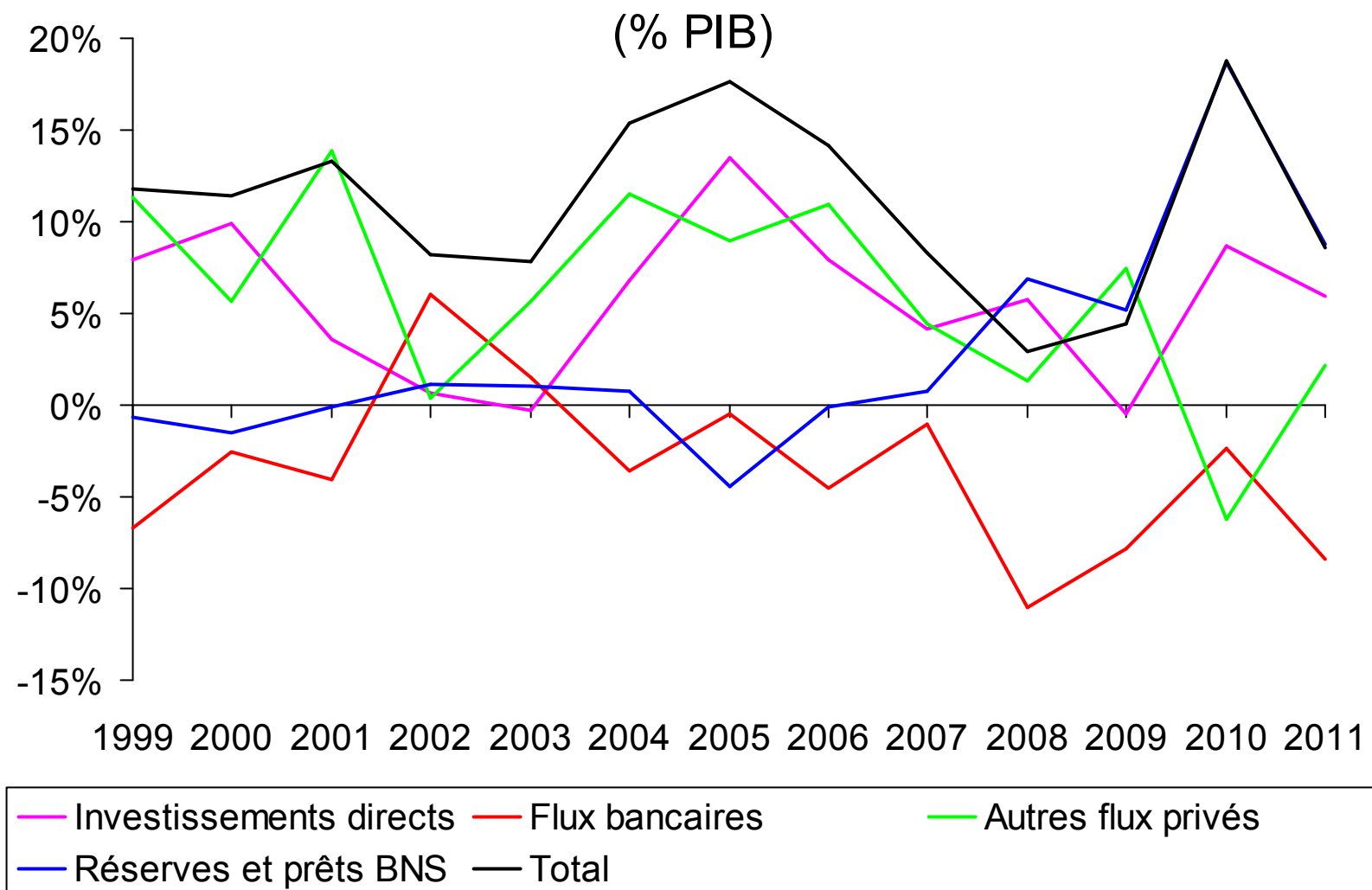
Flux d'investissement direct (multinationales)

+ Flux de portefeuille (actions, obligations)

+ Flux bancaires

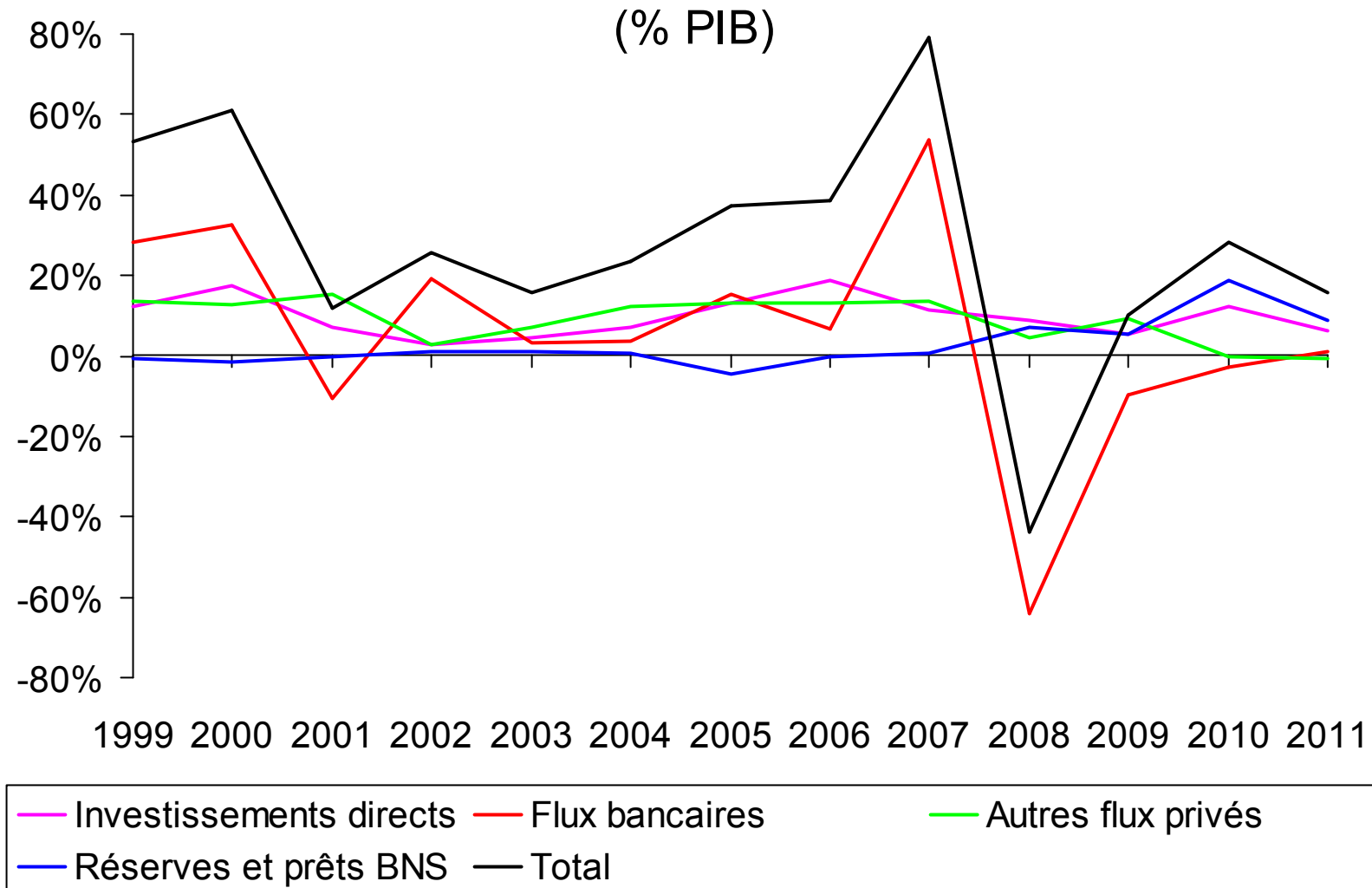
+ Accumulation de réserves de change

Compte financier suisse: flux sortants nets



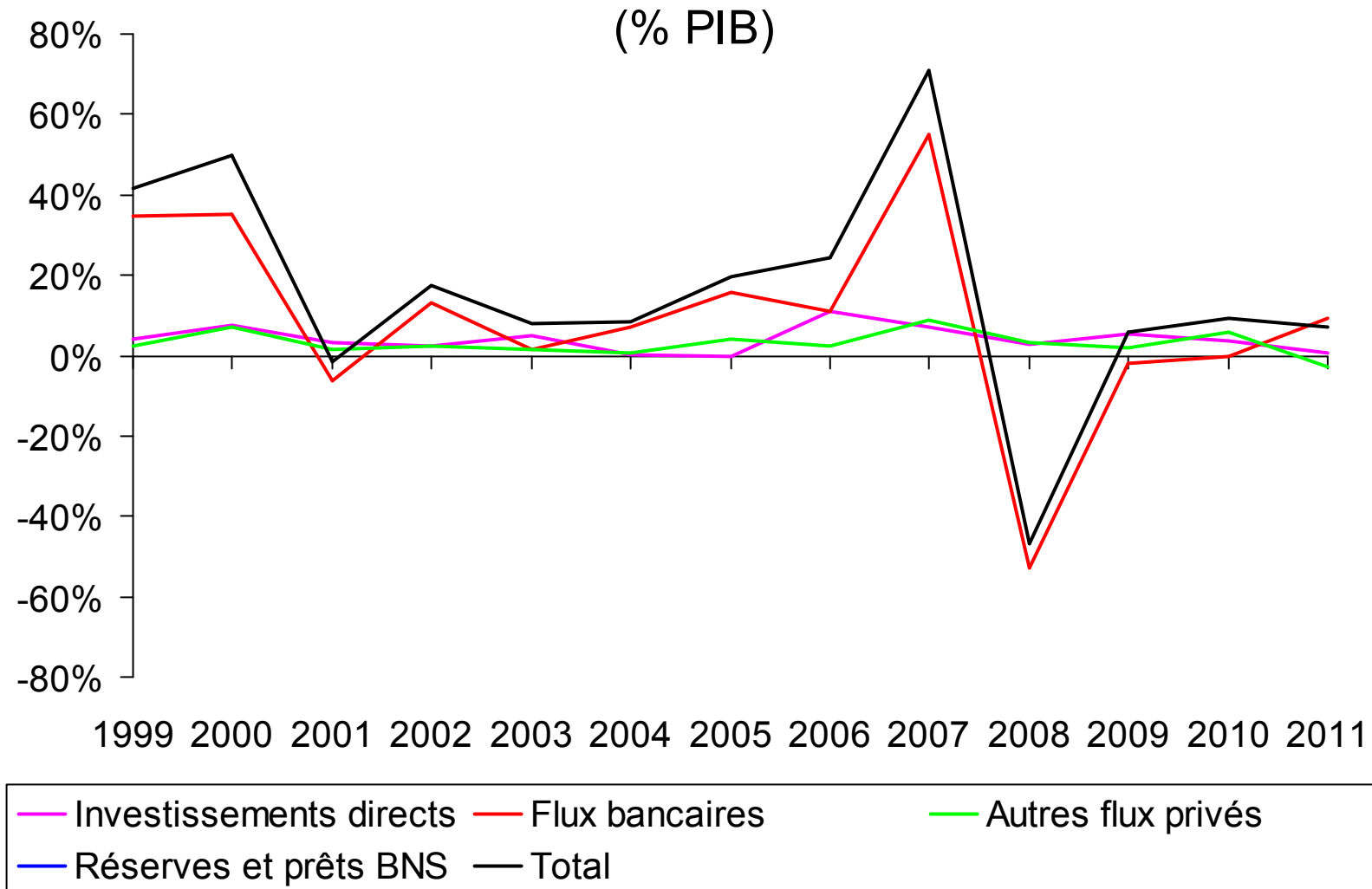
Source: BNS

Compte financier suisse: flux sortants



Source: BNS

Compte financier suisse: flux entrants



Source: BNS

Interprétation statique

- Les exports et imports reflètent deux aspects:
 - Différence de croissance: un pays en croissance importe.
 - Compétitivité: une monnaie forte renchérit les exportations.
- Etudes montrent un impact limité du taux de change (sauf mouvements soudains).
 - Impact nettement plus élevé de la différence de croissance.

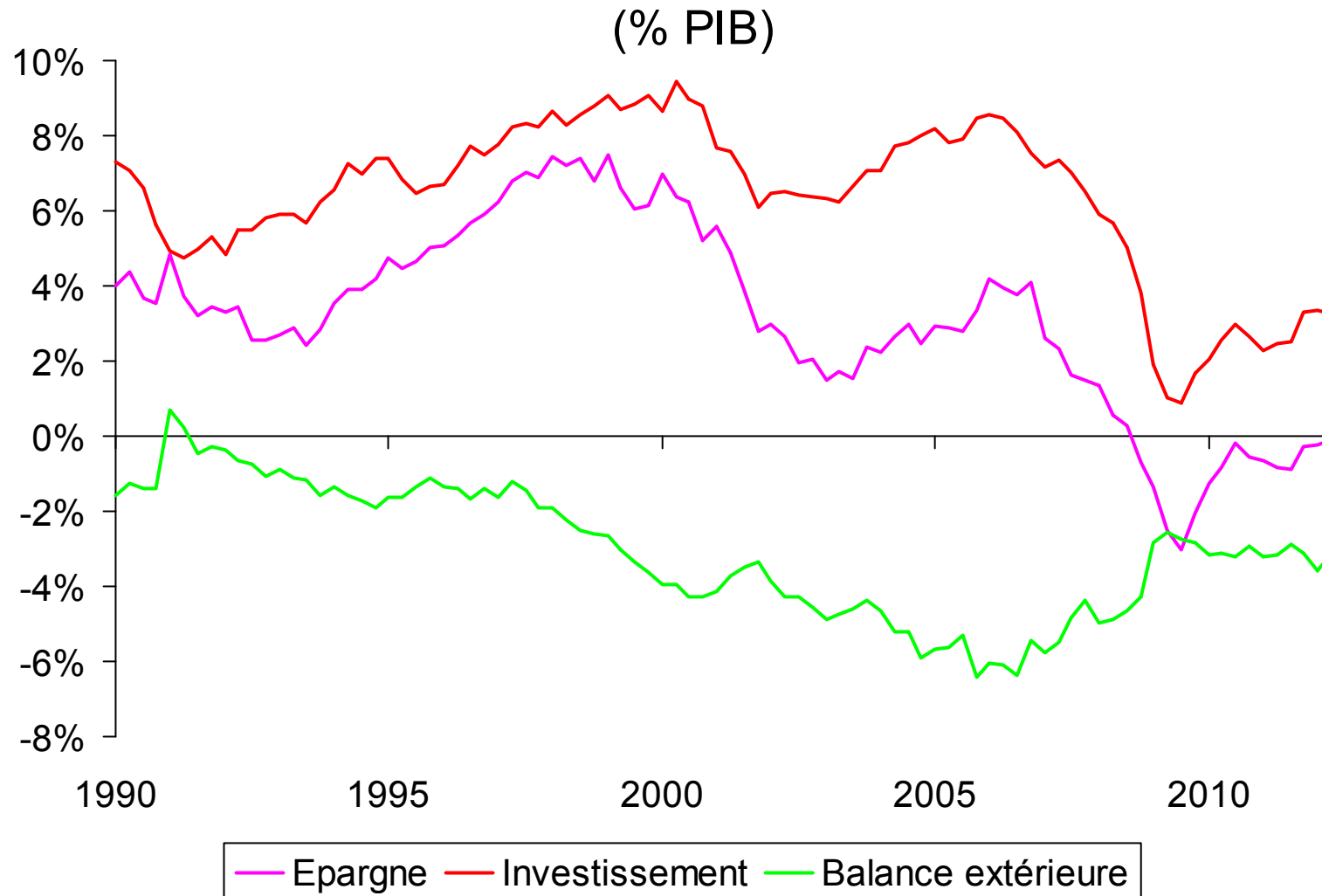
Interprétation dynamique

- Un peu de comptabilité nationale:
$$\text{PIB} = \text{consommation (publique et privée)} + \text{investissement} + \text{excédent commercial}$$

$$\text{Épargne} = \text{PIB (revenu)} - \text{consommation}$$

→ Excédent commercial = épargne - investissement
- Un pays qui épargne beaucoup (Chine), ou investit peu, place son excédent d'épargne à l'étranger.
 - Accumulation d'actifs par un excédent commercial.
- Le taux de change a un impact modéré sur les décisions d'épargne / investissement.

Epargne et investissement aux USA

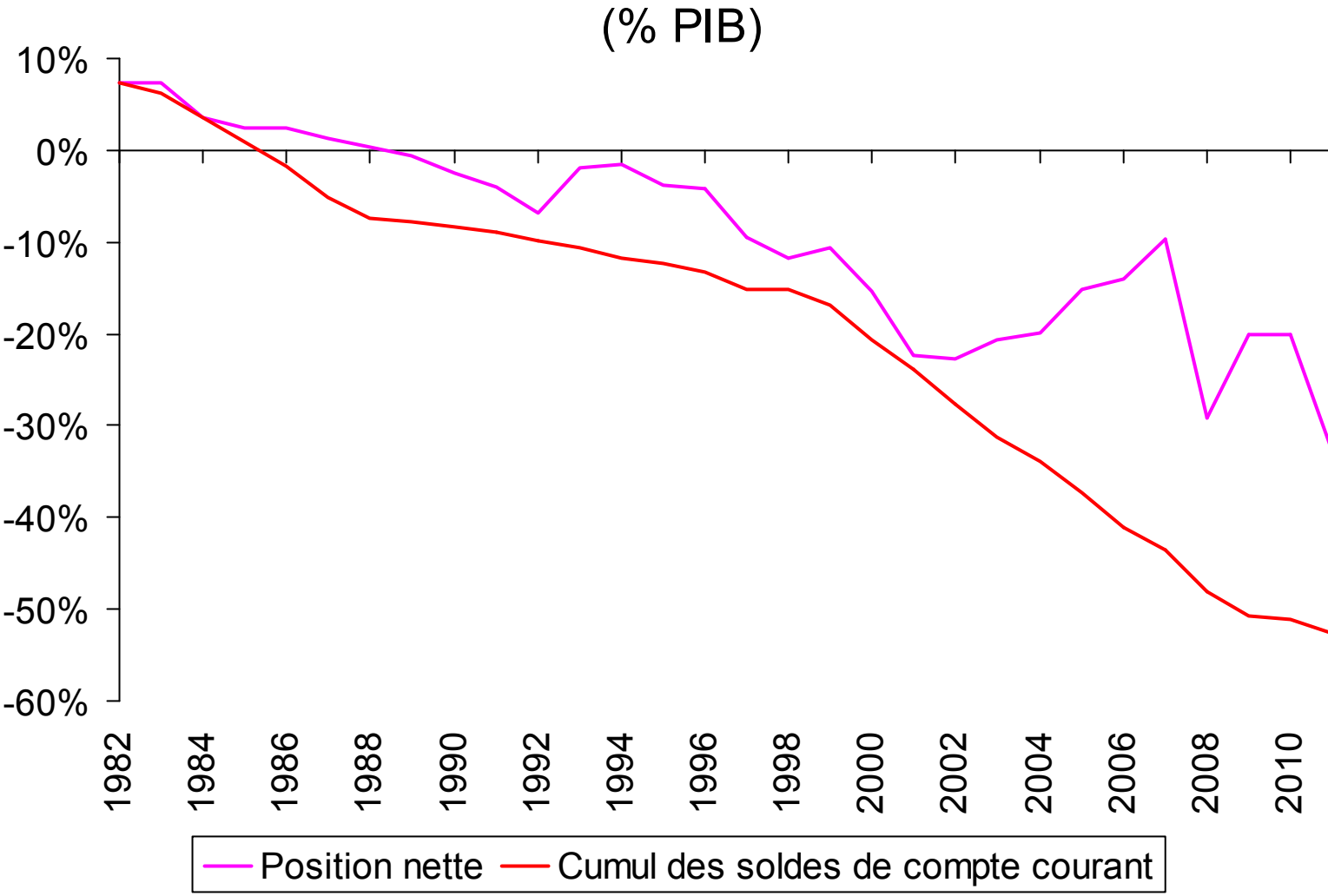


Source: Bureau of Economic Analysis (BEA)

Flux et stocks

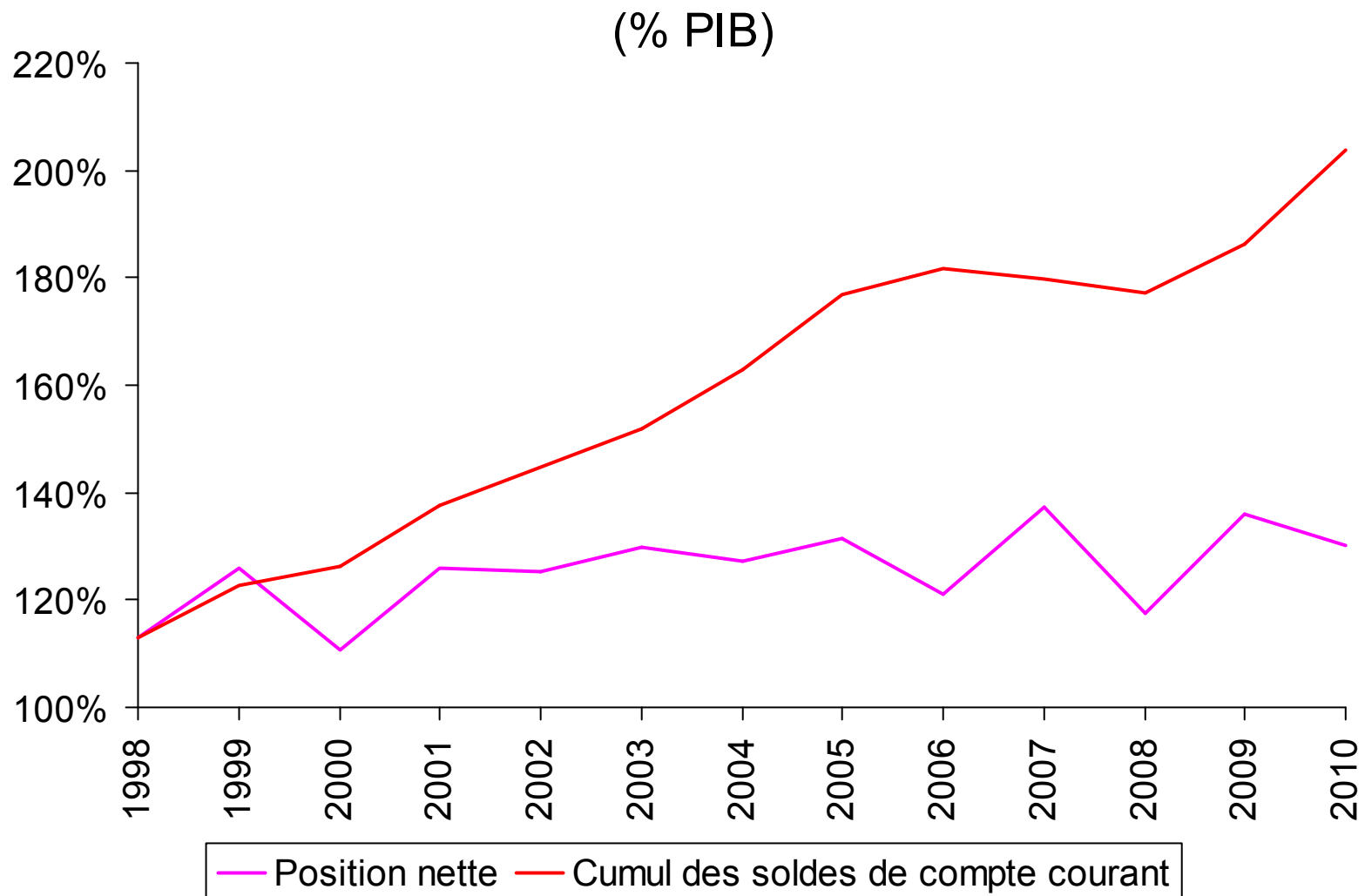
- Une balance courante déficitaire peut être source de problèmes.
 - Le pays s'endette de plus en plus, et sa solvabilité peut être mise en doute.
- La solvabilité est une notion de stock (niveau de la dette) et non pas de flux (accumulation de dette).
- Un pays qui gagne un rendement plus élevé sur ses actifs qu'il ne paie sur ses passifs peut s'endetter («privilège exorbitant» des USA).
 - Fort impact des fluctuations de change sur la valeur des avoirs internationaux, surtout depuis la globalisation (effet de levier).

Stocks et flux: USA



Source: BEA

Stocks et flux: Suisse



Source: BNS

Crises de balance de paiements

- Crises fréquentes de balance des paiements, surtout dans les pays émergents.
 - Perte de confiance des investisseurs.
 - Forte dépréciation de la monnaie, réduction du déficit commercial par une forte récession domestique.
- Cadre théorique: l'impossible trilogie en économie internationale.
 - 3 objectifs: taux de change stable + politique économique répondant à la conjoncture domestique + mobilité du capital.
 - Seuls 2 objectifs peuvent être atteints.

La 1^{ère} génération de modèles

- Ce qui ne peut pas durer ne dure pas...
 - ...et la chute est brutale.
- Une banque centrale garde la masse monétaire stable (passif du bilan) pour fixer le taux de change...
 - ...mais finance le déficit budgétaire en achetant la dette publique.
- Accumule de la dette publique à l'actif, vend des réserves de change pour maintenir la taille du bilan.
- Les réserves de change finissent par être épuisées, et la banque laisse flotter le change.
 - L'assèchement des réserves se fait brutalement, et est parfaitement prévisible.

La 2^{ème} génération de modèles

- Rôle du sentiment des marchés. Un pays fixe son taux de change.
 - Equilibre 1: les marchés lui font confiance, le taux d'intérêt est raisonnable, et tout va bien.
 - Equilibre 2: les marchés sont nerveux, le pays fait face à un taux d'intérêt élevé, il laisse flotter le taux de change pour éviter la récession.
- Possible si les fondamentaux sont mauvais, sans être catastrophique (vulnérabilité plutôt que fatalité).
- Similaire aux paniques bancaires.
 - Besoin d'un prêteur de dernier recours (actions récentes de la BCE).

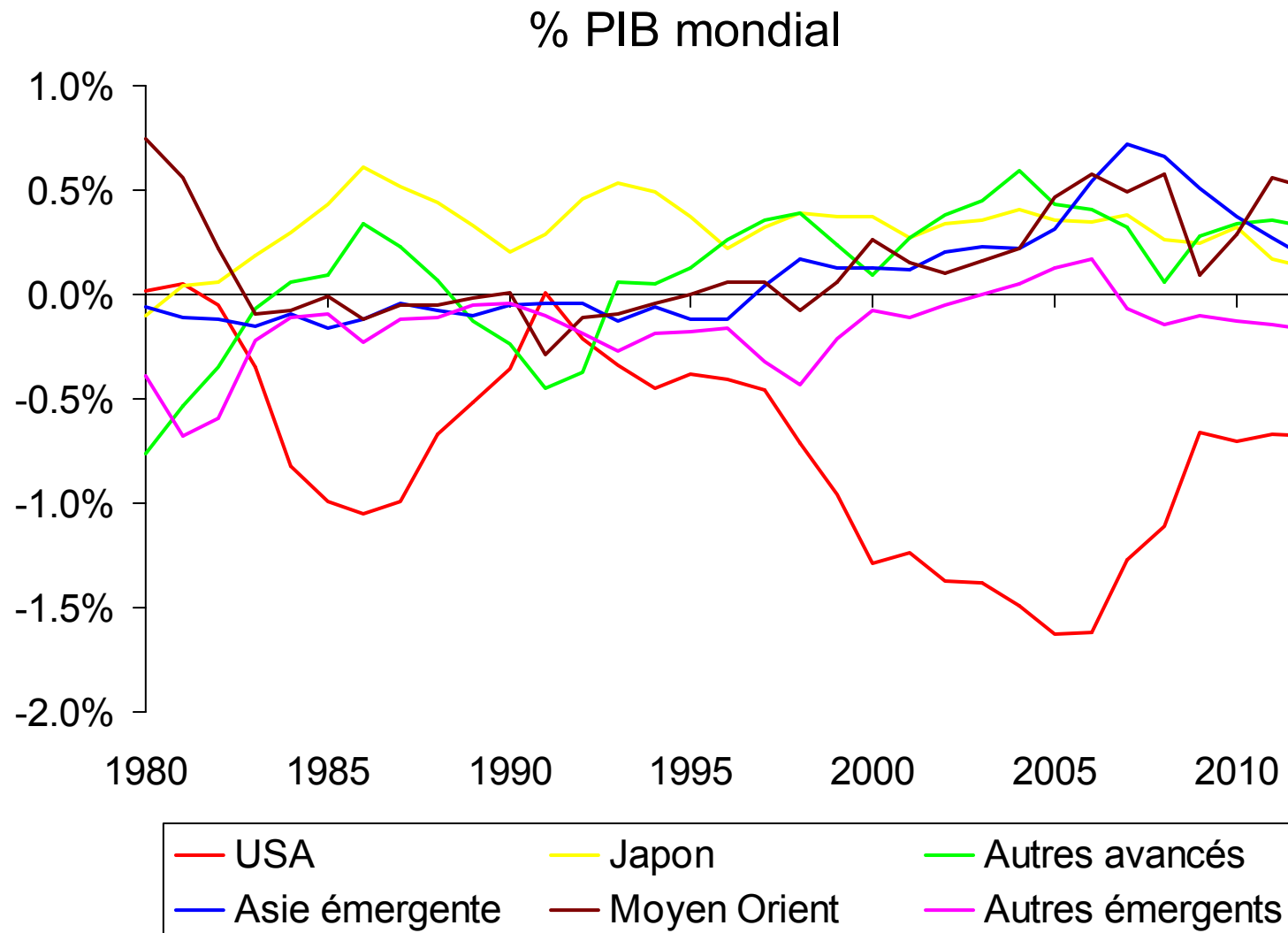
La 3^{ème} génération de modèles

- Crises des années 1990 (Amérique latine, Asie) dans des pays aux fondamentaux sains.
- Accent sur les intermédiaires financiers.
 - Banques empruntant en dollar pour investir en monnaie locale.
 - (apparemment) sans risque: taux de change fixe.
 - Booms d'investissement étranger, suivi de d'arrêt ("sudden stop").
- Dépréciation de la monnaie et faillite du secteur financier.
 - Comme une panique bancaire, mais sans garantie de dépôts / placements internationale.
 - Parallèle avec 1^{ère} génération: le coût de la crise bancaire plombe les finances publiques.

Déséquilibres globaux

- Forte divergence des soldes de balance des paiements dans les années 2000.
 - Pays avec des déficits soutenus (USA) et d'autres avec des excédents soutenus (Asie émergente).
 - Ré-équilibrage partiel avec la crise, sans doute temporaire.
- Faut-il s'en préoccuper?
 - Fort désir d'épargne dans les pays émergents.
 - Demande d'actifs liquides et « sûrs », que seul certains pays offrent.
 - Auto-assurance inefficente.

Soldes des balances des paiements

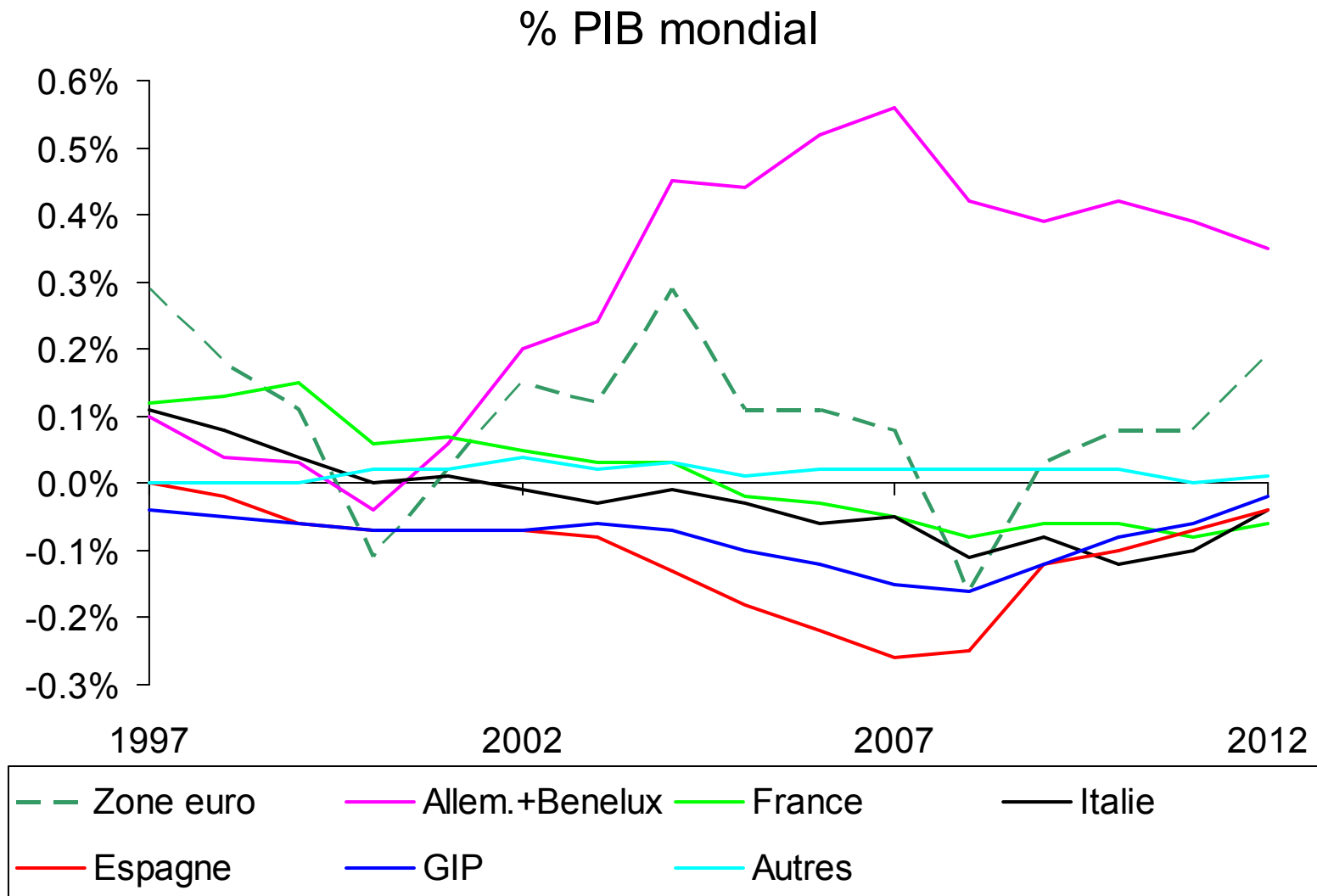


Source: FMI

Le cas de la zone euro

- La création de l'euro ôté le risque de change et rendu les pays périphériques plus intéressants pour les investisseurs.
 - Mécanisme similaire aux politiques de fixation du taux de change dans les pays émergents, comme moyen de lutter contre l'inflation.
 - Influx de capitaux, boom domestique, perte de compétitivité.
- “Sudden stop” des fonds privés durant la crise.
 - Contraction des balances de paiements.
 - Substitution des fonds publics: FMI, EU, Target2.

Soldes des balances des paiements



Source: FMI

Comment répondre aux crises?

- Interventions régulières du FMI.
 - Prêts à court terme pour compenser la fuite des capitaux privés.
 - Assortis de conditions pour remédier à des problèmes structurels (exple: finances publiques).
- Efforts de prévention.
 - Suivi de la conjoncture et des politiques économiques (rapports annuels du FMI).
 - Mise en place de lignes de crédit pré-approuvées (risque de donner un mauvais signal).
 - Mise en place de lignes de crédits entre banques centrales pour diminuer le besoin d'auto-assurance (lignes utilisées entre la Fed et les Européens).

Limites

- Le FMI ne peut que persuader.
 - Peu de pays écoutent tant que la crise n'est pas là.
 - Les pays créanciers écoutent encore moins.
- Réticence envers la mise en place de lignes de crédit entre banques centrales.
 - Éviter de se lier les mains et d'être en conflit avec le mandat de stabilité des prix.
- Efforts dans des forae plus larges (G20), mais difficile d'atteindre un consensus.
- Possibilité d'efforts nationaux ou régionaux.
 - Éviter que le secteur financier ne s'endette trop à court terme et en monnaies étrangères.

Le cas européen

- La crise de la zone euro est intra-européenne.
- Mise en place de mécanisme de compensation pour remplacer le taux de change.
 - Etats-Unis: finances du gouvernement fédéral.
 - Limité en Europe. Efforts budgétaires plus axés sur la limite de l'endettement que le ré-équilibrage entre pays.
- Mise en place d'une union bancaire avec 1) assurance des dépôts 2) fonds de recapitalisation 3) supervision.
 - Progrès seulement sur la supervision.
- Efforts de la BCE limitant les crises "auto-réalisatrices".
 - Plafonnement des taux pour les pays faisant des efforts.

En résumé

- Composantes de la balance des paiements, et angles de lecture.
 - Statique / dynamique; flux / stocks.
- Modèles de crises.
 - Fondamentaux non-soutenables.
 - Vulnérabilité aux sentiments des marchés.
 - Exposition des intermédiaires financiers.
- Gestion par les institutions multilatérales, mais besoin de prévention.
 - Cas de la zone euro.

Éléments supplémentaires

La 1^{ère} génération de modèles

- Pourquoi l'assèchement des réserves se fait-il soudainement?
- Tant que le taux de change reste fixe, le taux d'intérêt domestique correspond au taux mondial.
- Une fois que le taux de change flotte, et que la monnaie se déprécie année après année, le taux d'intérêt augmente.
 - Ceci conduit à un "saut" vers le bas de la demande des investisseurs pour la monnaie locale.
 - Il s'agit de la demande de monnaie *réelle*:
masse monétaire / taux de change

Baisse de la monnaie réelle

- La réduction de la masse monétaire réelle pourrait se faire par un “saut” de dépréciation du taux de change.
 - Mais sachant cela aucun investisseur ne détiendra la monnaie juste avant le saut, car il subirait une forte perte.
- La réduction doit donc se faire par un “saut” de la masse monétaire elle même (passif du bilan de la banque centrale).
 - “Saut” similaire à l’actif du bilan par un assèchement soudain des réserves de change.

Financement par le biais de Target 2

Soldes Target 2 (mias euros)

