

# La balance des capitaux

Par Charbel Nahas \*

## Définition

La "balance des paiements" est un système statistique composé de deux groupes de comptes principaux : le compte des opérations courantes (voir l'édition de mars du *Commerce du Levant*) et les comptes de capital et de financement.

Pour rappel, la balance courante mesure le solde de toutes les opérations portant sur des valeurs économiques que les résidents d'un pays (gouvernement, ménages, entreprises, etc.) réalisent avec le reste du monde durant une année ainsi que les transferts sans contrepartie.

Le **compte de capital** ne couvre pas, comme son appellation pourrait le suggérer, les "mouvements de capitaux". Il concerne les transactions sans contrepartie financière et portant sur des biens d'investissement (par opposition aux transactions sur les actifs financiers ou sur les biens et services utilisables dans la consommation, comme dans les transferts sans contrepartie). Il comprend les transferts de capitaux (c'est-à-dire essentiellement les dons d'équipements, les remises de dettes mais aussi les modifications de la nature, résidente ou non des patrimoines, suite aux migrations de leurs détenteurs) et les transactions sur les actifs non financiers et non produits (cessions de licences, etc.). Il porte généralement sur des montants très réduits. Le solde de la balance courante est exactement et nécessairement compensé par celui du compte de capital et du compte financier, résumés par l'appellation **balance des capitaux**. Car toute transaction

"économique" a une contrepartie "financière" ou "en capital" (les transactions sans contrepartie ayant été inventoriées à part) et car les comptes de la balance des paiements sont estimés ex-post : tout déficit économique a déjà nécessairement été couvert (et tout excédent remplacé) sinon les transactions n'auraient pas pu avoir lieu. Cette identité comptable doit toujours être gardée à l'esprit.

Le **compte financier**, bien plus important par son ampleur que le compte de capital, comporte les flux nets (ou les variations nettes) relatifs à toutes les formes de titres financiers, c'est-à-dire donnant des droits certains ou incertains sur des actifs ou des revenus entre l'économie concernée et le reste du monde.

Il comprend les quatre postes suivants :

- Les **investissements directs** recouvrent les transactions qui visent à obtenir un contrôle de l'activité dans laquelle l'investissement est réalisé ou celles qui concernent une entité contrôlée par l'investisseur (filiales). L'investissement peut prendre la forme de participations, de prêts, de réinvestissement de profits, etc. On inclut aussi dans cette catégorie l'achat de terrains par les non-résidents. On considère, par convention, qu'il y a contrôle dès lors que 10 % des droits de décision sont détenus par l'investisseur.

- Les **investissements de portefeuille** sont ceux qui n'ont pas pour but la prise de contrôle ou qui ne se passent pas dans ce cadre. Ils peuvent prendre la forme de titres de participation ou de créances.

- Les **autres investissements** représentent une catégorie résiduelle et recouvrent essentiellement les dépôts et les avances bancaires ainsi que les facilités commerciales.

- Les **modifications de réserves** concernent les mouvements affectant l'or monétaire et les devises étrangères détenues et effectivement mobilisables par la Banque centrale pour influencer le cours de change ou les autres postes de la balance des paiements.

Chacun des comptes mentionnés fait l'objet d'une estimation fondée sur la compilation des données statistiques : en débit, les transactions qui correspondent à un paiement de devises effectué par l'économie domestique et, en crédit, les transactions qui correspondent à un encaissement de devises effectué par l'économie domestique.

L'égalité globale n'est généralement pas atteinte de manière exacte. D'où un résidu – d'autant plus limité que la statistique est fiable – inscrit au poste des **erreurs et omissions nettes**.

Cette convention de signe s'applique aisément aux transactions regroupées dans les opérations courantes : en crédit, les exportations et, en débit, les importations... Les transactions financières sont plus complexes : un pays "reçoit des devises" quand il emprunte à l'étranger mais aussi quand l'étranger lui rembourse une créance antérieure ; il "perd des devises" quand il prête à l'étranger et quand il rembourse une dette antérieure. Aussi distingue-t-on dans chacun des comptes financiers les transactions portant sur les titres relevant de l'é-

conomie d'accueil et celles sur les titres du reste du monde et, pour chacune des deux catégories, les opérations en crédit et en débit.

En particulier, le signe des variations de réserves peut sembler déroutant : une variation négative correspond à une augmentation des réserves. En effet, les devises sont "employées" à l'augmentation des réserves comme elles le seraient pour payer des importations.

Parmi les quatre composantes du compte financier, les **modifications de réserves** occupent une place particulière. Elles constituent le principal instrument dont disposent les autorités économiques et monétaires pour corriger les déséquilibres des comptes extérieurs (mais aussi pour influencer le cours de change ou pour donner confiance aux créanciers extérieurs et domestiques, et modifier leurs comportements, etc.). C'est pour cette raison que l'on relève le solde cumulé du compte courant et du compte de capital et financier hors modifications des réserves. C'est ce solde que l'on appelle couramment **solde (global) de la balance des paiements**. Il exprime le besoin qu'ont eu les autorités monétaires d'intervenir au niveau de la balance des paiements. Un déficit très important et/ou chronique peut signaler une crise. Mais ce n'est là qu'un indicateur partiel qui est bien loin de refléter les relations économiques et financières d'un pays avec le reste du monde. →

# Comprendre la variable

**L'**identité de base entre le solde de la balance courante et le solde des comptes de capital et financier signifie que le solde des opérations courantes est compensé par la variation des actifs extérieurs nets. Un déficit correspond ainsi à la cession d'actifs domestiques à l'extérieur (titres de créance sur l'État ou sur les banques domestiques ou sur les entreprises, ou titres de propriété portant sur des terrains ou des entreprises, etc.) et à la cession d'actifs extérieurs (réserves de la Banque centrale, avoirs des banques commerciales, titres de créance et de placement à l'étranger, etc.). Cette diminution des actifs extérieurs nets (ce que le pays possède à l'extérieur moins ce que l'extérieur possède dans le pays) signifie que l'économie domestique devra, à l'avenir, verser à l'extérieur des revenus attachés aux actifs cédés (intérêts, dividendes, plus-values) [ou recevoir moins de l'extérieur] et devra, pour toutes les créances accumulées, supporter la charge de devoir éventuellement les

rembourser.

Les **comptes de capital et financier**, tout comme le compte des opérations courantes (dont il est symétrique), donnent donc une image synthétique des relations d'une économie avec l'extérieur. Mais sa structure en elle-même est extrêmement importante :

- Les investissements n'ont pas le même effet sur l'économie que les mouvements de capitaux financiers (dépôts bancaires et titres de créance). Et parmi les investissements, l'acquisition de titres fonciers (considérée d'ailleurs comme une opération de financement) est loin d'avoir, pour l'économie, les mêmes effets qu'un investissement dans une entreprise qui produit de la richesse et des emplois. Il faut clairement distinguer les deux significations du terme "investissement" : dans les comptes de la balance des paiements, il recouvre toutes les transactions financières, alors qu'en termes économiques, il ne s'applique qu'aux accroissements des capitaux fixes impliqués dans la production. Ainsi, pour la balance

des paiements, l'achat d'un terrain ou des transactions de portefeuille (achats d'actions ou d'obligations) sont des investissements, alors qu'en termes économiques, ils n'ajoutent absolument rien au capital investi.

- La forme juridique des capitaux est importante : un investissement "productif" signifie un engagement long dont la rémunération est liée aux résultats de l'activité qu'il finance, surtout s'il s'agit d'activités contrôlées par l'investisseur ; en revanche, un placement financier, surtout s'il est court (c'est le cas en particulier des dépôts bancaires), exige une rémunération inconditionnelle et reste sujet à des retraits à brève échéance ; cela implique la nécessité d'attirer, en complément, des réserves pour faire face à cette volatilité et alourdit d'autant le coût effectif.

- L'étude de la balance des paiements est bien plus ancienne que celle de la comptabilité nationale. Elle remonte à l'époque des mercantilistes, avec Colbert comme emblème. Une idée simple prévalait : le pays devait dégager un

excédent commercial pour s'enrichir à travers l'accumulation de l'or. Cette vision est dépassée. Mais il reste que l'on doit se préoccuper de la soutenabilité de la balance des paiements à l'instar de celle de la dette publique. Il existe des similitudes entre les deux approches, notamment au niveau de la dualité des stocks et des flux : la dette publique, les capitaux volatils et l'endettement extérieur court sont des stocks ; le solde budgétaire et la balance courante sont des flux. Mais la tâche est encore plus difficile avec la balance des paiements, car la dette obéit à des maturités déterminées, alors que les flux de capitaux, avec le développement des marchés financiers, n'obéissent pas à des échéances prédéterminées, les obligations longues peuvent être vendues en un instant et, s'il n'y a pas acquéreur, l'effondrement de leur prix risque de déclencher un effet boule de neige. C'est pour cette raison que les comptes de la balance des paiements ont laissé tomber la distinction entre "court" et "long terme". ■

## Évolution de la variable au Liban

**L**es deux indicateurs dont on entend le plus parler au Liban sont la balance commerciale et la balance des paiements. Cette approche réductrice conduit à des confusions graves. Elle occulte, d'une part, l'état de la balance courante et, d'autre part, la place des transferts et la structure du compte financier. Pourtant, le caractère exceptionnel, voire aberrant, du compte des opérations courantes au Liban trouve son pendant au niveau des comptes de capital et financier.

Un certain nombre de **remarques techniques** sont nécessaires pour comprendre les enjeux des comptes de la balance des paiements au Liban.

1) **La qualité des données.** La Banque du Liban a démarré depuis quelques années un programme de collecte des données de la balance des paiements auprès des banques commerciales. Les mouvements de plus de 10 000 dollars sont reportés un à un suivant la nature économique de la transaction qu'ils recouvrent. Les résultats de ce travail de compilation sont attendus avec impatience et on espère que le poste des "erreurs et omissions" deviendra enfin un poste effectivement résiduel, alors qu'il tourne autour des trois milliards de dollars dans la balance libanaise officielle.

2) **La nature des réserves.** Ce que l'on appelle couramment "balance des paiements" au Liban

est calculé à reculons, comme la somme des variations des avoirs extérieurs nets de la Banque centrale et des banques commerciales. Or, la raison qui justifie que l'on s'arrête à l'étape du "solde de la balance des paiements", c'est-à-dire aux variations des réserves, implique que l'on n'y amalgame pas automatiquement, comme on le fait au Liban, les variations des réserves extérieures de la Banque centrale avec les variations des avoirs extérieurs nets des banques commerciales, car ces dernières ne constituent pas un facteur correctif d'un éventuel déséquilibre mais font partie intégrante du déséquilibre. De plus, si l'on regarde plus attentivement les facteurs d'évolu-

tion des réserves, la balance des paiements alloue une place distincte (en dessous de la ligne) aux "financements exceptionnels" : les arriérés, les aides internationales en soutien de la balance des paiements, etc. Or, depuis les dépôts arabes auprès de la Banque du Liban, les financements de Paris II et, aujourd'hui, les aides provenant de Paris III, ce poste des "financements exceptionnels" acquiert une importance croissante et nécessite une présentation adaptée des comptes de la balance des paiements.

3) **Le critère de résidence.** Une part considérable des capitaux entrants au Liban dans le cadre ➔

des "autres investissements" arrive dans des comptes bancaires catalogués comme appartenant à des Libanais considérés comme résidents. On est en droit de penser qu'une grande propor-

tion de ces capitaux proviennent d'activités situées en dehors du Liban et appartenant à des Libanais qui, en termes de "résidence économique", ne sont pas résidents au Liban. Le FMI, dans

ses dernières publications, opère une correction dans ce sens. L'amalgame des notions de résidence et de nationalité est à la source de différences profondes dans la lecture de l'économie

libanaise, de ses forces et de ses faiblesses et dans l'appréciation des politiques économiques et financières. □

(\*) Economiste. [www.charbelnahas.org](http://www.charbelnahas.org)

## Des statistiques particulièrement imprécises

Les données de la BDL sur la balance des paiements montre que :

- Le solde "global" exprimé à travers "la variation des avoirs extérieurs nets" est resté positif durant la période, sauf en 2001, où un déficit sérieux a été enregistré (période de tension sur le marché des changes) et, en 2003, où un excédent massif est apparu à la suite de la conférence de Paris II.

- Les investissements directs (essentiellement dans le foncier et l'immobilier) ont été révisés à la baisse en 1997, d'où leur chute brutale, pour augmenter ensuite progressivement.

- Le poste "dette publique externe" affiche des montants très importants, suggérant que les eurobonds émis sur les marchés internationaux ont été massivement souscrits par l'extérieur, ce qui n'est pas certain. De plus, les financements de Paris II (en 2003) ne sont pas repris en financements exceptionnels, en dessous de la ligne.

- Enfin le poste "autres capitaux + erreurs et omissions" amalgame les capitaux bancaires avec les omissions et représente, globalement, un poste déterminant dans la balance des paiements.

Le second tableau qui compare la balance des paiements pour 2002 et 2003 d'après les trois sources disponibles : le FMI, la BDL et la série des Comptes économiques du Liban publiée par le ministère de l'Économie et du Commerce appelle aussi quelques remarques. Les comptes des biens et services sont relativement homogènes. La variation relative (écart-type sur la moyenne des trois sources) est inférieure à 5 %. On ne retrouve pareille homogénéité qu'au niveau des réserves de la

Banque centrale (variation relative de moins de 4 %).

Tous les autres postes présentent des écarts considérables :

- La balance courante est fortement minorée dans la comptabilité nationale du fait du niveau particulièrement élevé des transferts

sans contrepartie et de l'estimation faible du déficit des revenus (essentiellement les intérêts).

- Dans le compte financier, les principaux écarts proviennent du fait que la BDL maintient un poste considérable d'erreurs et d'omissions, alors que le FMI

éclate ce poste et que la Comptabilité nationale le réduit au profit des transferts sans contrepartie.

On comprend qu'il soit difficile dans ces conditions de parler sérieusement de diagnostic et de politiques économiques.

### Données publiées par la Banque centrale

(millions de dollars)	1995	1997	1999	2001	2003
<b>Balance courante</b>	<b>-4 987</b>	<b>-5 685</b>	<b>-4 901</b>	<b>-5 393</b>	<b>-4 404</b>
<b>Comptes de capital et financier</b>	<b>4 844</b>	<b>6 208</b>	<b>5 161</b>	<b>4 220</b>	<b>7 788</b>
Investissements directs	2 933	1 712	740	1 450	1 506
Investissements de portefeuille	0	0	129	-479	-922
Dette publique externe	613	1 009	560	753	2 175
Amortissement dette publique externe	-103	-344	0	0	0
Capitaux courts non bancaires	450	488	2	-273	516
Autres capitaux + erreurs et omissions	951	3 343	3 730	2 769	4 513
<b>Variation avoirs extérieurs nets (en négatif)</b>	<b>-256</b>	<b>-420</b>	<b>-261</b>	<b>1 169</b>	<b>-3 386</b>
dont BDL	-591	-62	-1 350	1 486	-5 037
dont banques commerciales	335	-358	1 089	-317	1 651

### La balance des paiements pour 2002 et 2003 d'après les trois sources disponibles

(millions de dollars)	FMI		BDL		Comptabilité nationale		Variation relative*	
	2002	2003	2002	2003	2002	2003	2002	2003
<b>Balance courante</b>	<b>-2 890</b>	<b>-3 012</b>	<b>-4 353</b>	<b>-4 404</b>	<b>-1 855</b>	<b>-1 037</b>	<b>-34%</b>	<b>-49%</b>
Biens et services	-4 066	-4 240	-3 893	-4 006	-3 629	-4 167	-5%	-2%
Biens	-4 962	-5 223	-4 956	-5 221			-14%	-10%
Services	896	983	1 063	1 215			9%	11%
Revenus	-1 015	-1 232	-539	-665	-184	-214	-59%	-59%
Transferts	2 191	2 460	79	267	1 958	3 343	67%	64%
<b>Comptes de capital et financier</b>	<b>2 610</b>	<b>5 511</b>	<b>5 018</b>	<b>9 439</b>	<b>2 518</b>	<b>6 074</b>	<b>34%</b>	<b>25%</b>
Investissements directs	1 385	1 558	1 336	1 506	335	1 288	47%	8%
Investissements de portefeuille	1 225	3 953	1 144	3 420	2 183	4 786	31%	14%
Gouvernement	1 399	-761	2 860	1 917	2 863	1 653	29%	129%
Banque du Liban	6	-23						
Banques	505	3 844	-868	1 137	-680	3 133	-175%	42%
Avoirs extérieurs nets	-846	-48						
Dépôts des non-résidents	1 351	3 892						
Secteur privé non bancaire	-685	893	-848	366			-11%	42%
Erreurs et omissions	590	524	2 538	4 513			62%	79%
<b>Solde global des paiements</b>	<b>310</b>	<b>3 023</b>	<b>665</b>	<b>5 035</b>	<b>664</b>	<b>5 036</b>	<b>31%</b>	<b>22%</b>
<b>Solde global des paiements</b>	<b>-312</b>	<b>-3 024</b>	<b>-665</b>	<b>-5 035</b>	<b>-664</b>	<b>-5 036</b>	<b>-36%</b>	<b>-25%</b>
Réserves	-612	-5 119	-663	-5 037	-663	-5 037	-4%	-1%
Financement exceptionnel	300	2 095						

(\*) Écart-type sur la moyenne des trois sources.