



HAL
open science

COURS MACROECONOMIE (LICENCE 2)

Albert Marouani

► **To cite this version:**

Albert Marouani. COURS MACROECONOMIE (LICENCE 2). Licence. Nouvelle-Calédonie. 2013.
cel-01965672

HAL Id: cel-01965672

<https://shs.hal.science/cel-01965672>

Submitted on 26 Dec 2018

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

COURS MACROECONOMIE (LICENCE 2)



Université de Nouvelle Calédonie

Albert MAROUANI

PROFESSEUR A L'UNIVERSITÉ NICE-SOPHIA ANTIPOLIS

SOMMAIRE

I. LE MODELE IS-LM-BP

I. LE PROCESSUS DE LIBÉRALISATION ÉCONOMIQUE RÉELLE ET FINANCIÈRE

I. THEORIES ET POLITIQUES DE CHANGE

I. CARACTÉRISTIQUES DE LA MONDIALISATION ET GESTION DES CRISES FINANCIÈRES

I

LE MODELE IS-LM-BP

PLAN

- 1°) L'équilibre sur le marché des biens et les effets de la politique budgétaire.
- 2°) L'équilibre sur le marché de la monnaie et les effets de la politique monétaire.
- 3°) L'équilibre extérieur.
- 4°) Le modèle intégré et l'analyse des effets des politiques budgétaires, monétaires et de change en économie ouverte

A. L'équilibre sur le marché des biens

En économie fermée: l'épargne (S) est égale à l'investissement (I)

$$Y = C + I + G \text{ avec } y = c(y - t) + i(r) + g$$

Où c est la propension à consommer, y le revenu national réel, t les niveau d'imposition et g la dépense publique.

L'offre globale (y) est égale à la demande globale des ménages (C), des entreprises (I) et de l'Etat (G).

$$Y = C + S + G \text{ et } Y = C + I + G. \text{ D'où: } I = S$$

B. L'équilibre sur le marché de la monnaie

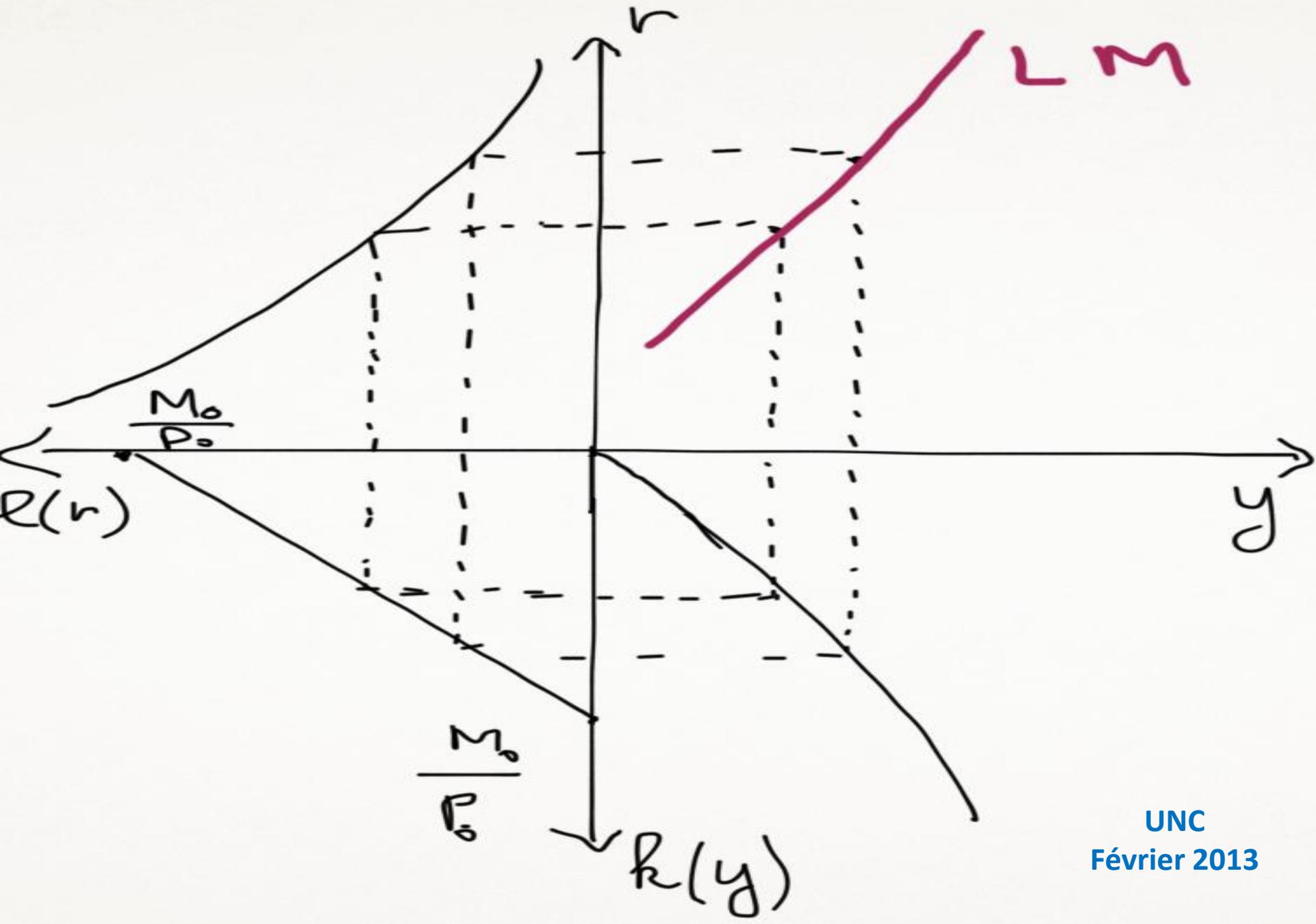
$$M/P = l(r) + k(y)$$

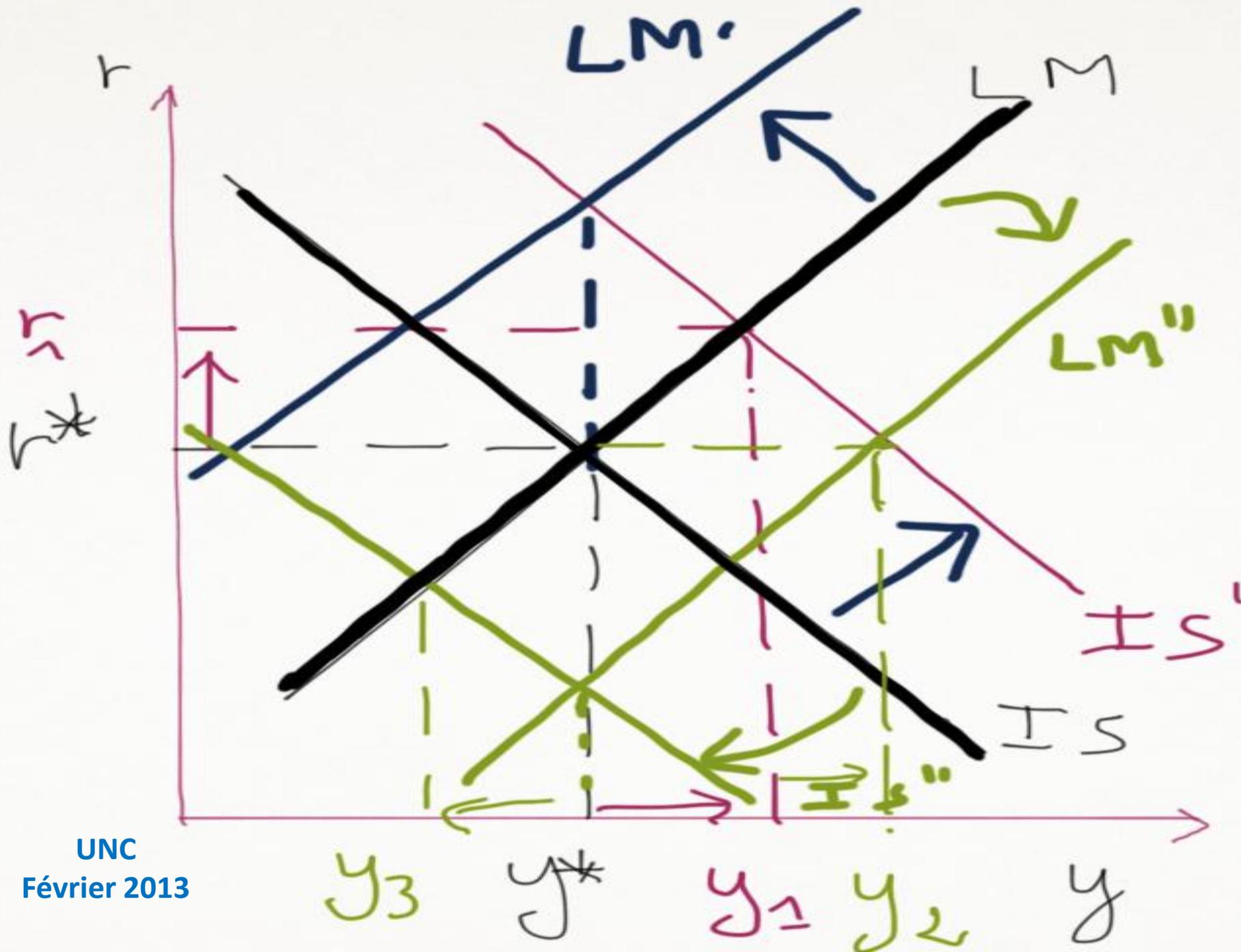
Offre de monnaie réelle = masse monétaire (M) sur l'indice des prix (P)

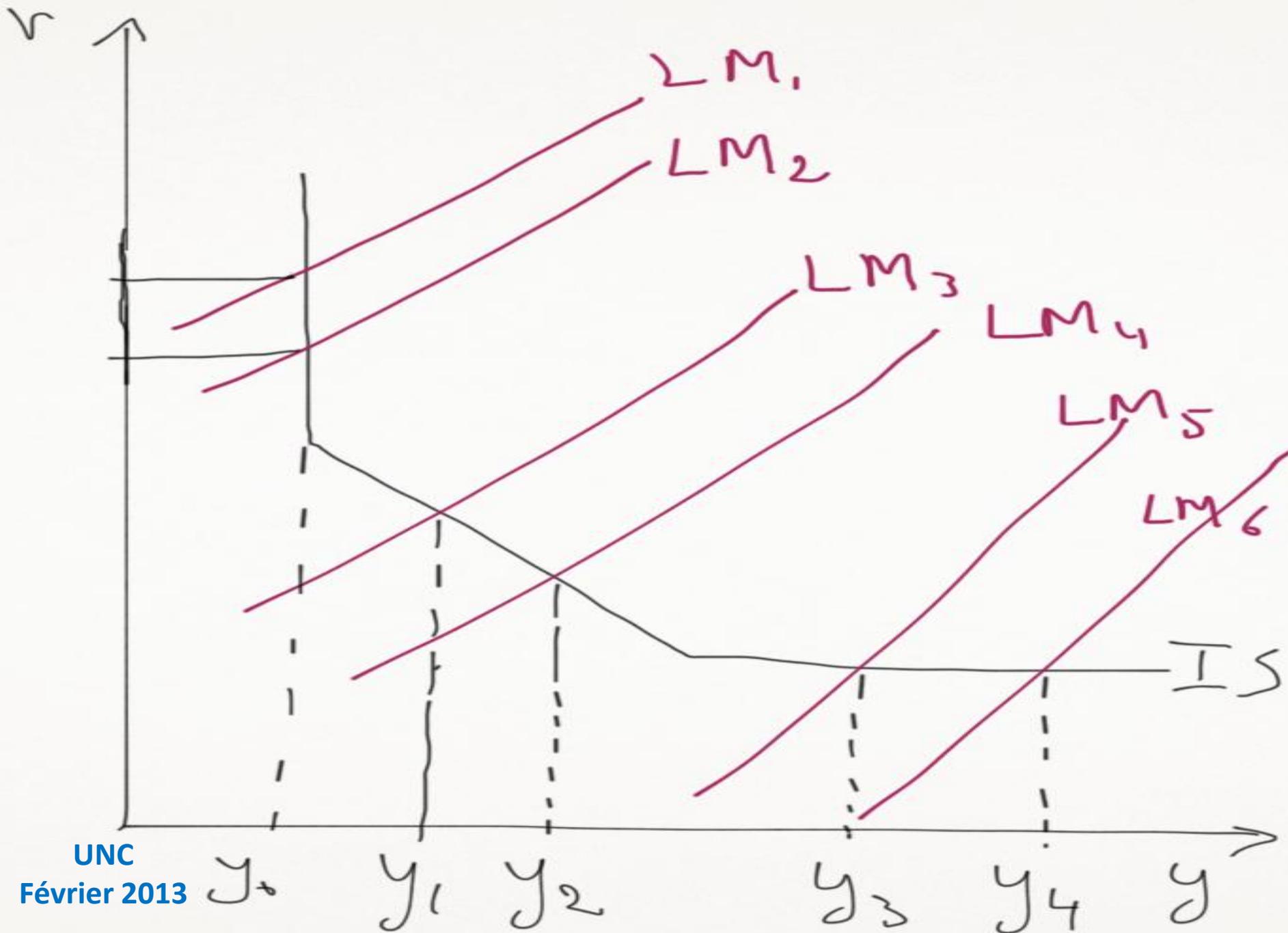
La masse monétaire ($M1+M2+M3$) dépend de la Banque centrale

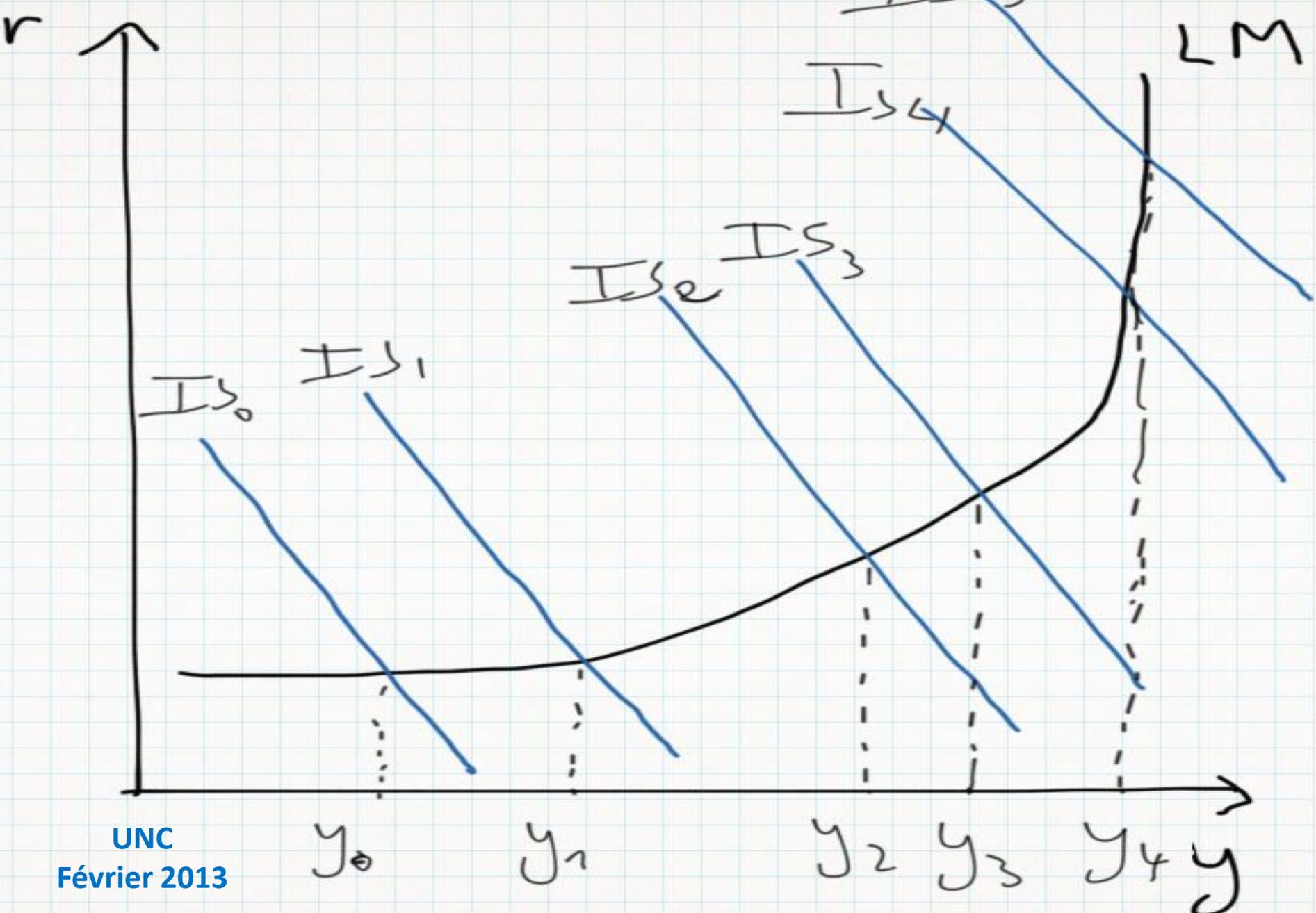
$l(r)$ représente la demande de monnaie de spéculation qui dépend du taux d'intérêt (r), et

$k(y)$ la demande de monnaie de transaction qui dépend du revenu y (PNB réel)









C. L'équilibre extérieur

$Y+M=C+I+G+X$ ou encore:

$Y=C+I+G+(X-M)$

Où X représente les exportations

M , les importations

et $X-M$, le solde de la balance commerciale

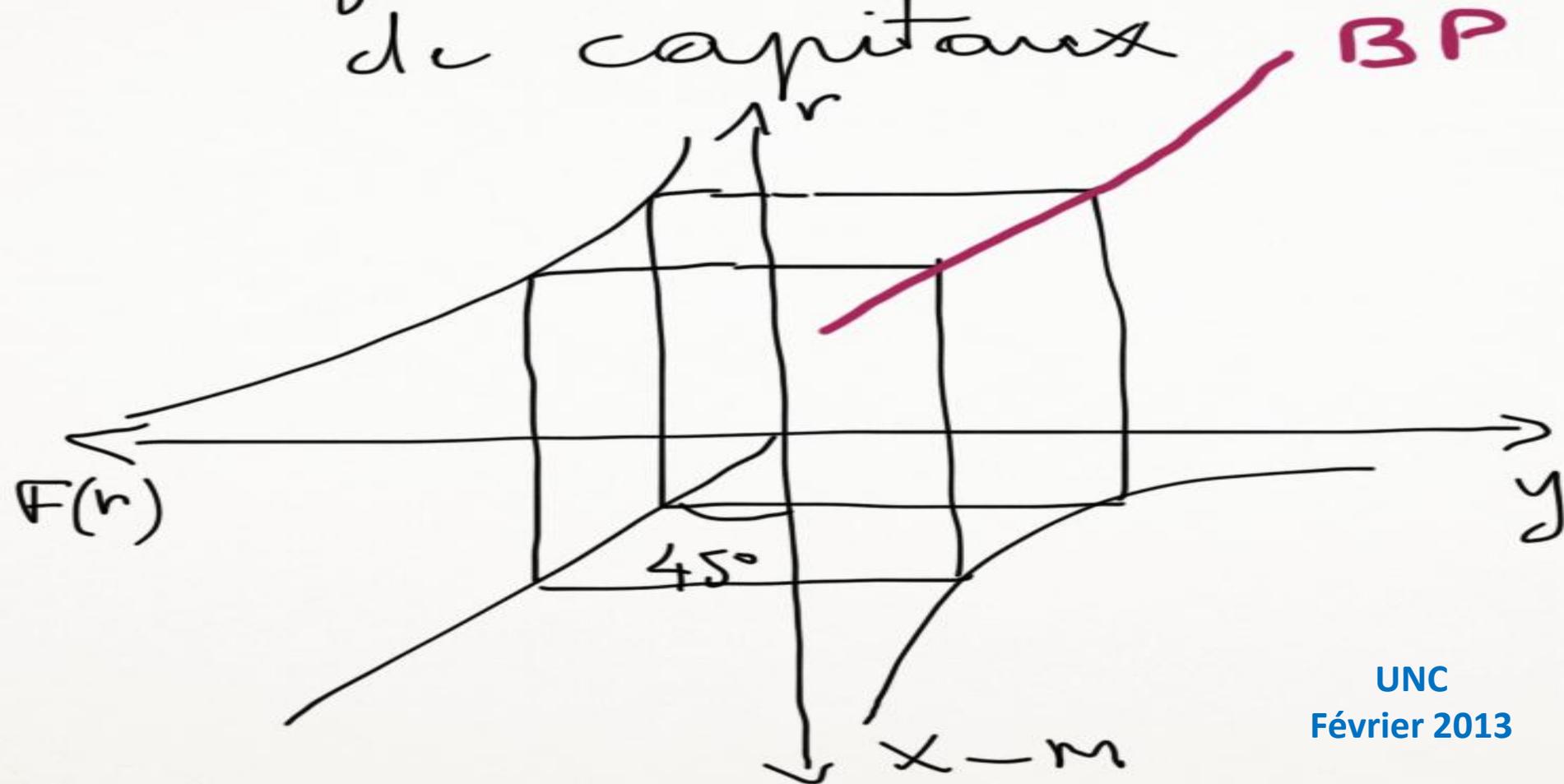
L'équilibre de la balance des Paiements

$X-M=F$ où F représente le flux net de sortie de capitaux qui dépend du niveau du taux d'intérêt.

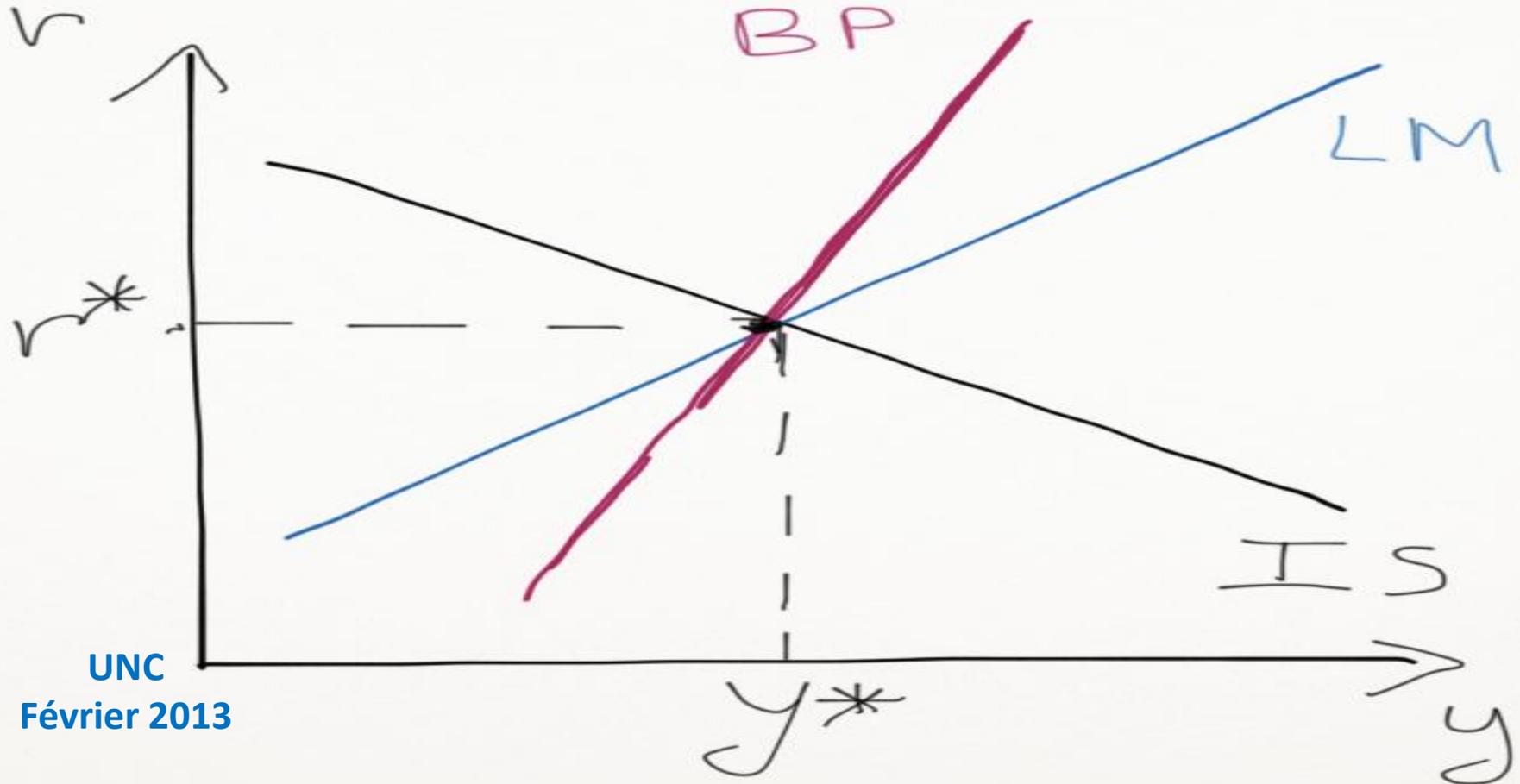
EQUILIBRE EXTERIEUR

$$X - M = F$$

$F =$ flux de sorties net
de capitaux

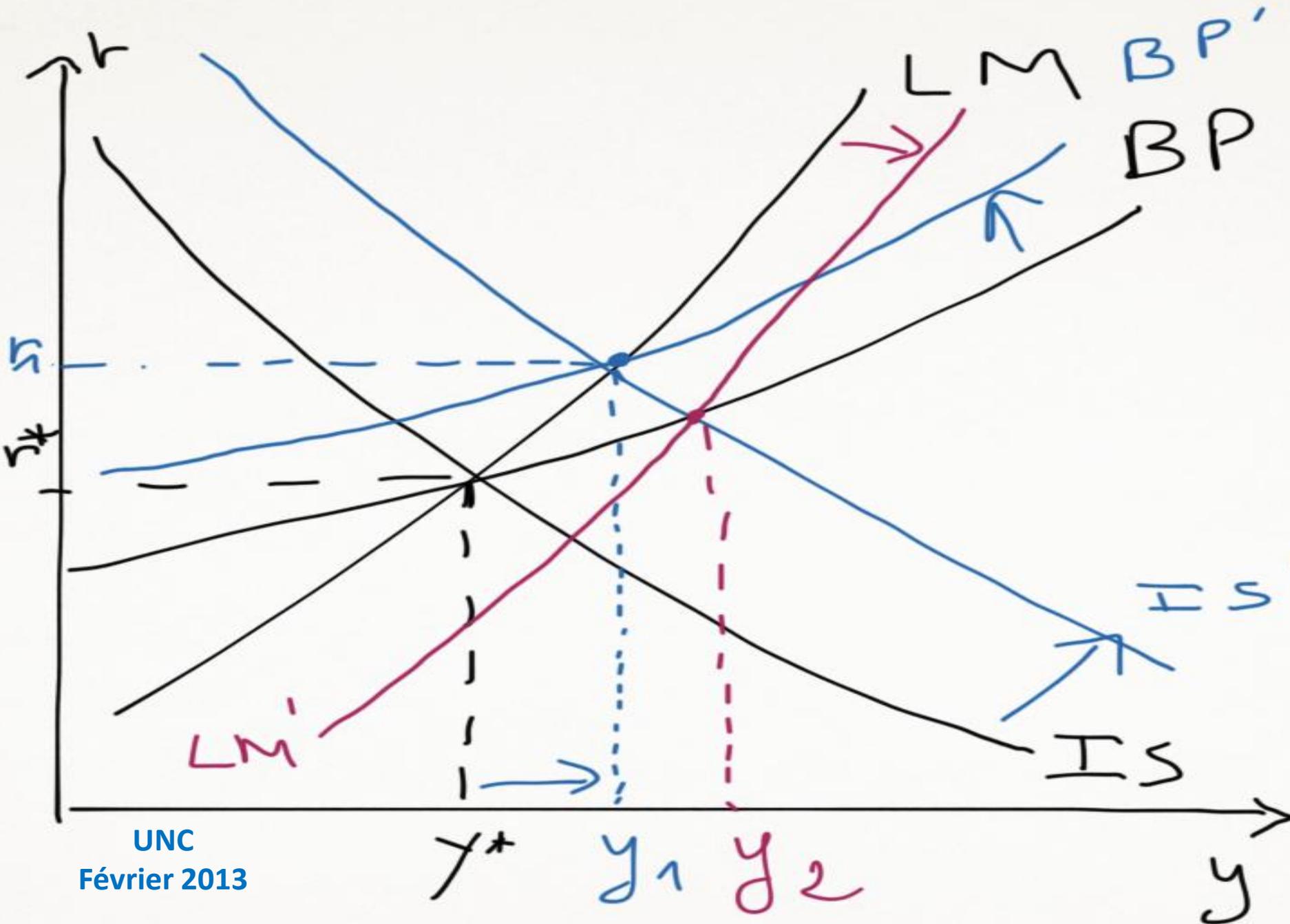


EQUILIBRE
INTERNE
et
EXTERNE



D. Le modèle intégré: analyse des effets combinés des politiques budgétaires monétaires et de change

- 1. Analyse des situations en taux de change fixe ou flexible***
- 2. Le cas d'une petite économie ouverte***
- 3. Analyse des situations selon que LM est plus ou moins pentu que BP et leur signification du point de vue des politiques macroéconomiques.***



Analyse de questions d'actualité

1. L'équilibre budgétaire et la « règle d'or »
2. Les différentes formes de financement du déficit budgétaire:
 - a) La création monétaire, la règle monétaire et le seigneurage
 - b) Le financement par l'emprunt et la dette publique
3. Analyse à partir du modèle IS/LM/BP des effets de stratégies de réduction de la dette par réduction des dépenses publiques et d'augmentation des impôts dans le contexte de la zone Euro et de la politique anti-inflationniste de la BCE

- 1°/ Les limites du modèle intégré IS/LM/BP.***
- 2°) Le dilemme de la politique de relance budgétaire dans un contexte de crise d'endettement public.***
- 3°) Les limites des politiques nationales de relance: la nécessité de la coordination.***
- 4°) La vision monétariste de la BCE: le ciblage d'inflation.***
- 5°) Les limites des politiques de change.***
- 6°) Le refus des politiques protectionnistes.***

Quelle politique budgétaire ?

- a) Quelles dépenses publiques ou privées doit-on augmenter ou diminuer ?***
- b) Quelles recettes fiscales ?***
- c) Quel est le bon niveau des déficits budgétaires soutenable ?***
- d) La question des déficits jumeaux.***

- ***La dynamique de la croissance doit-elle être tirée par la demande publique ou par la demande privée des ménages ?***
- ***L'orientation de la dépense publique peut se faire soit vers des investissements de biens publics de long terme (infrastructures, écoles, hôpitaux, énergie, environnement, recherche...) soit vers des biens de consommation courante, des subventions ou des salaires qui ont un effet redistributif de revenus dans le cadre de l'Etat providence (social) ou keynésien (lutte contre le chômage) mais qui ont peu ou pas d'effet de création de richesses nettes.***

Si en revanche, pour réduire sa dette, l'Etat mène une politique de réduction des dépenses publiques il convient de déterminer quels postes doivent être sacrifiés et selon quels critères:

- efficacité économique,***
- justice sociale,***
- Corporatismes,***
- considérations électoralistes...***

Au cas où la réduction des dépenses publiques s'avérait impossible ou difficile politiquement à mettre en œuvre, l'Etat peut toujours agir sur la fiscalité. D'autres choix se présentent alors à lui:

- 1. Choix entre l'impôt direct (IRPP, IS, BIC...) ou l'impôt indirect (TVA, droits de douane, taxes diverses...),***
- 2. Choix entre les différentes catégories de revenus (salaires, profits, rentes...) ou de contribuables (classes moyennes, classes supérieures...) sachant que 90% des ménages ont vu leurs revenus augmenter de moins de 10% entre 2004 et 2007 alors que les ménages les plus aisés ont vu leurs revenus augmenter de 20 à 40%. Dans la catégorie des « aisés », 30% des revenus proviennent non pas du travail mais du patrimoine. Sachant que les revenus du patrimoine ont eu tendance à augmenter plus vite que ceux du travail.***

L'inégalité des revenus a été en outre accentué par le fait que le taux de prélèvement fiscal diminue au fur et à mesure que l'on s'élève dans la catégorie des très hauts revenus et que ces dernières années 10% des ménages les plus riches ont concentré 62% des allègements fiscaux, on mesure mieux les enjeux économiques des échéances politiques en France comme dans les autres pays de l'UE.

Le « policy-mix » en question(s)

- a) La question de l'affectation optimale des instruments aux objectifs.***
- b) La question du mode de financement des dépenses publiques***
- c) La question de la coordination des politiques budgétaires et monétaires***

a) La question de l'affectation optimale des instruments aux objectifs.

Quels types d'instruments et comment bien les utiliser pour quels types d'objectifs?

***«Autant d'instruments que d'objectifs indépendants »
(Tinbergen 1952).***

Mais si les effets croisés l'emportent sur les effets directs, il faut adopter le principe des avantages comparatifs:

«chaque instrument doit être affecté à l'objectif qu'il influence le plus relativement» (Mundell 1962)

En économie ouverte et en régime de change fixe et stérilisation des mouvements de capitaux, on a 4 types de déséquilibres:

- Excès de demande intérieure et déficit extérieur.***
- Excès d'offre intérieure et excédent extérieur.***
- Excès de demande intérieure et excédent extérieur.***
- Excès d'offre intérieure et déficit extérieur.***

		déséquilibre	interne	déséquilibre	interne
		Excès de demande		Excès d'offre	
Déséquilibre	déficit	Gr	Mr	Ge Gr	Mr Me
externe	excédent	Ge Ge	Mr Me	Gr	Me

Principe d'affectation du « policy mix » chez Mundell

Dans les deux premiers cas les deux instruments doivent être utilisés respectivement à la hausse ou à la baisse quelle que soit leur affectation.

En revanche dans les deux derniers cas si la politique budgétaire est affectée à des fins d'équilibre externe et la politique monétaire à des fins d'équilibre interne, il faut pratiquer une politique budgétaire expansive (ou récessive) et une politique monétaire récessive (ou expansive).

En cas d'incertitude sur le type de déséquilibre dominant (sur la valeur des multiplicateurs ou sur l'importance des chocs exogènes), il est préférable d'affecter la politique budgétaire à des fins d'équilibre interne et la politique monétaire à des fins d'équilibre externe.

En régime de change flexible où l'équilibre externe est assuré automatiquement par les variations du taux de change, politique monétaire et politique budgétaire servent à assurer un seul objectif, celui de l'équilibre interne.

En change fixe avec forte mobilité internationale des capitaux, la politique monétaire ne peut être autonome, car il est impossible de stériliser les mouvements de capitaux (c.f le célèbre théorème d'incompatibilité de Mundell)

L'objectif d'inflation n'est pas pris en compte dans le modèle IS/LM/BP et rajoute un troisième objectif qui pourrait être atteint automatiquement par la flexibilité du taux de change. On pourrait alors adopter le principe d'affectation de la politique monétaire à l'objectif d'inflation et la politique budgétaire à l'objectif de croissance.

Dans une perspective dynamique, le modèle IS/LM/BP se révèle insuffisant en raison des effets croisés de la politique des taux d'intérêt sur les mouvements de capitaux et sur l'investissement interne mais aussi des effets des politiques de stabilisation conjoncturelle à court terme sur les capacités de production et la compétitivité de l'économie à long terme.

b) La question du mode de financement des dépenses publiques

Ainsi une politique monétaire restrictive et une politique budgétaire expansive favorise la consommation par rapport à l'investissement privé en raison des taux d'intérêt élevés. A l'inverse une politique monétaire expansive et une politique budgétaire restrictive favorise l'investissement privé et la croissance. En dynamique les instruments de politique budgétaire et de politique monétaire ne sont pas substituables comme le suppose le modèle statique IS/LM/BP. Le «policy mix» consisterait alors à choisir des degrés de monétisation du déficit public et d'endettement optimaux pour atteindre le taux de croissance souhaité. On en revient alors à la question du mode de financement des dépenses publiques.

Faut-il considérer que les ménages anticipent rationnellement au point de retrouver le « théorème d'équivalence » de Ricardo (la dette actuelle n'est qu'un impôt futur que les ménages anticipent en se préoccupant du bien-être de leurs descendants et en réduisant leur consommation en cas de réduction d'impôt pour épargner davantage en vue de permettre à leurs héritiers d'acquitter les impôts supplémentaires qui ne manqueraient pas de survenir ?

Dans ce raisonnement la dette publique est parfaitement substituable à l'impôt et les titres publics ne sont pas une richesse nette pour leurs détenteurs. Le multiplicateur fiscal est donc nul. (modèles intergénérationnels et du cycle de vie à la Barro).

Mais si les agents considèrent comme parfaitement substituables la monnaie, la dette et l'impôt, le policy-mix devient totalement inopérant.

Le point de vue monétariste revient dans ce contexte à neutraliser le policy mix en établissant des règles fixes plutôt que des mesures conjoncturelles variables en fonction de l'appréciation de la situation économique à court terme.

Le point de vue inverse et symétrique au monétarisme consiste à adopter une cible de dette publique plutôt que de masse monétaire et de financer les déficits budgétaires par création monétaire plutôt que par endettement.

c) La question de la coordination des politiques budgétaires et monétaires.

Il existe des problèmes de compatibilisation entre les stratégies des pouvoirs publics (politiques budgétaires) et celles des autorités monétaires (politiques monétaires). L'absence de coordination peut rendre inefficaces les objectifs des uns et des autres. Ces derniers ont intérêt à s'entendre (théorie des jeux, dilemme du prisonnier et équilibre de Nash).

La question de la contrainte budgétaire de l'Etat et de la soutenabilité de la dette publique constitue le lieu de conflits entre politique monétaire et politique budgétaire. Mais d'un autre côté Pouvoirs publics et autorités monétaires doivent prendre conscience que la crédibilité de leurs politiques respectives dépend de leur capacité à se coordonner et à s'entendre sans chercher systématiquement à « lier les mains » de l'autre.

II

LE PROCESSUS DE LIBÉRALISATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

A. LA LIBERALISATION ECONOMIQUE

- ***Les POLITIQUES DE DÉMANTÈLEMENT TARIFAIRE ET NON TARIFAIRE***
- ***LES RESTRICTIONS SUR LES PRODUITS AGRICOLES***
- ***LES RESTRICTIONS A LA MOBILITÉ INTERNATIONALE DU TRAVAIL***
- ***LES MODELES DE CONVERGENCE ET DE RATTRAPAGE***
- ***L'ÉMERGENCE DES NPI /Pays émergents, Pays émergés***
- ***LES THÉRAPIES DE CHOC DANS LES PAYS DE L'EST***

B. Libéralisation financière et répression financière

- ***Le modèle Shaw-Mac-Kinnon.***
- ***Le rôle du taux d'intérêt réel.***
- ***Le rôle de l'épargne et de l'investissement***
- ***Les effets d'aléa de moralité et de sélection adverse***
- ***Le rôle de l'Etat et de la Banque centrale***
- ***Le rôle des marchés financiers***

C. Les caractéristiques de la libéralisation financière

- *Depuis le début des années 1980 on assiste à un mouvement généralisé de libéralisation financière dans les Pays développés qui va gagner progressivement dans les années 1990 et 2000, l'ensemble de économies émergentes et des pays en développement.*
- *Cette libéralisation est marqué par trois phénomènes: la déréglementation, le décloisonnement et la désintermédiation: les 3 « D ».*
- *Ce mouvement s'accompagne d'un processus ininterrompu d'innovations financières.*

1. Le découloissement se traduit par l'émergence d'un marché unifié des fonds prêtables du jour le jour au très long terme et une ouverture de ce marché à tous les acteurs économiques.

A l'origine il ya des lois bancaires (en France la Loi bancaire du 24 janvier 1984), qui désécialisent et banalisent les institutions monétaires et non monétaires et qui réforment les marchés hypothécaires et monétaires.

Apparition de la « banque universelle ».

2. La déréglementation se traduit par la suppression des contrôles administratifs sur le système financier, les taux d'intérêt, l'abandon de la réglementation Q, etc.

Suppression du contrôle des changes (1/01/1990 en France).

Réforme de la bourse des valeurs mobilières et apparition du second marché.

Développement des marchés dérivés (marchés à terme et marchés d'options) et généralisation de la technique des swaps et de la titrisation.

3. La désintermédiation se traduit par un processus de déclin du financement bancaire au profit d'un financement par les marchés financiers.

• Passage d'une économie d'endettement (finance indirecte) à une économie de marchés financiers (finance directe) favorisant l'épargne longue.

• Orientation de l'épargne des ménages vers des placements sous forme de valeurs mobilières. Développement des OPCVM monétaires et de capitalisation. Développement des FCP à risques.

• Privatisation des entreprises publiques qui se traduit par une très forte croissance de la capitalisation boursière.

4. La libéralisation financière s'accompagne également d'un processus ininterrompu d'innovations financières privées et publiques.

Quelles sont les raisons qui poussent aux innovations financières?

Situation de monopole (Schumpeter 1952)

Situation de concurrence (Arrow 1962)

Echapper à des contraintes (Gurley et Shaw, 1960 et W. Silber et Ben Horim, 1975)

Demande de caractéristiques (R. Sylla, 1982 et M. Desai et L. Low, 1987)

Théorie des jeux (R.W Anderson et C.J Harris, 1985).

5. Libéralisation et instabilité financière

Selon certains auteurs, les périodes d'instabilité financière correspondent aux changements d'état du système financier. Tout comme le système industriel, le système financier est actuellement soumis à la logique de la nouveauté induite par les technologies de l'information.

Cette approche peut être étendue à l'évolution récente du système financier. Celle-ci a pris la forme du processus de « globalisation financière ». Les deux moteurs de cette globalisation sont les innovations et la libéralisation financières qui ont engendré simultanément un accroissement de l'efficacité et de l'instabilité du système financier international.

- ***La concurrence entre les fournisseurs de services d'intermédiation financière s'est intensifiée en raison des progrès technologiques et des politiques de libéralisation et déréglementation financières.***
- ***Dans la plupart des pays, y compris dans les économies émergentes, les gouvernements ont modifié les règles régissant l'intermédiation financière pour permettre à un plus large éventail d'institutions de fournir des services financiers.***
- ***De nouveaux types d'institutions financières non bancaires, y compris les investisseurs institutionnels, sont apparus. Les banques d'investissement, les maisons de titres, les gestionnaires d'actifs, les fonds communs de placement, les compagnies d'assurances, les sociétés de financement spécialisé et de crédits commerciaux, les fonds d'arbitrage et même les entreprises de télécommunication, de logiciel informatique et de produits alimentaires se sont mise à fournir des services semblables à ceux offerts traditionnellement par les banques.***

- ***Les banques font de plus en plus passer les risques financiers (en particulier les risques de crédit) de leur bilan vers les marchés de valeurs mobilières— par exemple, en regroupant des actifs et en les convertissant en valeurs mobilières négociables ou en effectuant des swaps de taux d'intérêt et autres opérations sur dérivés — en réaction à des incitations réglementaires, telles que les normes de fonds propres, et à des incitations internes pour améliorer le rendement corrigé du risque de l'investissement des actionnaires et être plus compétitives. C'est ce que l'on appelle la titrisation et qui a été appliquée à grande échelle dans la crise des « subprimes ».***
- ***Les entreprises et les pouvoirs publics recourent aussi davantage aux marchés financiers nationaux et internationaux pour financer leurs activités. Enfin, un groupe croissant et plus varié d'investisseurs sont prêts à détenir divers risques de crédit et autres risques financiers, car les améliorations des technologies de l'information ont rendu ces risques plus faciles à surveiller, à analyser et à gérer.***

- ***Exacerbation de la concurrence sur les marchés financiers nationaux et internationaux entre les banques et les institutions financières non bancaires pour collecter l'épargne des ménages et financer les entreprises, poussant à la baisse les prix des instruments financiers. Les ménages délaissent les dépôts bancaires pour se tourner vers des produits financiers à rendement élevés— tels que les fonds communs de placement — émis par des institutions qui sont mieux en mesure de diversifier leurs risques, de réduire la charge fiscale et de tirer parti d'économies d'échelle; ces institutions se sont développées de manière spectaculaire en taille et en complexité.***
- ***Face à cette concurrence, les Banques étendent leur champ d'action et s'engagent dans le placement, la gestion d'actifs et les assurances pour diversifier leurs sources de revenus et leurs risques. Les banques se mettent à lever des fonds sur les marchés financiers pour leurs propres activités d'investissement vers les marchés dérivés de gré à gré et gérer leurs risques.***

- ***Du fait de cette concurrence qui fait tomber leurs marges de profit sur les activités traditionnelles, les banques ont donc été forcées de trouver de nouvelles sources de revenus, de nouveaux moyens de drainer des capitaux et des activités générant des commissions (prêts aux entreprises financés par des dépôts à faible coût par exemple).***
- ***En Amérique du Nord et au Royaume-Uni, les banques fusionnent avec d'autres banques, ainsi qu'avec des maisons de titres et des compagnies d'assurances, en vue d'exploiter les économies d'échelle, de rester compétitives et d'accroître leur part de marché. Ce qui n'est pas le cas en Europe.***

•La titrisation rend l'évaluation du coût et l'affectation du capital plus efficaces, parce que les variations des risques financiers apparaissent beaucoup plus vite dans les prix des actifs et les flux de capitaux que dans les bilans des banques. L'inconvénient, c'est que les marchés sont devenus plus volatils, et cette volatilité pourrait menacer la stabilité financière.

•Pour préserver la stabilité financière, il faut mieux comprendre comment la mondialisation de la finance a modifié l'équilibre des risques sur les marchés financiers internationaux et assurer que les pratiques de gestion du risque dans le secteur privé prémunissent contre ces risques.

- ***A l'inverse de la crise mexicaine de 1994–95 qui est restée relativement localisée au continent sud et nord-américain, les crises asiatique et russe de 1997–98 puis des subprimes en 2007-2008 ont montré l'importance et le caractère dévastateur du risque de la contagion internationale.***
- ***Les crises des années 90 soulignent la nécessité d'une gestion prudente de la dette souveraine, d'une libéralisation bien échelonnée des mouvements de capitaux, ainsi que d'une bonne réglementation et d'un renforcement des systèmes financiers intérieurs, pour assurer la stabilité des marchés de capitaux nationaux et internationaux.***

6. La résurgence du politique dans la sphère financière: les « fonds souverains »

- ***Contrôlés par les Etats « créiteurs institutionnels », les fonds souverains représentent aujourd'hui plus que les fonds spéculatifs (2500 milliards de \$). Ils pourraient atteindre 12 000 milliards de \$ en 2015.***
- ***Jusqu'à présent cantonnés dans l'achat de bons du Trésor des Etats développés endettés, ils s'intéressent désormais aux entreprises stratégiques à haute valeur technologique et menacent la sécurité économique des nations dans lesquelles ils investissent.***
- ***Les gouvernements (dont la France) mettent en place des stratégies réglementaires et financières défensives visant à protéger le cœur de leurs systèmes productifs.***

7. L'émergence d'un nouveau capitalisme d'Etat

- *Quelles seront les conséquences de ce nouveau protectionnisme financier sur la mobilité internationale des capitaux (IDE, IEP)?*
- *L'intrusion du politique, du religieux et de l'idéologique (fonds éthiques) dans la sphère financière risque de faire resurgir des conflits nationaux.*
- *Comment définir les intérêts nationaux dits stratégiques à protéger? Risque de transfert technologique et de pillage industriel, menaces sur la souveraineté nationale.*
- *Comment dépasser les mesures unilatérales, sources de conflits potentiels financiers, commerciaux et politiques, par une réglementation multilatérale négociée?*

Le « patriotisme économique » au cœur du nouveau capitalisme d'Etat

- La **géoéconomie** avait marqué la prééminence de la conquête des marchés sur celle des territoires sans faire disparaître pour autant les conflits militaires régionaux.
- La **géopolitique** avait entériné l'idée du dépassement d'un monde unipolaire marqué par l'hégémonie américaine vers un monde multipolaire pacifié par la libéralisation/globalisation commerciale et financière.
- La **géofinance** marquera-t-elle le retour du patriotisme, du nationalisme et du protectionnisme et in fine d'un capitalisme d'Etat en opposition ou en accompagnement d'une globalisation financière régulée et maîtrisée?

- ***Le «retour de l'Etat» emprunte des voies nationales différentes selon l'histoire et la culture des pays. Les Etats sont amenés à prendre des mesures défensives à court terme alors même que l'ampleur de la crise devrait conduire à des orientations stratégiques de long terme qui anticipent les évolutions de l'économie mondiale.***
- ***L'Etat national n'est plus apte à répondre aux défis de la planète et son «retour» peut s'avérer encore plus dangereux que les excès du libéralisme s'il se traduisait par une résurgence du protectionnisme, du populisme et du nationalisme xénophobe.***

III

***THÉORIES ET POLITIQUES
DE CHANGE.***

LE CHOIX D'UN REGIME DE CHANGE

Un bon régime de change doit durer dans le temps.

Il doit être en cohérence avec les autres éléments de la politique économique et plus particulièrement de la politique monétaire en étant attentif au triangle d'incompatibilité de Mundell.

Le FMI recense 8 régimes de change

- 1. L'adoption d'une monnaie étrangère***
- 2. La caisse d'émission***
- 3. Le taux de change fixe conventionnel (ancrage nominal) ou fixe ajustable***
- 4. L'ancrage avec bande de fluctuation horizontale***
- 5. L'ancrage glissant (« crawling peg »)***
- 6. Les bandes de fluctuations glissantes***
- 7. Le flottement contrôlé sans taux de change pré-annoncé (flottement administré)***
- 8. Flottement pur.***

PLAN

1. *Revue de la littérature de la détermination du taux de change d'équilibre.*

L'importante volatilité observée des taux de change réels pose de manière récurrente le problème de la détermination d'un niveau de référence ou d'équilibre. En outre, l'efficacité du taux de change en tant qu'instrument de la politique économique dépend fortement de la connaissance de son niveau d'équilibre.

2. *Face aux insuffisances de la théorie de la parité des pouvoirs d'achat, de l'approche monétaire du taux de change deux nouvelles approches se sont privilégiées : l'approche macroéconomique et l'approche NATREX. Le développement de la littérature consacrée aux taux de change réels d'équilibre.*

A. La théorie de la parité des pouvoirs d'achat.

La parité des pouvoirs d'achat (PPA) constitue la théorie la plus fréquemment utilisée pour déterminer les taux de change d'équilibre. Cette théorie se présente sous deux formes : la forme absolue et la forme relative.

1. La forme absolue de la PPA s'applique en l'absence de toute entrave au commerce international (barrières tarifaires, barrières non tarifaires, etc.) en supposant négligeables les coûts de transaction et d'information. Selon cette approche, la valeur du taux de change nominal est déterminée par le rapport des niveaux de prix entre deux pays. Cette définition découle de la loi du prix unique selon laquelle le prix d'un bien échangeable est identique partout, une fois converti dans une monnaie commune. La réalisation de cette loi suppose alors que les taux de change réels bilatéraux sont toujours égaux à l'unité.

2. La forme relative de la PPA.

En présence d'entraves au commerce international, la loi du prix unique ne s'applique plus. Le principe de la PPA peut alors s'exprimer sous une version dite relative.

Cette théorie a été introduit par Cassel en 1916 qui a suggéré de définir le niveau du taux de change nominal d'équilibre comme le taux assurant la parité de pouvoir d'achat entre deux monnaies: une unité monétaire quelconque peut être échangée contre la même quantité de biens dans son pays d'origine ou dans tout autre pays après conversion en monnaie locale. Une variation du taux de change nominal vient compenser l'écart d'inflation entre deux pays. Dans ces conditions, le taux de change réel est constant (mais non nécessairement égal à l'unité).

3. Limites de la théorie de la PPA.

De façon générale, la théorie de la PPA présente plusieurs inconvénients tant au niveau théorique qu'au niveau empirique.

Au niveau théorique, le taux de change réel auquel fait référence la PPA fait abstraction de toute considération d'équilibre macroéconomique. En d'autres termes, elle ne permet pas de relier le taux de change réel à la situation économique d'un pays et notamment à sa position extérieure.

Au niveau empirique, la PPA suppose la constance du taux de change réel, ce qui semble difficilement compatible avec les importantes fluctuations observées des parités réelles. Les partisans de la PPA ont dès lors mis en avant la validité de cette théorie, mais uniquement sur le long terme, en raison notamment de l'existence de diverses rigidités rendant le processus d'ajustement très lent. Empiriquement, les études ont alors eu pour objet de tester la stationnarité du taux de change réel.

Les résultats sont apparus décevants, même à long terme. Certains travaux ont cherché à réhabiliter la version relative de la PPA à long terme en concluant à la stationnarité des taux de change réels d'un grand nombre de pays contre le dollar ou contre le mark. Ces insuffisances tant au niveau théorique qu'au niveau empirique ont conduit à d'autres approches. Nous présenterons l'approche monétaire que se soit à prix flexibles ou à prix rigides.

B. L'approche monétaire du taux de change.

1. Le modèle monétaire en présence de rigidité de prix.

***Ce modèle suppose la possibilité de déviations des taux de change nominaux et réels de leurs niveaux d'équilibre de long terme, gouvernés par la PPA. (Dornbush.R,1976)
Il traite des conditions d'équilibre sur le marché monétaire sous l'hypothèse de parfaite substitution entre les actifs monétaires locaux et étrangers.***

Le raisonnement est le suivant: Supposons une baisse de l'offre nominale de monnaie. A court terme, la rigidité des prix implique une baisse de l'offre réelle de monnaie et par suite un accroissement des taux d'intérêt. Cette hausse des taux va stimuler l'entrée de capitaux conduisant à une appréciation du taux de change nominal qui, à son tour, entraînera une appréciation du taux de change réel.

Dans ce cas les IDE devraient diminuer. Cependant tant que la perte de change anticipée (taux de dépréciation anticipé) est inférieure au différentiel de rendement des capitaux (c'est-à-dire le différentiel de taux d'intérêt), les investisseurs averse au risque vont continuer à acheter des actifs étrangers.

L'équilibre de court terme est atteint lorsque le taux de dépréciation anticipée égalise le différentiel de taux d'intérêt (la PTI est vérifié). Dès lors que ces deux variables sont différentes de zéro. Le taux de change va dévier de sa valeur d'équilibre de long terme, donnée par la PPA. Toutefois, à moyen terme, les prix locaux vont baisser suite à une réduction de l'offre de monnaie entraînant ainsi une baisse de l'offre réelle de monnaie et donc du taux d'intérêt local. Le taux de change nominal réagira à ces perturbations en se dépréciant lentement pour converger vers son niveau d'équilibre de long terme, défini par la PPA.

2. Limites et insuffisances des modèles monétaires du taux de change.

L'approche monétaire de Dornbusch (1976) a été fortement critiquée par Frenkel (1979) qui lui a reproché sa négligence des effets temporels de l'inflation. D'autres critiques ultérieures ont souligné:

- Le manque de fiabilité des estimations des fonctions de demande de monnaie supposées par ailleurs présenter les mêmes caractéristiques pour tous les pays.***
- L'hypothèse de stationnarité du taux de change réel découlant de l'hypothèse de la PPA.***

- ***L'hypothèse de la parité de taux d'intérêt couverte (PTIC) impliquant soit la neutralité à l'égard du risque soit la diversification parfaite du risque de change.***
- ***L'hypothèse de la fonction d'offre de monnaie exogène.***
- ***La possibilité de bulles spéculatives qui contribuent à l'échec empirique du modèle monétaire.***

Plusieurs versions correctives et extensives de l'approche monétaire ont été proposées pour répondre à ces critiques. D'autres modèles alternatifs ont tenté de dépasser cette approche.

C. Les nouvelles approches du taux de change.

1. L'approche macroéconomique.

a) Williamson [1985, 1994] en cherchant à expliquer les insuffisances de la PPA par l'absence de référence aux déterminants réels des taux de change a introduit la notion de **taux de change d'équilibre fondamental (Fundamental Equilibrium Exchange Rate, FEER).**

Le taux de change d'équilibre fondamental est défini comme le taux de change assurant simultanément la réalisation de l'équilibre interne (l'économie se trouve sur son sentier de croissance potentielle ou soutenable) et de l'équilibre externe (son compte courant est soutenable à long terme). Le sentier de croissance potentielle ou soutenable est tel qu'il n'engendre pas de tensions sur le système productif.

L'on suppose vérifiée la condition de Marshall-Lerner sur les élasticités-prix du commerce extérieur. Dans ce cas une dépréciation du taux de change engendre à terme un excédent commercial pour le pays considéré et une amélioration de la balance courante. L'équilibre externe est donc défini par l'égalité du compte courant à une valeur d'équilibre généralement reliée à la soutenabilité des paiements extérieurs.

Plus précisément, pour maintenir la balance courante à son niveau soutenable, toute baisse des exportations induite par une appréciation réelle du change devra être compensée par une baisse équivalente des importations, ce qui implique dès lors une baisse de la production.

Ainsi, dans le plan (PIB, change réel), la pente de la droite d'équilibre externe est positive: elle indique les combinaisons du change réel et de l'activité pour lesquelles le compte courant est à un niveau prédéterminé, qualifié d'équilibre. Cette droite décrit donc l'influence du change réel sur le bloc de demande du modèle.

En général l'équilibre interne coïncide avec la réalisation d'un niveau potentiel ou soutenable de production. En conséquence, dans le plan (PIB, change réel), l'équilibre interne est représenté par une courbe verticale, constituant la courbe d'offre du modèle, indiquant le niveau potentiel d'activité. Dans ce cadre d'analyse, le taux de change réel d'équilibre est alors la valeur du change réel qui permet d'obtenir une cible donnée de compte courant, sachant que l'activité domestique et l'activité étrangère sont à leur niveau d'équilibre de moyen terme.

L'écart relatif du change réel à sa valeur d'équilibre est fonction de l'écart, en part du PIB domestique, du compte courant structurel à sa valeur d'équilibre. Ainsi, un compte courant structurel inférieur à sa valeur d'équilibre correspond à une surévaluation du taux de change par rapport à sa valeur d'équilibre. Il reste maintenant à déterminer précisément la valeur de cette cible de compte courant.

b) Les difficultés de définition des cibles.

Le calcul des taux de change d'équilibre fondamentaux nécessite de connaître deux éléments: L'écart entre la production réalisée et la production potentielle (l'équilibre interne) et l'écart entre le solde courant observé et le solde courant soutenable (l'équilibre externe).

Cependant, la définition de ces deux cibles ne fait pas l'unanimité. L'approche de Williamson étant souvent qualifiée de normative dans la mesure où le niveau des taux de change d'équilibre est conditionnel aux hypothèses retenues. Certains préfèrent parler dans ces conditions de taux de change d'équilibre désiré (Desired Equilibrium Exchange Rates, DEER) plutôt que de taux de change d'équilibre fondamental.

Il semble préférable en général de chercher à définir des déséquilibres soutenable plutôt que d'éliminer automatiquement toute éventualité de déséquilibre. Mais si l'intérêt d'une telle approche ne fait pas de doute, sa mise en oeuvre est délicate dans la mesure où peu de théories permettent de quantifier ces déséquilibres. Williamson [1994], faisant appel aux théories du cycle d'endettement et du cycle de vie, suggère de relier la cible de la balance courante à la position extérieure nette, compatible avec le cycle d'endettement et les caractéristiques démographiques du pays.

Cependant, comme Williamson lui même le souligne, cette approche présente le risque, pour certains pays, de conduire à des niveaux de déficit courant qui ne sont pas soutenables à moyen terme. Le recours à la théorie du cycle de vie autorise également à effectuer une distinction entre les pays ayant des taux d'épargne privée plus élevés que d'autres. Enfin, dans la mesure où l'évolution des finances publiques a un impact sur le compte courant à moyen terme, il convient également de tenir compte des mesures de politique budgétaire afin d'évaluer la cible de compte courant.

Joly et al.[1999] suggèrent de rattacher le taux de change réel d'équilibre à la contrainte budgétaire inter temporelle de la nation conduisant à un profil de compte courant qui permette de rembourser la dette extérieure en un nombre donné de périodes.

Dans le contexte actuel de crise de la dette publique, il serait en effet judicieux de se fixer comme le suggérait Williamson une règle de stabilisation du ratio de la dette sur le PIB permettant de définir un niveau soutenable de déficit courant pouvant être financé par des entrées de capitaux.

2. L'approche NATREX (Natural Real Exchange Rate)

Si l'approche FEER reste assez répandue au sein des organisations internationales et des instituts de recherche appliquée, le NATREX de Stein, ainsi que d'autres modèles assez proches tels que le BEER (Behavioral Equilibrium ExchangeRate) de Clark et MacDonald (1998), se sont imposés dans la littérature académique.

Les solutions du modèle permettent de déterminer le NATREX de moyen terme Q [MT] et le NATREX de long terme Q [LT]. Dans ce modèle les flux de capitaux ne sont pas fixés de manière exogène, ils résultent directement des comportements d'épargne et d'investissement, qui dépendent eux-mêmes de déterminants explicites.

En ce sens, par rapport à l'approche FEER, le NATREX fait davantage le lien entre l'évolution du TCR et les comportements microéconomiques des agents. Outre le taux d'intérêt mondial, exogène dans le cas d'un petit pays, il existe principalement deux fondamentaux qui influencent les flux de capitaux et, in fine, le taux de change d'équilibre.

Le premier est le **taux de consommation** ou "préférence pour le présent", qui désigne la propension des ménages et du gouvernement à consommer le revenu national. Par exemple, lorsqu'une hausse des dépenses publiques n'est pas compensée par une réduction de celles des ménages, le taux de consommation s'accroît: ceci entraîne une diminution de l'épargne soit, à investissement inchangé, une augmentation des flux de capitaux entrants.

Le deuxième facteur fondamental est le progrès technique, dont l'accroissement élève le niveau d'investissement: ici encore, à épargne inchangée, il s'en suit une amélioration du solde de la balance des capitaux.

Au total, le TCR d'équilibre est donc fonction des deux principaux déterminants de l'épargne et de l'investissement, à savoir la propension marginale à consommer ("préférence pour le présent") et le progrès technique.

Les enseignements du modèle NATREX peuvent différer selon l'horizon d'analyse retenu. Le NATREX est un modèle dynamique. Du fait notamment des effets de l'évolution de la position extérieure nette sur l'épargne et sur le solde des revenus de facteurs, le taux de change d'équilibre évolue en effet au fil du temps.

Ceci ne vaut que dans le cas de vastes zones telles que les Etats-Unis ou la zone euro, dont le poids dans l'économie mondiale est suffisant pour que leurs comportements d'épargne et d'investissement influencent le taux d'intérêt mondial. Le modèle dynamique ne prend fin que lorsque la position extérieure nette se stabilise, c'est-à-dire lorsque le solde courant est nul: on atteint alors l'équilibre de long terme, stable, déterminé par les deux fondamentaux que sont le taux de consommation et le progrès technique. Par conséquent, les enseignements du modèle peuvent différer selon qu'on se place à un horizon de moyen ou de long terme. Il est possible d'illustrer cette distinction en examinant par exemple l'impact d'une hausse du taux de consommation sur le taux de change d'équilibre.

A investissement inchangé, la baisse induite de l'épargne nationale fait monter le taux d'intérêt réel national. Ceci attire les capitaux et fait monter le TCR, jusqu'à ce que le taux d'intérêt réel soit à nouveau égal au taux d'intérêt réel mondial. La hausse du TCR dégrade la balance courante, qui contrebalance ex-post le nouveau solde des flux de capitaux. A moyen terme, les effets d'une hausse du taux de consommation sont donc les suivants: entrées de capitaux, appréciation du TCR, dégradation du solde courant. Le TCR d'équilibre précédent n'est toutefois pas soutenable à long terme, car il entraînerait un accroissement perpétuel de la dette extérieure. C'est pourquoi le modèle impose que celle-ci se stabilise à long terme. Le mécanisme par lequel cette stabilisation va intervenir repose sur un "effet de richesse" (ici négatif): à mesure que la dette extérieure s'accroît, la richesse nette des ménages et du gouvernement décline, ce qui les incite à réduire leur consommation. A mesure que l'épargne augmente, les capitaux sortent, ce qui déprécie le TCR et redresse progressivement le solde courant.

Ce processus se poursuit jusqu'à ce que les flux de capitaux et le solde courant deviennent nuls. La dépréciation du TCR va plus que compenser son appréciation initiale, pour la raison suivante: avec une dette extérieure plus forte qu'initialement, les paiements d'intérêts sont supérieurs à ce qu'ils étaient au départ, de sorte qu'un solde courant nul ne peut être obtenu que moyennant un redressement du solde commercial et donc une baisse du TCR. A long terme, les effets d'une hausse de la préférence pour le présent sont donc les suivants : hausse de la dette extérieure nette, dépréciation du TCR. L'impact du progrès technique sur le change d'équilibre de long terme apparaît a priori plus favorable. La différence majeure avec une hausse du taux de consommation tient à ce que les entrées de capitaux financent non plus la consommation, mais la formation de capital. Cette accumulation va générer un surcroît de production, et donc d'épargne.

Il est donc possible que le pays passe progressivement d'un statut d'importateur à un statut d'exportateur net de capitaux, accumule alors des excédents extérieurs, ce qui apprécierait le TCR à long terme (cas du Japon dans les années 1970-1980). Cet effet est toutefois ambigu, dans la mesure où le surcroît d'activité engendré par les gains de productivité entraîne une hausse des importations, laquelle tend à dégrader le solde courant. Les estimations économétriques concluent toutefois presque systématiquement à un impact positif du progrès technique sur le change réel à long terme.

IV

CARACTÉRISTIQUES

DE LA

MONDIALISATION

ET

GESTION DES CRISES FINANCIÈRES

A. Caractéristiques de la mondialisation

1. Définitions.

- **Mondialisation:** *homogénéisation, uniformisation, intégration, démocratisation, information, environnement...*
- **Globalisation:** *marché, éviction, polarisation, compétitivité, instabilité, volatilité, crise, différenciation, libéralisation...*
- **Internationalisation:** *spécialisation, avantages comparatifs, décomposition internationale des processus productifs, zones de libre échange, intégration régionales, zones monétaires...*

2. Facteurs de la globalisation

- **Innovations technologiques: économie de la connaissance, croissance endogène et croissance intensive, révolution informatique, nanotechnologies et microélectronique, dépenses en R&D.**
- **Concurrence, compétitivité, attractivité, fusions-acquisitions, OPA...**
- **Evaluation de la performance, corporate governance, classements, « ranking »...**

- **Uniformisation, homogénéisation des modes de gestion privés (corporate governance) et publics (LOLF, PAP...)**
- **Uniformisation, homogénéisation des politiques macroéconomiques (libéralisme et « consensus de Washington »)**
- **Prééminence des flux sur les stocks, économie de services, économie de l'immatériel, les « traders » l'emportent sur les producteurs, X et M croissent plus vite que le PIB...**

3. Mesure de la globalisation

- *Mesure de la globalisation et/ou de l'intégration à l'économie mondiale?*
- *Mesure globale ou mesures partielles?*
- *Mesure du phénomène, de ses causes ou de ses effets?*
- *Part du commerce mondial dans le PIB en stock et en flux*
- *Ratios d'ouverture commerciale et financière*
- *Part des flux de capitaux globaux et par type de capitaux.*
- *Part des pays émergents dans le PIB mondial.*
- *Processus de rattrapage, de convergence...*
- *Processus de différenciation et d'accroissement des inégalités.*

- ***Accentuation des écarts de revenus, de croissance, de productivité, de prix, de démocratie, de gouvernance...***
- ***Intégration des marchés et phénomènes de crises systémiques, de contagion...***
- ***Intensification des flux informationnels, phénomènes d'anticipation et des prophéties autoréalisatrices...***
- ***Globalisation des risques.***
- ***Concurrence des devises clefs.***
- ***Coordination des politiques macroéconomiques.***

4. Les agents de la globalisation

- *Les banques internationales, le marché interbancaire et les refinancements, les prêts syndiqués.*
- *Les fonds d'investissement, les gestionnaires de patrimoine, les fonds souverains, les investisseurs institutionnels.*
- *Les «hedge funds», instruments de couverture des risques, produits et marchés dérivés (futures et options), les swaps, la gestion alternative, la gestion sans filet, la déconnexion entre flux réels et flux financiers.*
- *Les organismes financiers internationaux (FMI, BRI, BEI,...) et les banques centrales. La question du prêteur international en dernier ressort.*
- *La titrisation.*

5. Les grandes questions autour de la globalisation

- *Le marché des euro-dollars (euro-devises, euro-obligations, euro-crédits...)*
- *Le phénomène de régionalisation, les Zones de libre-échange et l'OMC.*
- *La détérioration continue de la balance courante américaine. Les « twin deficits ».*
- *Les fluctuations du cours du pétrole et ses effets financiers.*
- *La dette internationale publique et privée*
- *La volatilité des marchés financiers, la contagion, les crises financières internationales.*
- *Les fonds spéculatifs*
- *Les agences de notation.*

- ***Le financement de la croissance (crédit bancaire et marchés financiers).***
- ***Le capitalisme patrimonial, le vieillissement de la population des pays développés, la demande d'accumulation de richesses financières.***
- ***Le partage de la valeur ajoutée entre salaire et profit.***
- ***La décélération de l'inflation, les taux d'intérêt réels, créanciers et débiteurs. L'impossibilité de financement monétaire de la dette publique et sa titrisation.***
- ***La tension liquidité/immobilisation et le rôle des marchés dérivés. La diversification des portefeuilles. Les « ZinZins » comme fournisseurs de fonds liquides mal assurés. La suspicion permanente. La fragilité financière systémique.***

B. La gestion des crises financières

Introduction:

Les différentes formes de crise financière.

• ***l'instabilité financière*** se manifeste par des mouvements importants et parfois brutaux des variables financières, notamment les cours boursiers et les taux de change. Elle prend la forme de phases haussières (les booms) ou baissières (les dépressions). Dans ces phases, les variables tendent à s'éloigner d'une manière significative et durable de leur valeur d'équilibre fondamental.

• ***Les crises financières*** désignent des perturbations sur les marchés bancaires et financiers qui conduisent au « risque systémique ». C'est-à-dire l'une au moins des trois fonctions clés du système financier est mise en danger. Ce sont : l'allocation du crédit et des capitaux, la circulation des moyens de paiement et l'évaluation des actifs financiers.

- ***Les phénomènes d'instabilité et de crise financières ne sont pas nouveaux.***
- ***Dans son livre « Histoire mondiale de la spéculation financière de 1700 à nos jours » (1989), Charles Kindleberger montre que les crises financières sont un éternel recommencement depuis que la finance a commencé s'organiser dans le monde (autour des pays tels que la Hollande, la Grande-Bretagne, l'Allemagne et la France)***

- ***Les formes que prend l'instabilité financière se transforment au cours de l'évolution du capitalisme.***
- ***Aux XVII^e et XVIII^e siècles: elle s'identifie à la crise de la dette des souverains, à la spéculation sur le commerce des bulbes de tulipes à Amsterdam puis sur les actions de la Compagnie des Indes.***
- ***Aux XIX^e siècle, elle s'étend aux Bourses de valeurs et prend également la forme de faillites bancaires (crise de la Baring anglaise en 1890)***
- ***Le XX^e siècle et le début du XXI^e connaissent les trois formes principales de crises financières : les krachs boursiers, les crises de change et les crises bancaires.***

	<i>Krachs boursiers</i>	<i>Crises bancaires</i>	<i>Crises de change</i>
<i>Définition</i>	<i>On assiste à l'éclatement d'une « bulle spéculative » avec un effondrement brutal des cours des titres qui est lui-même lié à un mouvement de défiance généralisé qui amène la plupart des opérateurs à vendre leurs titres.</i>	<i>Elles prennent la forme de paniques des déposants, se traduisant par des « ruées » aux guichets, et entraînant des faillites bancaires en chaîne.</i>	<i>Les crises de change se traduisent par une baisse brutale du cours des monnaies à la suite d'attaques spéculatives.</i>

	<i>Krachs boursiers</i>	<i>Crises bancaires</i>	<i>Crises de change</i>
Théories	<p><i>John Maynard Keynes (1936) et l'analyse de l'IF:</i></p> <ul style="list-style-type: none"> ■ <i>Situation d'incertitude radicale: Difficulté d'effectuer des prévisions dans une situation de changement rapide et permanent.</i> ■ <i>→ Face au futur, deux attitudes :</i> ■ <i>«entreprendre»: rechercher des profits en fonction des rendements escomptés de l'investissement</i> ■ <i>«spéculer»: rechercher des plus-values financières en faisant des paris sur les marchés boursiers.</i> 	<p><i>Les économistes de l'école «monétariste» (Milton Friedman) et d'autres économistes (Fisher, 1933 ; Minsky, 1982):</i></p> <ul style="list-style-type: none"> ■ <i>Les crises bancaires sont la principale forme de la crise financière.</i> ■ <i>Les banques sont des institutions vulnérables aisément touchées par les crises</i> ■ <i>La panique bancaire provoque le krach boursier (et non l'inverse).</i> 	<p><i>Selon l'approche traditionnelle (Krugman, 1979):</i></p> <p><i>Les crises de change sont provoquées par l'insuffisance des réserves de change.</i></p>

	<i>Krachs boursiers</i>	<i>Crises bancaires</i>	<i>Crises de change</i>
<i>Théories</i>	<p><i>La spéculation conduit à l'instabilité des marchés financiers.</i></p> <p><i>Le développement des marchés financiers a des effets ambivalents:</i></p> <ul style="list-style-type: none"> <i>•Faciliter le financement de l'investissement</i> <i>•Favoriser la spéculation et créer les conditions de l'instabilité financière.</i> 	<ul style="list-style-type: none"> <i>■Les crises financières sont assimilées aux défaillances bancaires qui perturbent le système de paiement qui est le cœur de l'économie de marché.</i> <i>■Les monétaristes ont une vision optimiste des crises financières: les paniques bancaires peuvent être facilement évitées par l'intervention de la banque centrale en tant que « prêteur en dernier ressort ».</i> 	<p><i>Une deuxième génération de modèles (Obtsfeld, 1986) fait jouer un rôle central aux anticipations «auto réalisatrices » dans l'explication des crises de change. Ces approches récentes ont le mérite de fournir une explication au caractère désormais imprévisible et irrésistible des attaques spéculatives.</i></p>

	<i>Krachs boursiers</i>	<i>Crises bancaires</i>	<i>Crises de change</i>
<i>Exemples</i>	<i>Les krachs boursiers les plus connus sont ceux de 1929 , de 1987, de 2000 de 2007 qui éclatent sur la place financière de New York et se propagent sur les autres places financières.</i>	<i>La crise du système monétaire européen de 1992-1993, ou les crises dans les pays émergents d'Asie, d'Amérique latine ou d'Europe centrale et orientale à la fin des années 1990.</i>	<i>La crise du système monétaire européen (S.M.E.) de 1992-1993), ou les crises dans les pays émergents : crise du peso mexicain (1994), des monnaies asiatiques (1997), du real brésilien (1999), etc. <i>La lutte entre les devises clés, dollar, Euro, Yen</i></i>

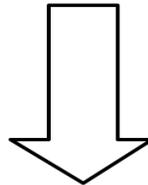
	<i>Krachs boursiers</i>	<i>Crises bancaires</i>	<i>Crises de change</i>
<i>Exemples</i>	<i>Aujourd'hui en 2010-2012 la crise des dettes souveraines entraine une chute des cours boursiers et des phénomènes de yoyo</i>	<i>La crise bancaire se traduit par un « credit crunch » due aux risques qui pèsent sur la solvabilité des titres de la dette publique des Etats.</i>	<i>Instabilité actuelle et forte fluctuations entre les cours du change de l'Euro, du dollar et du Yuan. Quelle est le bon niveau du taux de change ?</i>

1. La crise des « Subprimes »

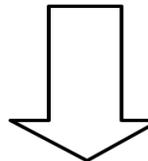
- ***La crise financière de 2007-2008 a son origine dans une crise immobilière qui s'est transformée en crise bancaire et financière.***
- ***Formidable accélération des innovations financières avec notamment la titrisation et les « subprimes ». La gestion des risques financiers est devenue de plus en plus opaque.***
- ***Perte de confiance généralisée: la rentabilité des fonds de placements se révèle illusoire car elle reposait sur des crédits bancaires risqués et des modèles mathématiques fragiles. Des pans entiers du système financier contemporain tels que les fonds de placement les hedge funds sont contestés. Cela a diminué la valeur boursière de ce secteur, puis celle des banques. Celles-ci ont diminué fortement leurs crédits à l'économie, ce qui pénalise la consommation des ménages et l'investissement productif des entreprises et génère du chômage. Cet impact récessif sur l'économie réelle agit négativement sur les anticipations financières et fait chuter plus encore les bourses et les valeurs bancaires et financières.***

Politiques de répression salariale => incitation à l'endettement

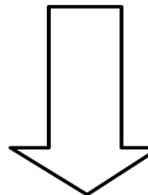
Les déséquilibres des balances de paiement (déficits américains et excédents chinois)



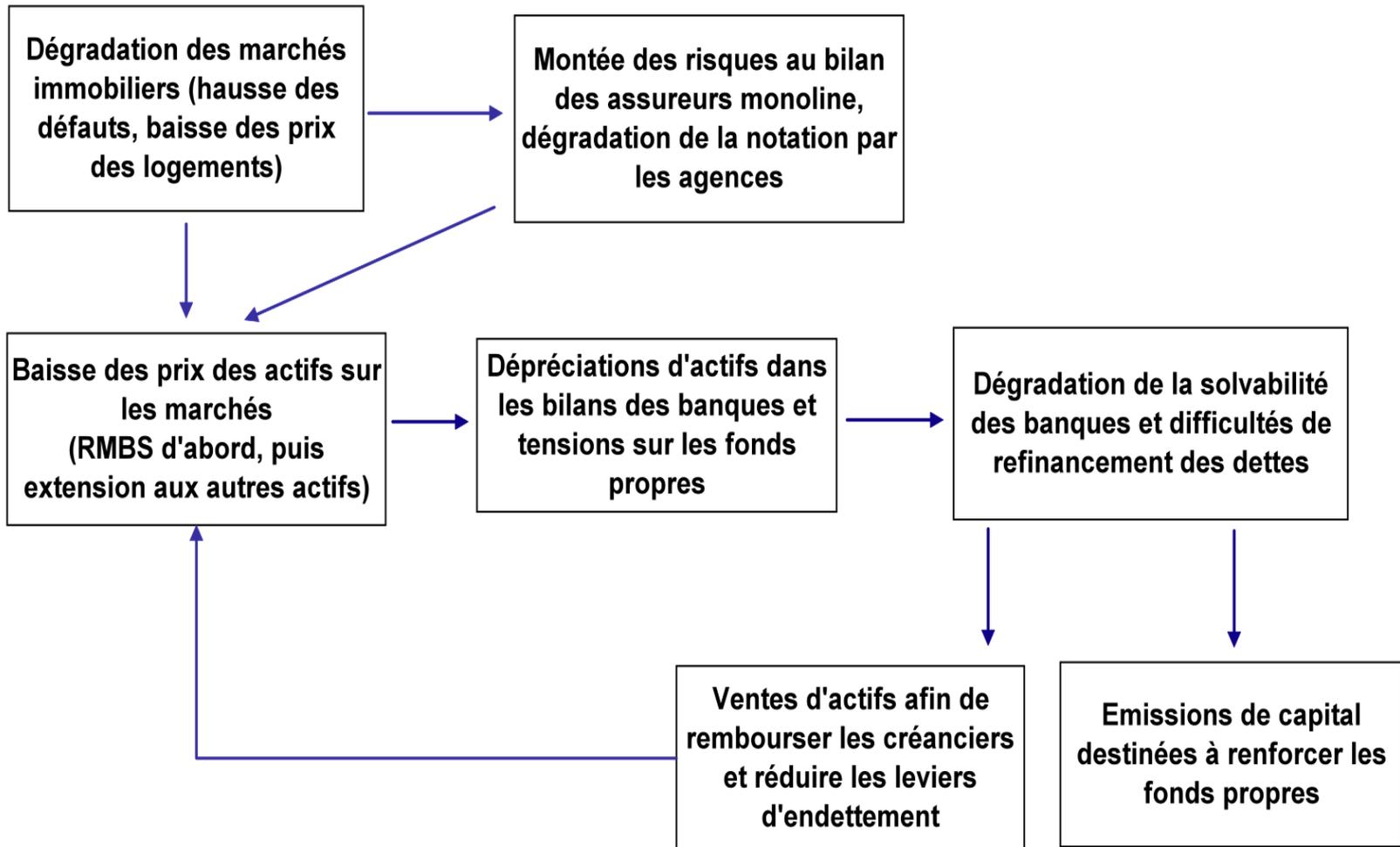
création abondante de la liquidité



Qui suscite une baisse généralisée des taux d'intérêt et une hausse des prix d'actifs (immobiliers, actions...)



Qui, conjugué à une situation de bas salaires, stimule l'endettement, la recherche de rendement de la part des investisseurs et les stratégies de placement à fort effet de levier.



Chronologiquement

- **Ete 2007**

La dégradation du marché immobilier américain

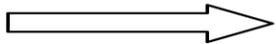
- **Automne 2007 – printemps 2008**

La crise s’approfondit et s’étend à l’ensemble du marché du crédit (agences de refinancement hypothécaire en particulier)

La dégradation des bilans bancaires se poursuit sous le coup des dépréciations d’actifs

- **A partir de l’été 2008**

Les tensions sur la liquidité et le refinancement des banques atteignent leur sommet, conduisant à la multiplication des faillites (Lehman Brothers) et des opérations de sauvetage (Dexia)



Les Etats et les banques centrales interviennent :

Banques
Centrales

- apport massif de liquidités aux banques
- allongement des maturités de leurs facilités
- proposition des financements en devises
- élargissement de la liste des garanties acceptables pour les opérations de financement

Etats

- Garantit le refinancement des banques afin que celles-ci financent correctement l’économie
- Réforme des normes comptables (valeur de marché, valorisation des actifs)

- ***La crise des subprimes a engendré des politiques nationales en ordre dispersé tant au niveau des plans de sauvetage des banques et du secteur financier qu'aux niveaux des politiques industrielles, sociales et macroéconomiques.***
- ***La mise en place de solutions inadéquates de sortie de la crise des subprimes tant au niveau des plans de sauvetage des banques qu'au niveau des politiques macroéconomiques pour relancer la croissance par des hausses improductives de dépenses publiques ont mis en place toutes les conditions d'une crise de la dette publique des Etats des pays développés tels que les Etats-Unis et l'Europe.***

2. La crise de la dette publique

a) LA NATURE DE LA DETTE PUBLIQUE.

D'un strict point de vue financier, si l'on raisonne en économie fermée virtuelle, la dette publique se distingue de la dette privée par le fait qu'elle se réduit à des transferts de revenus entre les citoyens (au sein d'une même génération ou entre générations) sans création monétaire supplémentaire et sans aucun effet de richesse ou d'appauvrissement à l'échelle du pays: créanciers et débiteurs se confondent dans une entité unique qu'est la Nation, l'Etat prenant de la monnaie d'une poche qu'il met dans l'autre et inversement dans un jeu sans fin.

De ce fait la question du remboursement est totalement virtuelle. L'Etat par l'intermédiaire du Trésor Public émet des titres (BTAN et OAT) qui sont des reconnaisances de dette, qui sont achetées par les agents économiques (ménages, entreprises, banques, gestionnaires de portefeuilles, etc.) qui perçoivent un taux d'intérêt et qu'ils peuvent revendre ou se faire rembourser à l'échéance. L'Etat peut aussi lancer des emprunts particuliers qui peuvent être particulièrement rémunérateurs (Emprunt Giscard et plus récemment le « grand emprunt pour l'innovation et la recherche »).

C'est bien parce que l'Etat ne peut faire faillite que les titres de la dette publique (les bons du Trésor) présentaient jusqu'à la crise récente de la dette publique des pays développés un risque de défaut nul pour ceux qui les détiennent et étaient intégrés de ce fait dans toute stratégie de bonne gestion de portefeuille.

Que ce soit par l'épargne volontaire des ménages (achat de bons du Trésor) ou par l'épargne forcée (l'impôt) de ces mêmes ménages, la dette publique participe d'un strict point de vue de comptabilité nationale de la seule redistribution des revenus.

La dette publique internationale est dite «souveraine», car étant le fait d'Etats souverains, elle peut faire l'objet d'un défaut total ou partiel, sans que ses créanciers puissent le contraindre par la force au remboursement. Certes d'autres formes de contrainte très fortes existent à travers des mesures de rétorsion (exclusion des marchés internationaux de capitaux notamment) qui peuvent être le fait des agents privés, des organisations internationales et des autres Etats. Aujourd'hui aucun Etat ne saurait se déclarer en défaut volontaire de remboursement de sa dette en raison de l'importance des risques économiques, financiers et politiques qu'il encourt en comparaison des avantages du défaut de paiement.

La théorie économique démontre cependant qu'en raison de ce caractère souverain qui fait peser une menace de défaut involontaire des débiteurs en cas de crise de solvabilité de la dette publique internationale des Etats surendettés, les créanciers (les banques) ont rationnellement intérêt à annuler partiellement leur dette et à s'entendre avec leurs débiteurs (les Etats) sur un remboursement partiel et rééchelonné.

C'est bien ce qui s'est passé lors de la dernière crise de la dette souveraine des pays en développement au début des années 80. Ces derniers ont pu renégocier leur dette sur des «marchés gris» avec des décôtes importantes par rapport à la valeur faciale des titres de créance.

b) ORIGINE ET RÔLES DE LA DETTE PUBLIQUE

La dette publique apparaît dès lors que les dépenses courantes de l'Etat excèdent ses recettes courantes. Le sens de la causalité irait donc du déficit budgétaire vers la dette publique et s'inverserait partiellement si l'on prend en compte le paiement du service de la dette (remboursement du principal et de l'intérêt) et totalement dès lors que le seul paiement des intérêts de la dette absorberait la totalité des recettes fiscales, ou davantage s'il faut emprunter à nouveau pour rembourser les dettes antérieures (Ponzi finance)

Aujourd'hui dans les milieux néo-libéraux on a parfois tendance à considérer la dette publique de manière négative comme le symptôme d'une maladie plus profonde: le déficit budgétaire. On prône alors la «vertu» de l'équilibre budgétaire (la «règle d'or») pour se prémunir contre le «vice» de la dette.

Cette vision ne correspond pas à la réalité des systèmes financiers et à la problématique moderne du financement et de la régulation de l'économie.

La dette publique joue plusieurs rôles:

- ✓ **La dette publique doit être appréhendée comme un choix positif (et non pas par défaut) d'une modalité de financement des dépenses de l'Etat. Selon la nature des dépenses publiques (dépenses immédiates de fonctionnement, investissements à court, moyen et long terme) et leur montant on privilégiera l'impôt ou l'emprunt court ou long.**
- ✓ **Dans le cadre d'une gestion financière dynamique de la dette publique le Trésor public, par l'intermédiaire des spécialistes en valeur du Trésor, peut lui même faire des placements en achetant ou en vendant d'autres titres publics ou privés.**

✓ **Le Trésor Public intervient également sur les marchés des produits dérivés pour se couvrir contre les risques financiers voire pour spéculer et profiter d'opportunités financières rentables. On ne doit pas oublier que la dette publique fait partie intégrante du système financier, de son développement, de sa libéralisation et de ses innovations au cours des trente dernières années.**

✓ **les marchés des produits dérivés notamment (options, futures, swaps) qui sont des titres financiers dont le prix évolue en fonction du prix d'un autre actif (pétrole, devise, taux d'intérêt, actions, etc.)*

- ✓ La dette publique est l'instrument de la politique budgétaire, de la politique monétaire et de la politique de change. Par exemple, la Banque centrale régule le marché monétaire en achetant des titres publics pour injecter de la liquidité dans l'économie ou en vendant pour au contraire retirer de la liquidité si les pressions inflationnistes s'avéraient trop fortes. La politique de taux d'intérêt permet d'agir sur le bilan des banques en transformant les prêts en monnaie.
- ✓ Enfin, l'Etat peut aussi intervenir pour éviter une crise bancaire (« credit crunch ») et sauver les « grandes banques » en difficultés. (« Too big to fail »).

c) Le contexte de surendettement et de crise de la dette publique

L'histoire économique de la France a été marquée par une succession de crises de la dette publique dues au financement de guerres récurrentes. Ces crises avaient une dimension principalement nationale. Elles ont pu se résoudre le plus souvent soit par la monétisation de la dette, soit par le non remboursement des créanciers, soit par persécution et spoliation de groupes sociaux (le clergé, les juifs, les templiers, les banquiers...), soit par la mise en place de nouveaux impôts.

Le surendettement public actuel est en partie dû au soutien que les Etats ont apporté en 2008-2009 au secteur bancaire pour lui permettre de se débarrasser des titres toxiques qu'elles avaient accumulés. La dette publique des pays développés est ainsi passée de 78% du PIB avant la crise des subprimes à 92% après les plans de sauvetage bancaires.

Mais il y a de nombreuses autres raisons au surendettement des Etats des pays développés et de l'UE notamment.

- *Il y a d'abord la question des «**déficits jumeaux**» («**twin Deficits**») qui établit un lien entre le déficit budgétaire et le déficit de la balance extérieure courante.*
- *Les excédents commerciaux des pays asiatiques et des pays exportateurs de pétrole nourrissent les **déficits des balances commerciales** des pays développés (USA, UE) et alimentent la croissance de la dette publique.*
- ***L'insuffisance de l'épargne** alimente également la dette publique qui permet des transferts d'épargne à l'échelle internationale.*

- **Le vieillissement de la population** marqué par un accroissement du ratio entre les inactifs et la population active génère un accroissement des déficits des caisses de retraite et de sécurité sociale qui pèse sur le budget des Etats.
- **Le ralentissement de la croissance économique et la faiblesse des taux de productivité** contribuent également à la hausse des déficits publics.
- **Le poids du financement des biens publics** (éducation, santé, sécurité, infrastructures urbaines, environnement...) à la charge de l'Etat a tendance à augmenter en dépit des mesures de privatisation.

d) La gestion proprement financière de la dette publique par l'Etat et les autorités monétaires.

Au-delà des situations exceptionnelles de crise de la dette publique (crise de liquidité ou crise de solvabilité) la dette publique fait l'objet d'une gestion permanente par le Trésor public et les autorités monétaires.

Cette gestion fait partie intégrante du système financier national qui s'inscrit lui-même dans un contexte de globalisation et de mondialisation financière marqué par la très grande mobilité des capitaux à l'échelle internationale, la variété et la complexité des innovations financières basées sur les TIC, les modèles mathématiques financiers, la spéculation à travers les marchés des produits dérivés et les «hedges funds», le «trading» à haute fréquence, le risque systémique.

En outre en raison même des excès auxquels ont conduit la dérégulation des marchés financiers et les politiques néo ou ultralibérales dans la plupart des pays du Monde, il a été nécessaire de mettre en place des instances supranationales de contrôle à travers notamment l'imposition au système bancaire de normes prudentielles (Accords de Bâle).

Ces règles et ces normes nationales et internationales s'imposent aux Etats et limitent le champ des actions en matière de gestion de la dette publique (Accords de Bâle III).

○ **LES POLITIQUES DE RÉDUCTION DE LA DETTE PUBLIQUE.**

- **Accroissement de la pression fiscale** qui crée un **«effet de substitution»** dans la répartition du revenu national (accroissement du secteur public au détriment du secteur privé).
- **Recours à de nouveaux emprunts** qui crée un **«effet d'éviction»** sur les marchés financiers (la dette publique évince la dette privée).
- **Baisse administrée des taux d'intérêt** nominaux et réels qui crée une situation de **«répression financière»**.
- **Monétisation** de la dette par **création monétaire** (le seignuriage) qui crée de **l'inflation** et annule progressivement la dette publique mais aussi les dettes privées (« euthanasie du rentier »).

○ LES DEUX DIMENSIONS DE LA GESTION DE LA DETTE PUBLIQUE.

Pour bien comprendre la gestion de la dette publique, il convient de bien distinguer sa dimension financière en termes de gestion de titres financiers et qui relève d'une problématique de la circulation des flux financiers (sans création nette de valeur) de sa dimension économique (réelle) liée à son utilisation dans la sphère de la production (de la création de valeur) proprement dite. La confusion souvent entretenue entre ces deux niveaux obscurcit aujourd'hui le débat sur la crise de la dette publique même s'il est clair qu'il convient aussi de montrer comment, sous quelles formes, à quels niveaux et à quel degré ces deux dimensions s'interpénètrent et interagissent l'une sur l'autre.

La gestion proprement dite de la dette publique présente donc une dimension de politique économique et une dimension financière.

La dimension proprement financière concerne la gestion des titres de la dette publique soit par le Trésor public, à travers les spécialistes en valeurs du Trésor (SVT), soit par les différents intervenants sur les marchés financiers.

La dimension de politique macroéconomique concerne les politiques monétaires, budgétaires et de change des Etats et des autorités monétaires (Banques centrales).

Le passage de la sphère financière à la sphère réelle se fait à partir de la transformation des flux monétaires et financiers de la dette publique en biens réels à travers la consommation et/ou l'investissement.

Cette transformation est complexe. Elle produit sur l'économie un effet de niveau quantitatif (augmentation de la consommation, de l'investissement, de l'emploi...) et un effet de structure qualitatif (rapport privé/public, productif/improductif, économe ou pas en ressources énergétiques et naturelles, accroissement ou réduction des inégalités, etc.)

Ces deux effets sont souvent invoqués séparément ou imbriqués de manière confuse. Une question importante est celle de l'usage «productif» ou «improductif» (en termes de création de valeur) que fait l'Etat des sommes qu'il prélève sur l'épargne nationale ou étrangère au titre de la dette publique. Si les sommes empruntées ont été investies dans des opérations qui génèrent un «retour sur investissement» supérieur aux intérêts versés il en résultera pour l'ensemble de la nation un effet d'enrichissement net dont on peut espérer qu'il sera équitablement réparti entre tous les citoyens.

○ **LA DIMENSION INTERNATIONALE DE LA GESTION DE LA DETTE PUBLIQUE.**

La gestion financière et réelle de la dette publique se complique dès lors qu'en situation d'économie ouverte associée à une libre circulation des capitaux du fait de la mondialisation financière, une partie de la dette publique est détenue par des non-résidents. Dans ce cas il y a bien un transfert de revenu au titre du paiement des intérêts vers les résidents des pays étrangers créanciers qui détiennent des titres de la dette publique française.

Aujourd'hui les intérêts de la dette publique française s'élèvent à plus de 50 milliards d'euros par an, ce qui représente à peu près le montant de tout l'impôt sur le revenu. Environ 60% de la dette publique française (1650 milliards d'Euros) étant détenue par des non-résidents, cela signifie que chaque année la France paie à l'étranger environ 30 milliards d'euros. Pour un ménage français de salariés qui paie en moyenne l'équivalent d'un mois de salaire au titre de l'impôt sur le revenu, cela signifie que chaque salarié français consacre 3 semaines à un mois de travail par an pour payer les seuls intérêts de la dette publique détenue par des étrangers.

D'où l'importance du niveau du taux d'intérêt sur les dettes souveraines qui dépend en partie des agences de notation. Pourtant la France a perdu son triple A et n'a pas pour autant vu son taux d'emprunt augmenter. Au contraire!

La dette publique Japonaise qui s'élève pourtant à près de 200% de son produit intérieur brut (PIB), soit plus de 8000 milliard d'Euros, ne présente pas de danger particulier ni pour sa soutenabilité, ni pour la croissance économique du pays en raison principalement du fait que d'une part il s'agit principalement d'une dette interne détenue à plus de 90% par les épargnants japonais (ménages, banques, investisseurs institutionnels...) qui ont encore des capacités à épargner davantage et d'autre part le Japon, en lien avec ce qui précède, est lui-même un créancier net vis-à-vis du reste du Monde (et notamment les Etats-Unis) avec des réserves de change qui dépassent les 800 milliards d'Euros. Par ailleurs l'Etat lui-même a de considérables marges de manœuvre en termes de prélèvement fiscal sachant que la pression fiscale au Japon dépasse à peine 25% du revenu national.

La dette publique globale (fédérale, des Etats et des Collectivités locales) américaine dépasse largement les 100% du PIB. Elle se conjugue avec un déficit public de l'ordre de 9% du PIB, soit trois fois plus que ce que préconisent les critères de Maastricht. Elle reste néanmoins soutenable du fait de la faiblesse historique des taux d'intérêt courts (moins de 1%, ce qui la rend quasiment gratuite) et en dépit de sa maturité courte (de l'ordre de 5 ans). Les Etats-Unis peuvent toujours monétiser leur dette en la faisant racheter massivement par la Fed, ce qui revient à la financer par la planche à billets.

S'endetter en effet dans sa propre monnaie peut permettre aux Etats souverains que sont les Etats-Unis mais pas encore tout à fait l'Union Européenne, de monétiser leur dette en la faisant racheter massivement par la Fed ou la BCE, ce qui revient à la financer par la planche à billets. Par ce biais on peut favoriser l'inflation et dévaloriser sa monnaie sur les marchés des changes, ce qui peut aussi contribuer à la résorption de la dette d'autant plus aisément que l'effet de relance de l'économie engendré par ces trois facteurs conjugués aura permis de retrouver une croissance soutenue.

○ **VERS UNE RÉGULATION EUROPÉENNE**

CENTRALISÉE AU NIVEAU

L'effet destructeur sur l'économie de la spéculation sur les CDS, passe par l'augmentation des taux d'intérêt des CDS qui pousse à la hausse les taux d'intérêt sur les crédits bancaires et augmente ainsi le coût des emprunts des entreprises privées. Ceci amplifie les difficultés économiques du pays, bloque la reprise, accentue la récession et contribue à aggraver encore plus la situation des finances publiques justifiant encore plus l'anticipation qui avait été faite de défaut de la dette souveraine de l'Etat concerné (Espagne, Portugal, Italie).

La BCE est obligée alors d'intervenir pour éviter l'éclatement de la zone Euro en injectant de la liquidité vers les banques qui engrangent ainsi des profits indus obtenus sans aucun lien avec une quelconque création de richesse réelle voire plutôt par une destruction de richesses réelles (accroissement du chômage, diminution des investissements, augmentation de la pauvreté, diminution des dépenses publiques dans les domaines de la santé, de l'éducation, des budgets sociaux).

Ces comportements sont d'autant plus répréhensibles que les aides d'Etat consacrées au sauvetage du système bancaire de l'UE ont atteint en trois ans (d'octobre 2008 à décembre 2011) 1600 milliards d'Euros, soit l'équivalent de 13% du PIB de l'UE. Certes la plus grande partie de cette somme a permis aux banques de se financer et d'éviter ainsi un «credit crunch» préjudiciable à l'économie, mais il n'en reste pas moins vrai que ces sommes ont lourdement grevé les budgets des Etats et accentué leur endettement.

Il devenait urgent pour les instances européennes de passer du sauvetage au contrôle de l'ensemble du système bancaire.

Des mesures ont été prises le 13 décembre 2012 qui visent à centraliser le contrôle du système bancaire.

En mars 2014 une institution de contrôle unique pour les 200 plus grandes banques sera rattachée à la BCE. Une telle mesure est d'autant plus nécessaire que les actifs des banques représentent 350% des PIB européens nationaux (75% aux USA) et qu'en sa qualité de prêteur en dernier ressort la BCE se devait de mieux connaître et de mieux maîtriser l'ensemble des canaux de transmission de sa politique monétaire en surveillant les banques et en leur interdisant de se livrer à des pratiques spéculatives dangereuses qui gonflent artificiellement leur bilan.

Cette «marche vers l'Union bancaire» (Anne Michel, Service Economie du Monde, article du 13 janvier 2012) «donnera naissance à un système commun de renflouement des banques et de résolution des crises à travers le Mécanisme européen de stabilité (MES) qui interviendra au nom des Etats» pour recapitaliser une banque en difficulté.

Malgré tout on prend aujourd'hui la mesure des résistances nationales et du poids du lobby bancaire sur les milieux politiques. C'est ainsi qu'ont été exclues de ce dispositif les banques britanniques et, en Allemagne, les caisses d'épargne, les banques coopératives et les banques des Länder qui représentent près de 70% du secteur bancaire allemand.

Sur le plan macroéconomique, on a assisté en 2012 avec l'arrivée d'un nouveau gouverneur (Mario Draghi) à un changement d'attitude important de la BCE, d'une part pour éviter l'éclatement de la zone Euro sous la pression des marchés financiers, d'autre part pour cibler l'emploi et la croissance (et non plus l'inflation), imitant en cela la FED qui par sa politique monétaire accommodante («quantitative easing») a ramené le taux d'intérêt à zéro en accompagnant ainsi les politiques budgétaires de relance économique. Cela s'est traduit:

- par le programme LTRO (Long terme Refinancing operation) qui annonce l'apport d'une liquidité infinie aux banques,*
- par l'annonce d'un rachat systématique sans limitation de montant et de durée des titres de la dette publique sur le marché secondaire (Outright Monetary Transactions-OMT) et*
- par la baisse des taux à 0,75%.*

Cette politique nécessaire dans un contexte de déflation ou de désinflation pourrait avec la reprise économique, poser des problèmes de contrôle des liquidités émises massivement par les agents financiers bancaires et non-bancaires. Ces masses énormes de liquidité pourraient alimenter l'inflation en cas de reprise ou créer des bulles spéculatives en n'importe quel secteur et en n'importe quel lieu de la planète, compte-tenu de leur très grande mobilité.

Un problème de crédibilité pourrait aussi apparaître en laissant planer un doute sur l'indépendance de la BCE vis-à-vis du pouvoir politique qui ayant fait pression sur la BCE pour le sauvetage de l'Euro ne poursuivait pas activement les réformes structurelles de compétitivité et d'intégration économique et les réformes sociales de solidarité et de réduction des inégalités dans le but de recréer les conditions d'une croissance durable associée à un assainissement budgétaire et à une réduction de la dette publique.

3. Les Crises de change

Les années 1990 ont été marquées par une succession de crises de change d'une grande violence dans les économies en voie de développement récemment intégrées à la finance internationale. Au Mexique, en 1994, puis, en 1997, en Thaïlande, en Malaisie, en Indonésie, aux Philippines et en Corée, au Brésil en 1999 et en Argentine en 2001, les marchés des changes ont été pris de panique et le cours des monnaies nationales a brusquement chuté, les capitaux financiers ont inversé leur mouvement et fuit ces économies dans lesquelles, peu avant, ils affluaient encore en masse, l'activité économique s'est effondrée. Les économies les plus gravement touchées ont vu un grand nombre de leurs entreprises faire faillite et leur système bancaire s'écrouler.

Les développements théoriques de la littérature relative aux crises de change conduisent à distinguer trois types de modèles. Les modèles théoriques de première génération se sont développés en réponse aux crises de change ayant touché les pays d'Amérique latine au début des années quatre-vingt. Ils tentent, en règle générale, de repérer les situations de déséquilibres macroéconomiques qui rendent inévitable l'abandon de l'objectif de change fixe par les autorités monétaires. Partant de ces modèles, de nombreuses approches empiriques se sont développées, validant l'influence des fondamentaux dans le déclenchement des crises de change.

Dans les modèles de deuxième génération, l'évolution des fondamentaux peut être cohérente avec le régime de change, mais la parité peut être abandonnée car les autorités se basent, rationnellement, sur d'autres variables que les seules réserves de change. Les agents privés auront alors tendance à intégrer dans leurs anticipations le fait que la politique des autorités n'est pas linéaire, mais qu'elle répond à la conjoncture économique au sens large. Dans ce cadre, c'est la soudaine dégradation des anticipations du marché qui provoque la crise, validant ainsi les anticipations des agents.

Les crises de troisième génération apparaissent avec la crise asiatique de 1997. Ces modèles combinent des séquences de crises déjà spécifiées dans les deux générations précédentes. Cette inflexion touche la nature des chocs ou des déséquilibres susceptibles d'enclencher une attaque spéculative tout en privilégiant l'imperfection sur les marchés financiers et la fragilité des systèmes bancaires plutôt que les distorsions macro-économiques.

En particulier, ces modèles apportent un éclairage supplémentaire à la compréhension des crises financières à travers la notion de "crises jumelles". Cette notion marque un déplacement de l'analyse vers la sphère bancaire tout en soulignant la place qu'occupent les mouvements internationaux de capitaux dans les entrées excessives de capitaux et le déroulement des crises.

La particularité des modèles de troisième génération consiste, dès lors, à analyser une dynamique d'instabilité financière sur la base des problèmes de liquidités et d'imperfections de l'information.

Les crises financières sont souvent associées à des crises de balance de paiements, mais pas automatiquement. Un pays dont l'économie et le système financier sont complètement fermés peut être en proie à une crise financière, mais l'absence de transactions en devises lui évitera une crise de la balance des paiements. De nos jours, les deux types de crises surviennent souvent d'une façon concomitante. C'est en partie parce qu'une crise financière pousse les investisseurs nationaux et étrangers à sortir leur argent du pays. Si le pays ne possède pas suffisamment de réserves pour couvrir ces sorties de fonds et d'autres obligations comme le service de la dette, une crise de balance de paiement peut se produire. Le retrait de capitaux internationaux peut aggraver les difficultés des entreprises et des banques, incapables de reconduire les anciens prêts ou d'obtenir de nouveaux financements. Ces facteurs peuvent avoir pour effet d'exacerber une crise préexistante ou de plonger un système financier affaibli dans un état de crise.

Cependant, de nombreux auteurs pensent que les mouvements de capitaux ne peuvent conduire à eux seuls une crise financière.

Au coeur des crises financières de la dernière décennie du siècle dernier, la crise asiatique a été marquée par les comportements spéculatifs des investisseurs internationaux, ainsi que par des brusques revirements de leurs anticipations. Cela a conduit à un enchaînement violent de crashes qui a commencé par l'effondrement du Baht thaïlandais en juillet 1997. L'Indonésie (août 1997), les Philippines (août 1997), la Malaisie (août 1997) et Singapour (septembre 1997) ont ensuite été affectés successivement par la crise. Au début du mois d'octobre de la même année, des pressions spéculatives ont ébranlé Taiwan, menaçant alors de se propager vers Hong-Kong et la Corée du sud. Effectivement, Hong-Kong était en crise à la fin du mois d'octobre 1997 et le won coréen se dépréciait de plus de 25 % en novembre 1997.

Cependant, les faits stylisés des crises financières des années quatre-vingt-dix (particulièrement la crise asiatique) et récemment la crise financière de 2008 montrent la diversité des facteurs déclencheurs des crises financières et la complexité de ces derniers en matière de modélisation.

Les économistes ont créé, à partir de divers critères, un certain nombre de modèles qui tentent d'aider les responsables publics à prévoir les crises à venir, mais ils n'ont obtenu jusqu'à présent que des résultats mitigés. Des tests effectués sur quatre modèles empiriques créés pour l'essentiel avant la crise asiatique ont montré que le meilleur d'entre eux était capable de prévoir la moitié des crises «à l'intérieur de l'échantillon» et un tiers des crises «au-dehors de l'échantillon». Les fausses alertes étaient nombreuses : dans plus de la moitié des cas où tous ces modèles prévoyaient l'arrivée d'une crise, aucune crise ne s'est produite.

Les modèles ont également mis en lumière les variables qui sont les déterminants les plus importants des crises. Toutes les approches testées démontrent que la probabilité d'une crise monétaire augmente lorsque le taux de change réel est surévalué relativement à la tendance, et lorsque la croissance du crédit intérieur et le ratio de la masse monétaire M2 par rapport aux réserves sont élevés. Les amples déficits extérieurs courants et les pertes de réserves accroissent la probabilité d'une crise dans les modèles qui intègrent ces variables. On constate également que des ratios élevés de dette à court terme par rapport aux réserves conduisent à une probabilité accrue de crise.

En économie et en finance, le comportement des agents diffère suivant que l'on se trouve en période d'expansion ou de récession. La consommation des ménages est sensible à l'activité économique. Il en est de même de l'investissement des entreprises. Les investissements des entreprises vont ainsi être sensibles aux variations de certains indices économiques. De même les marchés vont réagir différemment en période de crise, entraînant une augmentation de la volatilité des prix des actifs.

a) Les modèles des crises de change

1) Les modèles de crise de balance de paiements ou d'attaques spéculatives.

Krugman (1979) définit une crise de balance de paiements lorsqu'un gouvernement, ayant initialement opté pour un régime de change fixe, n'est plus capable de maintenir la fixité de sa devise. Il définit une telle crise comme « une situation où un pays perd progressivement ses réserves de change » et où les spéculateurs attaquent la monnaie, généralement avant que ces réserves soient épuisées, ce qui a pour conséquence de réduire effectivement leur montant à zéro.

Pour Krugman, l'aptitude du gouvernement à financer le déficit budgétaire en puisant sur les réserves en devises est déterminée par la volonté des investisseurs de détenir encore de la monnaie nationale. La crise est donc contrainte par la psychologie des investisseurs-spéculateurs pour lesquels une attaque sur les réserves en devise représente un moyen de modifier la composition de leurs portefeuilles en réduisant la part investie dans la monnaie nationale au profit de la monnaie étrangère, du fait de la différence de rémunération.

C'est en déclenchant la ruée sur les réserves de change que les investisseurs réalisent leurs profits : ils vendent la monnaie nationale contre les réserves à la parité fixe. Par conséquent, ils attaquent la monnaie avant la disparition des réserves, de façon anticipée, et forcent ainsi la transition vers un taux de change flottant. Après l'attaque, les investisseurs possèdent des réserves en devises mieux rémunérées qu'ils revendent immédiatement au taux de change flottant, soit à un prix supérieur, d'où la réalisation de leur profit. L'attaque entraîne une dépréciation de la monnaie qui ouvre des perspectives prévisibles de profit pour les investisseurs rationnels.

2) Les modèles des anticipations auto-réalisatrices. Il s'agit d'un processus au cours duquel une prévision exerce une influence sur les événements actuels et détermine les conditions de sa propre réalisation dans l'avenir (effet Œdipe). Les crises de change sont alors susceptibles de se produire indépendamment de l'évolution des grandeurs économiques fondamentales.

Si l'approche des crises de balance des paiements insiste sur le rôle joué par le déclin des réserves de change comme cause de l'effondrement de régimes de change fixes, ces modèles insistent sur le fait que l'abandon de la parité peut être dû à d'autres variables fondamentales de l'économie.

Ces modèles remettent en cause l'unicité de l'équilibre économique. Ils considèrent que l'équilibre sur les marchés de change est indéterminé : il existe plusieurs équilibres pour les mêmes conditions de marché et ce sont les seules anticipations auto-réalisatrices des spéculateurs qui décident de la réalisation de l'un d'entre eux. L'hypothèse cruciale dans ces modèles tient au fait que les politiques économiques ne sont pas prédéterminées mais sont des réponses à des changements dans l'économie, et que les agents économiques prennent ces relations en considération dans la formation de leurs anticipations. Les anticipations et les actions des agents économiques affectent des variables pour lesquels les politiques économiques ont réagi, cette circularité va créer la possibilité des équilibres multiples. L'économie peut alors se déplacer d'un équilibre à un autre sans changement dans les fondamentaux. Elle peut donc être initialement dans un équilibre constant avec un régime de change fixe mais un changement soudain des anticipations peut générer l'effondrement du système.

Ce sont les spéculateurs qui prennent l'initiative de l'attaque et les gouvernements qui décident de la dévaluation: ceci permet d'établir le caractère auto réalisateur des crises. Autrement dit, les anticipations des agents sur le maintien du régime de change dépendent de leurs anticipations sur la réaction du gouvernement face à leurs pressions, réactions guidées par l'intensité de la spéculation et ses conséquences sur la crédibilité du gouvernement. De ce fait, même un régime de change soutenable et compatible avec les autres politiques du gouvernement peut être attaqué et modifié.

On assiste à une «guerre d'usure» entre le gouvernement et les spéculateurs. Le gouvernement tente de résister aux assauts des spéculateurs en augmentant le taux d'intérêt, ce qui rend plus rémunérateurs les placements en monnaie nationale et participe au maintien du régime de change fixe. Néanmoins, une telle politique a un coût pour le gouvernement, et comme les spéculateurs en sont conscients, ils renforceront leurs attaques.

Obstfeld (1997) analyse les différentes décisions que peut prendre un gouvernement pour gérer un régime de change fixe et les possibilités d'équilibre multiples dans un modèle à clause de sortie (escape clause). L'auteur analyse un gouvernement qui souhaite réduire le chômage en pratiquant des dévaluations surprises. De tels actes sont déstabilisants et coûteux en termes d'inflation, d'où un arbitrage entre inflation et chômage. A ce coût s'ajoute un coût spécifique en termes de crédibilité du gouvernement, ce qui, selon Obstfeld, pousse le gouvernement à appliquer l'option de sortie par la dévaluation.

Dans ce type de modèles, la causalité ne joue plus dans un seul sens - exclusivement des fondamentaux vers les anticipations du marché - mais elle fonctionne dans les deux sens. Les anticipations de dévaluation dépendent de la réaction du gouvernement qui dépend également du coût d'ajustement des fondamentaux. En d'autres termes, les fondamentaux peuvent être à l'origine d'une crise mais en un sens beaucoup plus faible que celui suggéré par les modèles d'attaques spéculatives. Même lorsque les fondamentaux sont bons ou ne varient pas, la crise peut toujours se produire.

Ces modèles analysent bien les raisons qui poussent le gouvernement à renoncer à la défense de la parité mais ne peuvent expliquer les raisons qui poussent les spéculateurs sur un marché des changes, à se coordonner pour attaquer telle ou telle monnaie.

3) Les modèles de type micro-économique.

On s'intéresse ici à la nature des chocs ou des déséquilibres susceptibles d'enclencher une attaque spéculative. On privilégie désormais l'imperfection de l'information sur les marchés financiers et la fragilité des systèmes bancaires, plutôt que les distorsions macro-économiques.

Les auteurs qui développent ce type de modèles mettent en interaction la contrainte de crédit des entreprises domestiques privées et l'existence de prix nominaux rigides. Ils intègrent la possibilité d'équilibres multiples, y compris un équilibre de crise de change avec une production faible et une monnaie domestique dépréciée.

Le mécanisme est le suivant : si les prix domestiques sont rigides, une dépréciation de la monnaie conduit à une augmentation de la dette des entreprises en devises et par la suite à une baisse de leurs profits, ce qui réduit la capacité d'endettement des firmes, ceci entraîne la baisse de l'investissement et de la production et par la suite réduit la demande de la monnaie nationale et entraîne la dépréciation de cette dernière. Appliqué au contexte asiatique de 1997, cette approche permet de justifier le choix d'une politique monétaire restrictive pour contrer les effets de la crise de change.

Conclusions

Le Modèle de première Génération de Krugman (1979) et de Flood et Garber (1984) constitue la première étape des recherches consacrés aux crises de change. La crise apparaît quand les fondamentaux macroéconomiques sont perturbés sur le marché monétaire et/ou sur le plan budgétaire. Ces déséquilibres impactent la quantité de réserves disponibles qui s'avèrent insuffisantes. Au-delà d'un seuil critique, les investisseurs internationaux vont anticiper l'abandon de la fixité des changes et vont retirer leurs capitaux liés à des investissements de portefeuille.

La politique macroéconomique nécessite alors un autre pilotage monétaire et budgétaire pour restaurer la confiance des opérateurs internationaux. Les crises des pays émergents d'Amérique Latine des années 1980 valident globalement les hypothèses émises dans le cadre de ce type de modèles: déficits budgétaires excessifs, forte croissance du crédit domestique, réduction des réserves de changes, surévaluation du change réel.

Mais les années 1990 vont éroder le poids des fondamentaux et laisser place à l'importance du phénomène de retournement des flux de capitaux liés à des phénomènes de psychologie collective. De fait, il apparaît que les Modèles de 1^{ère} Génération sont insuffisants pour comprendre la situation asiatique ou coexistent crise de liquidité et crise de change. Même si ces pays connaissent une surévaluation de leur taux de change réel et une inflation plus élevée qu'aux Etats-Unis, ils ont subi des attaques spéculatives quand leur niveau de réserves était important.

Dans le Modèle de deuxième Génération d'Obstfeld (1994), la perspective de crise est inattendue car elle peut apparaître alors même que les fondamentaux sont sains mais que des comportements de défiance sont observés. Nous ne sommes plus dans le processus déterministe des modèles de 1^{ère} génération mais dans un processus de mimétisme et de prophéties auto-réalisatrices.

Le processus de libéralisation financière impulsé dans les années 1990 a autorisé la possibilité d'investissements de portefeuille dans les pays émergents (titres, actifs immobiliers). Attirés par des parités nominales fixes et des taux d'intérêt élevés, les comportements des investisseurs internationaux ont été euphoriques. Or, les comportements euphoriques sont sensibles à tout revirement de considération collective. Et ce, d'autant plus que comme le disait Minsky (1982) : « la fragilité financière est toujours dissimulée car elle est engendrée au cours de la phase d'euphorie ». D'où la formation de nouvelles générations de crise où l'importance de la psychologie des marchés est prééminente.

Les crises de troisième génération apparaissent avec la crise asiatique de 1997 (Krugman (1999)). Ces modèles combinent des séquences de crises déjà spécifiées dans les deux générations précédentes. L'accent est mis sur la nature des chocs ou sur des déséquilibres susceptibles d'enclencher une attaque spéculative. On met en avant l'imperfection des marchés financiers et la fragilité des systèmes bancaires plutôt que les distorsions macro-économiques. Le modèle de Aghion et alii représente les économies asiatiques dans une situation d'équilibres multiples et la sortie de crise nécessite un retour à un équilibre unique. Une politique monétaire restrictive peut être une solution adaptée sous certaines conditions. Il faut notamment que le secteur privé soit fortement endetté en devises mais aussi que le canal du crédit soit peu actif. La hausse du taux d'intérêt directeur a un effet récessif sur l'économie et le canal du crédit a un rôle amplificateur. Le débat sur les effets d'une politique monétaire restrictive est donc bien représenté dans le modèle, la hausse du taux d'intérêt peut renforcer la récession et la dépréciation de la monnaie dans certaines circonstances.

- ***Eviter les crises de 1ère génération*** revient à mettre fin à l'expansion du crédit et freiner la demande intérieure.
- ***Eviter les crises de deuxième génération*** revient à assurer la crédibilité de la politique économique pour éviter les équilibres multiples en s'engageant sur la durée, en se « liant les mains » politiquement et juridiquement pour augmenter le coût d'une remise en cause et en accumulant par précaution des réserves de change (ce qu'ont fait les pays asiatiques depuis 2000).
- ***Eviter les crises de 3ème génération*** revient à limiter l'endettement en devise étrangère, allonger la maturité de la dette extérieure, assurer la liquidité des banques nationales, obtenir des banques étrangères l'engagement de renouveler leurs lignes de crédit sécuriser l'accès aux prêts internationaux.

CONCLUSION

Les incertitudes de la crise actuelle.

- *Risque de déflation: excès de capacités de production, emprunteurs surendettés, hausse du chômage, énormes pertes de richesses pouvant entraîner des taux d'épargne très élevés avec effondrement de la demande, des profits, de l'investissement. Caractère massif et persistant des déficits budgétaires, hausse vertigineuse de la dette, aversion au risque pouvant entraîner une hausse des taux d'intérêt sur l'emprunt public.*
- *Risque de contagion aux économies émergentes. Tarissement de l'afflux de capitaux, chute de la production, réduction de la qualité des actifs.*
- *Incertitude sur l'ampleur des mesures à prendre pour enrayer cette spirale descendante.*
- *Incertitude sur le temps de sortie de crise. L'exemple du Japon qui n'y est pas parvenu en 20 ans n'est guère rassurant.*
- *Incertitude sur le montant des pertes financières. Désordre dans les bilans lié à des déséquilibres structurels des comptes courants.*
- *Ni une restructuration des bilans des Etablissements financier, ni une relance macroéconomique à court terme ne sont en mesure de générer une croissance durable et saine.*

- ***Le secteur financier mondial est loin d'être assaini.***
- ***Le désendettement des secteurs privés des pays fortement endettés n'a pas commencé.***
- ***Le rééquilibrage de la demande mondiale est à peine amorcé.***
- ***On ne peut revenir à une situation du même type que celle qui prévalait avant la crise.***
- ***Incertitude sur les dégâts dans les PMA: chute des IDE, baisse des transferts des migrants, déclin des recettes d'exportation de matières premières, fuite des capitaux, tensions sur les taux d'intérêt et de change, tensions sur les prix alimentaires, risque de famine et d'aggravation de la pauvreté absolue, etc.***
- ***La relative accalmie actuelle est trompeuse et les dégâts futurs risquent d'être considérables et désastreux pour les PMA.***
- ***Estimation des pertes globales du système financier à 4400 milliards de \$ soit l'équivalent de 37 années d'aides officielles au développement à son niveau de 2008.***
- ***Le déficit de refinancement des banques (refinancement à court terme des prêts interbancaires et des titrisations + refinancement à échéance de la dette à long terme) passera de 20700 milliards de \$ à la fin 2008 à 25600 en 2011***

Dans le contexte actuel la gestion macroéconomique des crises implique un certain nombre de mesures coordonnées par des instances supranationales (G20, UE...).

- 1. Les autorités monétaires centrales doivent reprendre le contrôle des banques en les fragmentant en unités de petites taille, et en leur imposant une étroite surveillance assortie de mesures prudentielles drastiques.***
- 2. Il convient de cloisonner les différents compartiments des marchés financiers de façon à limiter les effets de contagion et les risques systémiques.***
- 3. Empêcher les comportements spéculatifs sur les hedges funds et le trading à haute fréquence.***

4. **Limiter les rémunérations** des hauts dirigeants des banques et des sociétés financières à travers les stock options.
5. **Contrôler les agences de notation** et s'assurer de leur professionnalisme et de leur indépendance en supprimant notamment tout conflit d'intérêt réel ou potentiel.
6. **Supprimer les paradis fiscaux** et les circuits de l'argent «sale » (drogue, prostitution, corruption, crime organisé, etc.)
7. **Faire prévaloir une éthique de la finance** qui doit être enseignée dans toutes les écoles de management.

8. **Harmoniser la fiscalité européenne sur les produits financiers notamment.**
9. **Augmenter considérablement le budget communautaire européen pour donner à la commission européenne et à la BCE sous contrôle du parlement européen les moyens d'une véritable politique budgétaire et structurelle.**
10. **Lutter contre la pauvreté et le chômage de masse (notamment des jeunes) en réduisant les inégalités et en faisant prévaloir un esprit de solidarité entre les pays et les régions de l'UE.**

A l'échelle planétaire les politiques de rigueur au Nord vont conduire à réorienter les flux de marchandises vers les nouveaux consommateurs du Sud (les classes moyennes en émergence des pays d'Amérique latine et d'Asie) susceptibles d'alimenter une croissance auto-entretenu Sud-Sud indépendante de la demande des pays du Nord. Il conviendrait alors de recréer les conditions d'une demande du Nord. D'où l'enjeu d'un changement de paradigme: miser sur une nouvelle croissance tirée par la recherche et l'innovation dans des technologies économes en énergie et génératrices de biens et de services «écologiques» qui améliorent la qualité de vie, préservent l'environnement et garantissent la biodiversité et l'accès au bien être et à l'emploi pour tous .

Bibliographie

- **AGLIETTA M. et A. REBERIOUX, (2004), Dérives du capitalisme financier, Editions Albin Michel, 394 p.**
- **BANQUE CENTRALE EUROPEENNE, (2005), « Indicators of financial integration in the Euro area », ECB publication, 30 p.**
- **BEAUR Gérard (2006) « La dette publique dans l'histoire », Comité pour l'histoire économique et financière de la France. »**
- **CARTAPANIS, (2002), « Le déclenchement des crises de change : qu'avons nous appris depuis dix ans ? », Working Paper CEFI (Centre d'Economie et de Finances Internationales), 34 p.**
- **COHEN Daniel, 2009, « La prospérité du vice », Albin Michel, 284p.**
- **COHEN E., (2005), Le nouvel âge du capitalisme : bulles, krachs et rebonds, Editions Fayard, 408 p.**
- **DEHOVE M., (2004), « Crises financières : deux ou trois choses que nous savons d'elles », La Documentation française, Conseil d'Analyse Economique, 155 p.**
- **FIGUET J.M., (2000), « Le prêteur en dernier ressort international », Revue d'économie financière n° 56, pp. 57-75**

- **Galbraith James, K, « L'Etat prédateur », Seuil, « Economie humaine », 314p.**
- **KAMINSKY G. et C. REINHART, (2001), « Financial markets in times of stress », NBER working paper n° 8569, 61 p. Economics Vol. 14, pp.131-156**
- **KINDLEBERGER C., (2004), Histoire mondiale de la spéculation financière, Valor Editions, 346 p.**
- **KRUGMAN Paul, 2009, « Pourquoi les crises reviennent toujours? », Seuil, « Economie humaine », 204p.**
- **STIGLITZ J., (2002), La grande désillusion, Ed. Fayard, 324p.**