



Université d'Oran 2 Mohamed Ben Ahmed
Faculté des Sciences Economiques, Commerciales et des Sciences de Gestion

Polycopié du module

Macrofinance internationale

1^{ère} année de Master Economie monétaire et bancaire
(Semestre 1)

Réalisé par :

ABDELOUAHAB Mohammed Zine El Abidine

Maitre de conférences – B
Département des sciences économiques

Année académique 2022-2023

Université d'Oran 2 Mohamed Ben Ahmed
Faculté des Sciences Economiques, Commerciales et des Sciences de Gestion

Polycopié du module

Macrofinance internationale

:

ABDELOUAHAB Mohammed Zine El Abidine

Année académique 2022-2023

AVANT-PROPOS

Le cours intitulé « **Macrofinance internationale** » s'adresse principalement aux étudiants préparant un Master en « Economie monétaire et bancaire – EMB » au département des sciences économiques – Faculté des sciences économiques, commerciales et des sciences de gestion – Université d'Oran 2 Mohamed Ben Ahmed, compte tenu du programme officiel de leur formation. Il peut s'adresser aussi à tout autre étudiant ou chercheur débutant dans la filière des sciences économiques, qui souhaiterait approfondir ses connaissances de base en matière de macroéconomie financière et monétaire ouverte, afin de pouvoir traiter des sujets plus complexes dans ce domaine par la suite.

Pédagogiquement, le module de « **Macrofinance internationale** » est enseigné aux étudiants de première année dudit Master, au titre du premier semestre. Il classé comme « Unité méthodologique » avec un coefficient de 01 et un crédit de 04 qui lui sont attribués. La charge d'enseignement du module est définie à raison d'une séance de cours de 01h30min par semaine sur une durée de 14 semaines.

TABLE DES MATIERES

Avant-propos	
Table des matières	
Résumés (français, arabe et anglais).....	8
Mots clés	8
Introduction au module	10
<u>Chapitre 1. L'équation des grands équilibres</u>	14
Introduction	16
1. Epargne nationale et solde courant	16
2. L'équilibre de la balance des paiements	18
3. Equilibre macroéconomique en changes flottants	19
4. Equilibre macroéconomique en changes fixes	20
Conclusions	22
Travail à faire	22
<u>Chapitre 2. Les déséquilibres globaux : Description du phénomène</u>	23
Introduction	25
1. Nature du phénomène	25
1.1. Définition	25
1.2. Importance (et enjeux) de la question	26
2. Développement historique	27
2.1. Un précédent historique : le Royaume Uni	27
2.2. Jusqu'aux années 1960	28
2.3. Dans les années 1970	28
2.4. Dans les années 1980	28
3. Développement du phénomène dans les années 1990 et 2000	29
3.1. Prise d'ampleur des excédents / déficit agrégés à l'échelle mondiale	29

3.2. Aggravation du déficit courant US (hors services IT et services financiers)	30
3.3. Ralentissement en Europe et équilibres des paiements (hors Allemagne)	31
3.4. Croissance économique et excédents courants dans les pays émergents et pétroliers..	31
3.5. Excédents courants et accumulation des réserves par pays émergents et pétroliers. ...	32
3.6. Le dollar : une monnaie dominante dans les réserves de change mondiales.....	33
3.7. Les flux de capitaux à partir des années 1990-2000 sont des flux Sud-Nord.....	34
Travail à faire	36

Chapitre 3. Les déséquilibres globaux : Explications et solutions37

Introduction39

1. L'explication des déséquilibres globaux par des facteurs (causes) externes40

1.1. L'hypothèse d'excès de l'épargne mondiale (*Global Saving Glut Hypothesis*)

*Critique l'hypothèse d'excès de l'épargne mondiale*41

1.2. L'hypothèse de Bretton Woods II

1.3. Pénurie d'actifs sûrs

1.4. La « matière noire manquante » (*Dark Matter Hypothesis*)

2. L'explication des déséquilibres globaux par des facteurs (causes) internes43

2.1. Les déficits d'épargne publique et privée

2.2. Le choc de productivité.....

2.3. Les fausses anticipations des investisseurs (*the Wile E. Coyote Moment*)

3. Les solutions pour le problème des déséquilibres globaux45

3.1. Pour les Etats-Unis

3.2. Pour la Chine

3.3. Pour le Japon

3.4. Pour l'Europe

Références bibliographiques pour aller plus loin47

Chapitre 4. Développement financier et croissance économique49

Introduction51

1. Comment le développement financier influence-t-il la croissance économique ?... 51

1.1. Les canaux de transmission entre développement financier et croissance.....

1.2. Les fonctions majeures des systèmes financiers

1.3. Définition du développement financier	52
2. Structure du système financier et relation développement financier-croissance....	52
2.1. Les avantages des intermédiaires financiers	52
2.2. Les avantages des marchés	53
3. Le sens de la causalité entre développement financier et croissance économique...53	53
3.1. Le développement financier entraîne la croissance (Thèse 1)	53
3.2. La croissance stimule le développement financier (Thèse 2)	54
3.3. Une causalité séquentielle (Thèse 3)	54
Questions pour approfondissement	54
Références bibliographiques pour aller plus loin	55

Chapitre 5. La globalisation financière

Introduction	58
1. Eléments de définition	58
1.1. Mondialisation économique	58
1.2. Globalisation financière	59
2. Les facteurs de développement de la globalisation financière	59
2.1. Facteurs de politique économique	59
2.2. Facteurs technologiques	60
2.3. Développement des interconnexions réelles	60
2.4. Les innovations financières	60
3. Mesure de la globalisation financière	61
3.1. Indicateurs de mesure	61
3.2. Composantes des mouvements de capitaux	61
4. Le phénomène de globalisation financière dans une perspective historique	62
4.1. Un antécédent historique : première vague de globalisation (1870-1914)	62
4.2. L'entre deux guerres (1914-1944)	63
4.3. L'ère « Bretton Woods » (1945-1971)	63
4.4. La deuxième vague de globalisation financière (depuis les années 1980)	63
5. Effets de la globalisation financière	64
5.1. Effets positifs	64
5.2. Effets négatifs.....	65

Chapitre 6. Les crises financières et la contagion	66
Introduction	68
I. SUR LES CRISES FINANCIERES	69
1. Quelques définitions du concept de « crises financières »	69
2. Typologie des crises financières	70
2.1. Crise boursière	70
2.2. Crise immobilière	70
2.3. Crise bancaire	70
2.4. Crise de change	71
2.5. Crise de la dette extérieure	71
3. Mécanismes de déclenchement des crises financières	72
3.1. L'éclatement de la bulle spéculative	72
3.2. Le défaut de solvabilité	73
3.3. La fuite des capitaux	74
4. Risque systémique et crise financière	75
II. SUR LA CONTAGION FINANCIÈRE	76
1. Définitions	76
2. Les niveaux de la contagion financière	76
3. Canaux de contagion (ou canaux de transmission des perturbations financières)..	77
3.1. Les théories non-contingentes aux crises	77
3.2. Les théories contingentes aux crises	77
4. Autres aspects de la contagion	78
4.1. Zone géographique de propagation	78
4.2. Niveau d'intégration financière et vulnérabilité à la contagion	78
4.3. Non-linéarité de la probabilité de contagion	78
Conclusions et pistes de réflexion	79
Références bibliographiques pour aller plus loin	80

Macrofinance internationale

Résumé

La Macrofinance internationale se présente comme point de jonction de plusieurs matières, à savoir : la Macroéconomie financière, l'Economie monétaire et financière et la Finance internationale. Ainsi, l'objet (et objectif) du cours est d'étudier « l'implication » de la finance dans l'activité économique selon une approche macroéconomique ouverte. Par « implication » il faut entendre de nombreux aspects relatifs à la sphère financière considérés à une échelle macroéconomique, à savoir : sa nature (flux et stocks de capitaux), ses mécanismes de fonctionnement (déterminants des flux de capitaux), son rôle dans (et interactions avec) la croissance et le développement, les institutions et les systèmes s'y afférant, ainsi que les dysfonctionnements des déséquilibres pouvant en résulter.

Mots-clés : Equilibre macroéconomique ; Mouvements de capitaux ; Système monétaire et financier internationale; Déséquilibres globaux ; Globalisation financière ; Crises financières.

إقتصاد كلي مالي دولي

ملخص

يمكن تقديم مادة الإقتصاد الكلي المالي الدولي على أنها نقطة تقاطع لعدة مجالات في الإقتصاد، وهي: الإقتصاد الكلي المالي، الإقتصاد النقدي والمالي، والمالية الدولية. وبالتالي، فإن موضوع (والهدف من) المقياس هو دراسة « تأثير و تأثير » المالية في و بالنشاط الإقتصادي وفقاً لمنهجية إقتصاد كلي مفتوح. ويجب أن نعني « التأثير و التأثير » العديد من جوانب عالم المال الذي يُنظر فيه على نطاق الإقتصاد الكلي، أي طبيعته (تدفقات و مخزونات رؤوس الأموال)، آليات عمله (محددات تدفقات رأس المال)، دوره في النمو والتنمية (والتفاعلات معهما)، مؤسساته والنظم التي يسير عليها، إضافة إلى ما يمكن أن ينتج عن كل هذا من اختلالات.

الكلمات المفتاحية: التوازنات الاقتصادية الكلية ؛ حركة رؤوس الأموال ؛ النظام المالي والنقدي الدولي ؛ الاختلالات العالمية ؛ العولمة المالية ؛ الأزمات المالية.

International Macrofinance

Summary

International Macrofinance could be presented as a focal point for several economic fields, namely: Financial Macroeconomics, Monetary and Financial Economics and International Finance. Thus, the object (and objective) of the course is to allow students to study the “implication” of finance in economic activity according to an open macroeconomic approach. By “implication” we should understand several aspects of the financial sphere considered on a macroeconomic scale, namely its nature (capital flows and stocks), its operating mechanisms (determinants of capital flows), its role in (and interactions with) growth and development, involved institutions and systems, and the resulting dysfunctions and disequilibria.

Keywords: Macroeconomic equilibrium; Capital flows; International monetary and financial system; Global imbalances; Financial globalization; Financial crises.

INTRODUCTION AU MODULE

L'enseignement du cours de Macrofinance internationale englobe plusieurs parties divisées en chapitres et conçues en gardant à l'esprit trois impératifs méthodologiques : la complémentarité, l'approche d'étude (macroéconomique, institutionnelle ou historique lorsque nécessaire) et le basculement entre apports théoriques et faits stylisés ou constats empiriques.

Dans un premier temps, les enseignements se focalisent sur des éléments d'introduction à la macroéconomie financière, afin de permettre aux étudiants et lecteurs de comprendre la logique macroéconomique des mouvements de capitaux dans une économie ouverte : la relation fondamentale de financement exprimée à travers l'adéquation « épargne-investissement », et qui explique l'existence de ces mouvements, est étroitement liée aux équilibres internes et externes (soldes courant et budgétaire), tandis que la nature du régime de changes adopté influe sur leur composition (flux financiers avec ou sans variations d'avoirs officiels, i.e. les réserves de changes). Ces éléments sont formalisés dans un premier chapitre « L'équation des grands équilibres » puis étudiés empiriquement et selon des faits stylisés dans un second et troisième chapitres focalisés sur le « Phénomène des déséquilibres globaux ».

Le quatrième chapitre « Développement financier et croissance économique » continue à s'intéresser à cette adéquation « épargne-investissement », mais pour élucider cette fois-ci les canaux de transmission et les relations de causalité entre la sphère financière et l'activité économique (croissance). En complément et pour plus d'approfondissement des connaissances, des travaux à faire sont demandés aux étudiants pour traiter de l'effet de l'élargissement du champ de financement (libéralisation financière) sur la l'activité et le développement économiques.

Ainsi conçue, cette première partie du programme du module constitue « le cadre macroéconomique » pour ce qui est de l'objectif principal du cours qui est, rappelons-le, l'étude de l'implication de la finance dans l'activité économique.

La seconde partie des enseignements traite du système de la finance mondialisée qu'est « la globalisation financière » dans un cinquième chapitre, ainsi que des dysfonctionnements de la sphère financière, à savoir les phénomènes de « crises financières et de contagion », dans un sixième chapitre scindé en deux sections. Ainsi, cette partie des enseignements vient comme suite logique à l'étude des modes de fonctionnement de la finance étudiés dans la partie précédente. L'on s'interroge ici sur certaines des conséquences liées au développement de la finance et de ses métiers. Un premier apport théorique est donné sur le phénomène des crises financières et leur transmission domestique et internationale. Des études de cas de crises contagieuses survenues durant les deux dernières décennies et affectant des économies à différents degrés de développement sont présentées en fin de cette partie.

Une troisième partie n'est pas présentée comme enseignements sous forme de cours faisant partie du programme, mais sous forme de travaux de recherche effectués par les étudiants et supervisés par l'enseignant. Ces travaux traitent des thématiques liées à l'environnement financier. Dans ces travaux, les étudiants se focalisent plus particulièrement sur « les acteurs » et « les systèmes » nationaux et internationaux qui forment l'environnement financier (les différents métiers de la finance, et la réglementation des activités ces derniers). L'approche adoptée pour ce faire est une approche institutionnelle. Au total, huit thématiques composent ces travaux (banques, marchés financiers, investisseurs institutionnels, fournisseurs d'indices de marchés, agences de notation, et institutions financières internationales et réglementation prudentielle).

La documentation proposée aux étudiants à titre indicatif comporte des manuels de macroéconomie (financière) et d'autres qui s'intéressent à des sujets plus particuliers, ainsi que des papiers académiques qui se focalisent sur des questions plus précises. Notre objectif à cet égard (consultation de papiers) est d'inciter les étudiants à travailler sur des ressources documentaires en dehors des ouvrages de base et de les faire découvrir aussi la (les) méthodologie(s) de recherche suivie(s) afin de réaliser des études académiques.

De surcroît, une attention particulière est portée au recours à des recueils de données empiriques et au suivi de la chronique financière et économique nationale et internationale ayant pour supports différents types de médias.

En définitive, nous proposons quelques références bibliographiques générales pour le module ainsi que d'autres sources d'informations et de données. En plus de ces références, à la fin de chaque chapitre, une liste est donnée des références citées et des références pour plus d'approfondissement du chapitre étudié.

Ouvrages

Aglietta M., Macroéconomie financière, Tomes 1 (1995) et Tome 2 (1997), La découverte.

Aglietta, (1999), La globalisation financière, in L'économie mondiale 2000.

Blanchard O. et Cohen D., (2009), Macroéconomie, Pearson.

Cartapanis A., (2001), Les marchés financiers internationaux, La découverte.

Faugère J-P. et Voisin C., (2000), « Le système financier et monétaire international : Crises et mutations », Nathan.

Gravereau et J. Trauman (éds.), (2001), "Crises financières", Economica.

Jacquet P. et J-P. Pollin, (2007), Systèmes financières et croissance, Revue d'économie financière.

Krugman P. et Obstfeld M., (2009), Economie internationale, Pearson.

Krugman P. et Wells R., (2009), Macroéconomie, De Boeck.

Mishkin F., (2010), Monnaie, banque et marchés financiers, Pearson.

Ondo Ossa, A., (1999). Economie monétaire internationale, Éditions ESTEM, Paris

Prasad, Roggof, Wei and Kose, (2003), Effects of financial globalization on developing countries, IMF.

Simon Y. (1997). sous la direction de -, Encyclopédie des marchés financiers, Tomes 1 et 2, Economica.

Périodiques et autres

Rapport sur la stabilité financière dans le monde

Perspectives de l'économie mondiale (IMF WEO)

Les Rapports annuels du FMI

Le magazine *Finances et Développement* (FMI)

La revue *Problèmes économiques* (notamment le numéro spécial « Comprendre les crises économiques », nov. 2012)

La revue *Alternatives économiques* (notamment le numéro spécial « La crise », avr. 2009)

Etudes et dossiers spéciaux de la presse spécialisée (ex: « Crises – du Krach de 1929 aux menaces sur l'euro», Collection Le Monde // Histoire, 2013.

Chronique économique et financière quotidienne (infos économiques) à partir de différents supports médiatiques (télévisuels, sites web, pages de réseaux sociaux instructives, etc.).

Chapitre 1

L'équation des grands équilibres

**- ou l'implication des mouvements de capitaux
internationaux dans l'équilibre macroéconomique**

Plan du chapitre

Introduction

1. Epargne nationale et solde courant

2. L'équilibre de la balance des paiements

3. Equilibre macroéconomique en changes flottants

4. Equilibre macroéconomique en changes fixes

Conclusions

Travail à faire

Introduction

Le financement de l'activité économique d'un pays se fait à travers les marchés financiers domestiques en cas d'autarcie financière, c'est-à-dire en présence de restrictions sur les flux de capitaux à l'entrée comme à la sortie (contrôle de capitaux, contrôle de change, ...). Dans ce cas, les besoins de financements ne peuvent être satisfaits que par des sources domestiques de financements.

Toutefois, avec l'instauration d'une mobilité des capitaux, le champ des sources de financement s'élargit à une échelle internationale à travers la sollicitation de financements (directs ou intermédiés) sur les marchés financiers internationaux ou des segments étrangers de marchés domestiques.

Nous allons étudier dans ce qui suit la « logique macroéconomique » des mouvements internationaux de capitaux ainsi que leur contribution à l'équilibre macroéconomique sous deux hypothèses de régime de change (fixe et flottant).

1. Epargne nationale et solde courant

Dans une économie ouverte sur les échanges commerciaux, le produit national Y est composé comme suit :

$$Y \equiv C + I + X + G \quad (1-1)$$

avec :

C : biens de consommation ;

I : biens d'investissement domestique ;

X : biens exportés ;

G : biens de dépenses publiques ;

D'autre part, l'affectation (dépense) du revenu national R , s'écrit :

$$R \equiv C + S + M + T \quad (1-2)$$

avec :

C : part du revenu affectée à la consommation ;

S : part du revenu affectée à l'épargne ;

M : part du revenu affectée à l'importation ;

T : prélèvements d'impôts par l'Etat.

La conception de l'économie en circuit donne l'équivalence suivante :

$$Y \equiv R \equiv D \quad (1-3)$$

Selon les équations (1-1), (1-2) et (1-3) :

$$C + I + X + G = C + S + M + T \quad (1-4)$$

et donc :

$$(X - M) = (S - I) + (T - G) \quad (1-5)$$

Ce qui signifie que le solde courant ($X - M$) doit être égal au solde d'épargne ($S - I$) majoré du solde budgétaire ($T - G$).

Remarques :

- 1) Ce n'est que pour simplification que nous supposons que le solde des opérations courante (ou solde courant) est égal à la différence entre la valeur des exportations des biens X et la valeur des importations des biens M. En réalité, le solde ($X-M$) représente seulement le solde de la balance commerciale, et pour avoir le solde courant, il faut lui rajouter le solde de la balances des services, le solde du compte des revenus des facteurs et le solde des transferts unilatéraux.
- 2) On peut aussi considérer ($S - I$) comme étant le solde d'épargne privée (celle des ménages et des entreprises), et ($T - G$) comme étant le solde d'épargne publique (celui de l'Etat, appelé aussi solde budgétaire). La somme ($S - I$) + ($T - G$) représente le solde d'épargne domestique (ou nationale).

2. L'équilibre de la balance des paiements

Maintenant, nous allons considérer les soldes de la balance des paiements, dont l'équilibre est une égalité entre le solde du compte courant et le solde du compte financier (mouvements nets de capitaux) majoré des variations des réserves internationales (ou de change). Ainsi, l'équation de la balance des paiements s'écrit :

$$(X - M) \equiv (XK - MK) + \Delta R \quad (1-6a)$$

$$\text{ou :} \quad (X - M) - (XK - MK) - \Delta R \equiv 0 \quad (1-6b)$$

avec :

XK : sorties de capitaux ;

MK : entrées de capitaux ;

ΔR : variations des réserves internationales (réserves de change).

Remarques :

- 1) Théoriquement, il n'y a lieu à des variations de réserves qu'en cas de **régime de change fixe** : lorsque le solde courant est excédentaire ou lorsqu'il y a entrée nette de capitaux, la banque centrale intervient sur le marché des changes pour maintenir la parité fixe, ce qui fait augmenter les réserves. Dans le cas contraire (solde courant déficitaire ou lorsqu'il y a sortie nette de capitaux), les réserves diminuent.
- 2) Mais avec un **régime de change flottant**, l'ajustement de la balance des paiements se fait à travers les variations du taux de change et donc il n'y a pas lieu à des interventions par la banque centrale sur le marché des changes.

Ainsi, avec un régime de change flottant : $\Delta R = 0$, et on peut écrire dans ce cas :

$$(X - M) \equiv (XK - MK) \quad (1-7a)$$

$$\text{ou :} \quad (X - M) - (XK - MK) \equiv 0 \quad (1-7b)$$

Donc, en cas d'excédent courant :

$$(\mathbf{X} - \mathbf{M}) > \mathbf{0} \Leftrightarrow (\mathbf{XK} - \mathbf{MK}) > \mathbf{0} \quad (\mathbf{1-8})$$

Cela veut dire qu'en changes flottants, un excédent courant est lié (ou donne lieu) à des sorties nettes de capitaux.

Et en cas de déficit courant :

$$(\mathbf{X} - \mathbf{M}) < \mathbf{0} \Leftrightarrow (\mathbf{XK} - \mathbf{MK}) < \mathbf{0} \quad (\mathbf{1-9})$$

Cela veut dire qu'en changes flottants, un déficit courant est lié à (ou financé par) des entrées nettes de capitaux.

3. Equilibre macroéconomique en changes flottants

Restons toujours en situation de changes flottants, mais revenons sur les écritures de l'équilibre macroéconomique. A partir de (1-5) et (1-7a), nous pouvons écrire :

$$(\mathbf{X} - \mathbf{M}) = (\mathbf{S} - \mathbf{I}) + (\mathbf{T} - \mathbf{G}) = (\mathbf{XK} - \mathbf{MK}) \quad (\mathbf{1-10})$$

Et par voie de conséquence :

$$(\mathbf{S} - \mathbf{I}) + (\mathbf{T} - \mathbf{G}) > \mathbf{0} \Leftrightarrow (\mathbf{X} - \mathbf{M}) > \mathbf{0} \Leftrightarrow (\mathbf{XK} - \mathbf{MK}) > \mathbf{0} \quad (\mathbf{1-11})$$

Interprétation :

Dans un régime de change flottant, un **excédent d'épargne** domestique (qui provient d'une épargne privée excédentaire et/ou d'un excédent budgétaire) correspond forcément à un **excédent courant** accompagné de **sorties nettes** de capitaux.

Et inversement :

$$(\mathbf{S} - \mathbf{I}) + (\mathbf{T} - \mathbf{G}) < \mathbf{0} \Leftrightarrow (\mathbf{X} - \mathbf{M}) < \mathbf{0} \Leftrightarrow (\mathbf{XK} - \mathbf{MK}) < \mathbf{0} \quad (\mathbf{1-12})$$

Interprétation :

Dans un régime de change flottant, un **déficit d'épargne** domestique (qui provient d'une épargne privée excédentaire et/ou d'un excédent budgétaire) correspond forcément à un **déficit courant** avec des **entrées nettes** de capitaux.

4. Equilibre macroéconomique en changes fixes

Essayons maintenant la même démarche en présence de régime de change fixe (ou même un régime intermédiaire) qui donnent lieu à des interventions et donc à des variations des réserves ($\Delta R \neq 0$), comme nous l'avons déjà expliqué.

A partir de (1-5) et (1-6a), on a :

$$(X - M) = (S - I) + (T - G) = (XK - MK) + \Delta R \quad (1-13)$$

Donc :

$$(S - I) + (T - G) > 0 \iff (X - M) > 0 \iff (XK - MK) + \Delta R > 0 \quad (1-14)$$

Interprétation :

Un **excédent d'épargne** domestique correspond forcément à un **excédent courant** avec des sorties nettes de capitaux **et/ou** une augmentation des réserves.

Cela veut dire que :

- 1) soit il y a une situation de sortie nette des capitaux avec une augmentation des réserves ;
- 2) soit une sortie nette des capitaux avec une baisse des réserves moins forte que la sortie nette des capitaux ;
- 3) soit une entrée nette des capitaux moins forte que l'augmentation survenue aux réserves de change.

Et inversement :

$$(S - I) + (T - G) < 0 \iff (X - M) < 0 \iff (XK - MK) + \Delta R < 0 \quad (1-15)$$

Interprétation :

Un **déficit d'épargne** domestique correspond forcément à un **déficit courant** avec des entrées nettes de capitaux **et/ou** une diminution des réserves.

Cela veut dire que :

- 1) soit il y a une situation d'entrée nette des capitaux avec une baisse du niveau des réserves ;
- 2) soit une entrée nette des capitaux avec une augmentation des réserves mais qui est moins forte que l'entrée nette des capitaux ;
- 3) soit une sortie nette des capitaux moins forte que la baisse enregistrée par les réserves de change.

A partir de cela, on peut déduire deux combinaisons (entre balance des capitaux et variation des réserves) qui peuvent paraître paradoxales *a priori* :

- L'excédent courant est associé à une entrée nette de capitaux : dans ce cas, l'augmentation des réserves doit être plus forte que l'entrée nette de capitaux :

$$(S - I) + (T - G) > 0 \iff (X - M) - (XK - MK) > 0 \iff \Delta R > 0 \quad (1-16)$$

- Le déficit courant est associé à une sortie nette de capitaux : dans ce cas la diminution des réserves doit être plus importante que la sortie nette des capitaux :

$$(S - I) + (T - G) < 0 \iff (X - M) - (XK - MK) < 0 \iff \Delta R < 0 \quad (1-17)$$

Conclusions

- Malgré que les mouvements de capitaux relèvent de décisions et de comportements de nature microéconomique ou sectorielle (recherche de rendements, évaluation des risques, niveau du contrôle des capitaux et de changes, etc.), ils restent, cependant, étroitement liés à la situation macroéconomique du pays et traduisent la nature de ses équilibres internes et externes. Les mouvements de capitaux contribuent ainsi au financement du déficit de l'épargne domestique, comme inversement, traduisent une situation d'excédent financier vis-à-vis du reste du monde.
- La nature du régime de change adopté influe sur la composition des mouvements de capitaux (flux financiers avec ou sans règlements officiels).
- Cette schématisation aide à comprendre l'évolution à long terme des mouvements internationaux de capitaux, ainsi que le phénomène des « déséquilibres globaux ». Cependant, un raisonnement complet exigerait la prise en compte des spécificités nationales exprimées sous forme de grandeurs macroéconomiques (différentiels de taux d'intérêt et de taux d'inflation, taux de change réels, différentiels de productivité, etc.).

Travail à faire

- En se basant sur les développements avancés dans le cours sur « l'équation des grands équilibres » et de données empiriques, analyser la situation des pays (ou groupes de pays) suivants dans une perspectives historique : Etats-Unis, Europe occidentale, économies émergentes (dont la Chine), Japon, pays exportateurs de pétrole.
- Etudier, à la lumière des réponses qui précèdent le « phénomène des déséquilibres globaux » en évoquant aussi ses différentes explications.

Chapitre 2

Les déséquilibres globaux

- Description du phénomène

Plan du chapitre

Introduction

1. Nature du phénomène

1.1. Définition

1.2. Importance (et enjeux) de la question

2. Développement historique

2.1. Un précédent historique : le Royaume Uni

2.2. Jusqu'aux années 1960

2.3. Dans les années 1970

2.4. Dans les années 1980

3. Développement du phénomène dans les années 1990 et 2000

3.1. Prise d'ampleur des excédents / déficit agrégés à l'échelle mondiale

3.2. Aggravation du déficit courant US (hors services IT et services financiers)

3.3. Ralentissement économique en Europe et équilibres des paiements (hors Allemagne)

3.4. Croissance économique et excédents courants dans les pays émergents et pétroliers

3.5. Excédents courants avec accumulation des réserves par les pays émergents et pétroliers

3.6. Le dollar américain : une monnaie dominante dans les réserves de change mondiales

3.7. Les flux de capitaux à partir des années 1990-2000 sont des flux Sud-Nord

Travail à faire

Introduction

L'étude de l'équation des grands équilibres et ses variantes dans le chapitre premier nous a permis de comprendre la logique des mouvements internationaux de capitaux (et leur architecture) en relation avec les équilibres macroéconomiques internes (solde d'épargne privée et publique) et externes (soldes courant et financier) d'un pays et la nature de son régime de change (fixe ou flottant). Dans ce second chapitre, nous allons nous baser sur ces enseignements pour comprendre un phénomène économique qui, de par son ampleur, implique considérablement toutes les économies du monde, même si, *a priori*, il paraît en relation avec l'économie d'un seul pays, à savoir les Etats-Unis.

1. Nature du phénomène

Le creusement du déficit courant américain, particulièrement à partir des années 1990, a été très étudié dans les travaux de recherche des années 2000 dans le cadre du débat sur le phénomène des « déséquilibres globaux (ou mondiaux) ».

1.1. Définition

Par « déséquilibres globaux », l'on entend le déficit considérable et grandissant du compte courant des États-Unis et, en contrepartie, les excédents d'autres économies telles que les économies émergentes d'Asie, et à leur tête la Chine, certains pays exportateurs de pétrole, et certaines économies avancées comme le Japon et l'Allemagne.

Les déséquilibres globaux peuvent être résumés par :

- une forte croissance aux Etats-Unis (en dehors des périodes de crises) associée à des déficits courants considérables et d'importantes entrées de capitaux ;
- une croissance modeste en Europe et un équilibre des paiements courants ;
- une expansion (croissance) économique spectaculaire dans les économies émergentes d'Asie associée à des excédents courants massifs ; et

- une accumulation croissante de réserves internationales par les économies émergentes, particulièrement à partir du début des années 2000, ainsi que par les pays exportateurs d'hydrocarbures (excepté 2014-16).

1.2. Importance (et enjeux) de la question

1. L'étude des déséquilibres globaux contribue à faire comprendre les interdépendances entre économies nationales ainsi que la logique et l'évolution des mouvements de capitaux internationaux (cf. l'équation des grands équilibres)
2. Les déséquilibres globaux traduisent d'importants écarts du niveau de croissance entre différentes régions du monde.
3. Les déséquilibres globaux sont combinés aux mouvements transfrontaliers de capitaux qui ne sauraient se perpétuer (qui ne peuvent durer éternellement). Il y a risque de voir les flux de capitaux vers les États-Unis se réduire sévèrement.

Dans ce cas, quels sont les risques liés à une éventuelle réduction des flux de capitaux vers les États-Unis (phénomène de *Sudden Stop*) ?

Dans pareil cas, le dollar pourrait se déprécier rapidement et fortement, les marchés des changes et des capitaux devenir fort instables, et les taux d'intérêt monter en flèche, ce qui compromettrait sérieusement la stabilité monétaire et financière mondiale.

Aussi, ce serait particulièrement préoccupant pour les pays dont l'économie est étroitement liée à celle des États-Unis, ou fortement dépendante du cours du dollar, notamment vis-à-vis de l'euro tel que pour l'Algérie (quasi-totalité des exportations en dollars et une grande partie des importations facturée en euros)¹.

Pour l'Algérie par exemple, une baisse des recettes en dollars (due à sa dépréciation et /ou baisse des cours du pétrole aurait certainement d'importantes retombées sur la situation macroéconomique.

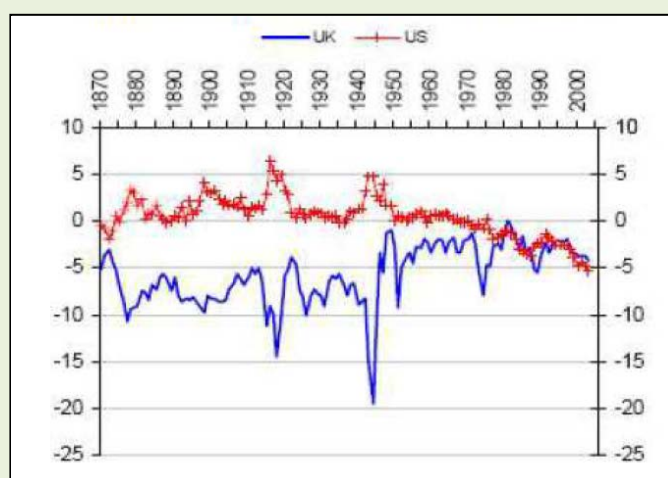
¹ Selon la base de données utilisée dans l'étude Boz et al. (2022), comportant les parts du dollar, de l'euro et d'autres monnaies dans la facturation du commerce mondial, le dollar est utilisé pour 99% des exportations de l'Algérie. Pour les importations, le dollar et l'euro représentent en moyenne 46% chacun (avec des variations selon les années entre 43 et 50%).

2. Développement historique

2.1. Un précédent historique : le Royaume Uni

La Figure (2-1) permet de comparer entre l'évolution du solde commercial du Royaume Uni et des Etats-Unis sur une très longue période (1870 et 2005). On peut remarquer une certaine symétrie des tendances des deux courbes. Le solde commercial du Royaume Uni est déficitaire sur pratiquement l'ensemble de la période mais avec une tendance déclinante à travers le temps : il restait très important (entre 5 et 15%) avant la Seconde guerre mondiale. Après la guerre il s'est réduit considérablement et vacillait entre 0 et 5% (en dehors de la période des chocs pétroliers des années 1970). En parallèle, le solde commercial américain est excédentaire jusqu'au lendemain de la Seconde guerre mondiale, puis connaît une tendance déficitaire croissante à partir des années 1960.

Figure (2-1) : Soldes des balances commerciales US et UK entre 1870 et 2005
(en pourcentage du PIB)



Source : World Financial Data

Cette symétrie des tendances s'apparente à un échange de rôles entre les deux pays après la guerre. En effet, le Royaume Uni a représenté jusqu'à cette période le « pays centre » de l'économie mondiale et du système monétaire et financier international. Après la guerre, les Etats-Unis sont devenus le nouveau (et seul) pays centre du système international. Les déficits externes et internes vont se creuser de plus en plus, tout particulièrement après les années 1980. Ainsi, nous pouvons déduire que le phénomène des déséquilibres globaux n'est pas un phénomène récent et propre aux Etats-Unis : le pays qui est au « centre » du système monétaire et financier international est toujours déficitaire vis-à-vis du reste du

monde : déficits commerciaux et entrées nettes de capitaux de la périphérie (le reste du monde) pour financer ses déficits.

Intéressons-nous maintenant à la phase entre la seconde guerre mondiale et les années 1990 pour comprendre la logique des mouvements internationaux des capitaux durant la période qui a précédé l'explosion des déficits américains et, par conséquent, les déséquilibres globaux.

2.2. Jusqu'aux années 1960

Cette période a été caractérisée mondialement par :

- L'absence d'un véritable marché international de capitaux (possibilités de financement externes réduites)
- Des déficits (et des excédents) courants limités
- Des flux de capitaux **Nord-Sud** (les financements externes provenaient des économies développées vers économies en développement sous formes de crédits principalement).

2.3. Dans les années 1970

Durant cette période, il y a eu deux chocs pétroliers (1973-74 et 1979-80), ce qui a permis aux pays exportateurs de pétrole de réaliser des surplus commerciaux et monétaires (réserves de change) importants.

Les flux de capitaux durant cette période sont des flux **Sud-Sud** qui transitent par les « marchés des euro-dollars » (avoirs en dollars des exportateurs de pétrole déposés dans des banques à l'extérieur des US) : ces avoirs sont transformés par les banques « du Nord » en crédits aux pays en développement (autres que les pays pétroliers).

2.4. Dans les années 1980

Cette période représente un tournant pour le système financier mondial. Elle a été caractérisée par :

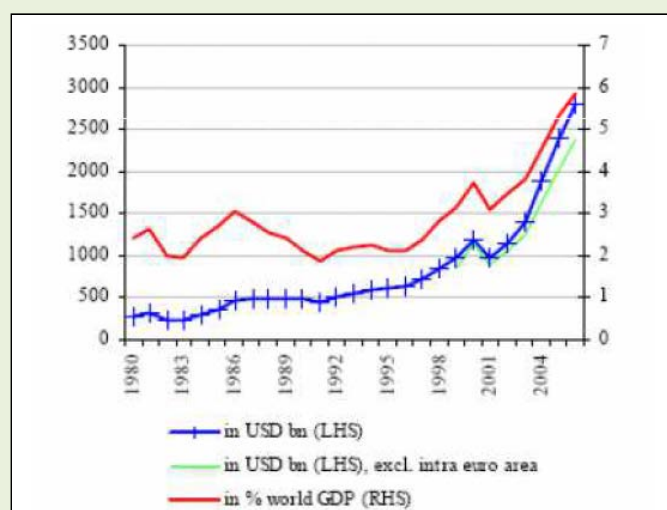
- Début du mouvement de la libéralisation financière et développement du marché financier international à la suite des politiques économiques à caractère libéral initiées dans les pays développés (Etats-Unis et Royaume Uni en premier lieu)².
- Un important déficit courant aux Etats-Unis (3,5% du PNB au milieu des années 1980).
- Une dynamique de flux de capitaux grandissante entre pays développés (flux **Nord-Nord**) : les Etats-Unis sont devenus le premier emprunteur du Japon et de l'Europe (occidentale), ayant des excédents élevés.

3. Développement du phénomène dans les années 1990 et 2000

➤ Prise d'ampleur des excédents / déficit agrégés à l'échelle mondiale

La Figure (2-2) montre bien comment les déséquilibres (somme des excédents et déficits) courants mondiaux en valeur et en pourcentage du PIB mondial ont « explosé » à partir des années 1990.

Figure (2-2) : Somme des valeurs absolues des excédents / déficits
(en milliards USD et en pct. du PIB mondial)



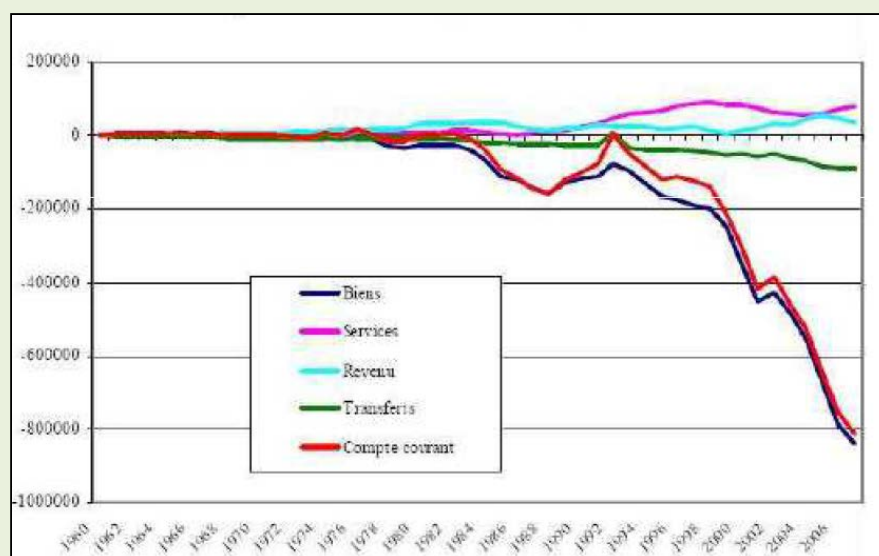
Source : World Financial Data

² Ce point sera traité avec plus de détails dans le chapitre consacré à la « Globalisation financière ».

➤ **Aggravation du déficit courant US (hors services IT et services financiers)**

La Figure (2-3) montre que le déficit courant américain, qui s'est de plus en plus aggravé depuis le début des années 1990, s'explique presque totalement par le déficit de la balance du commerce extérieur des biens (balance commerciale). L'autre poste déficitaire est celui des transferts nets unilatéraux, qui s'explique par le fait que les Etats-Unis, vu leur position de première puissance sur les plans économiques et politiques, octroient des fonds (dons, aides, contributions, etc.) plus qu'ils n'en perçoivent ; les transferts effectués par les migrants résidant aux Etats-Unis font partie de ce poste aussi.

Figure (2-3) : Décomposition du solde courant des Etats-Unis, 1960-2006
(en millions USD)



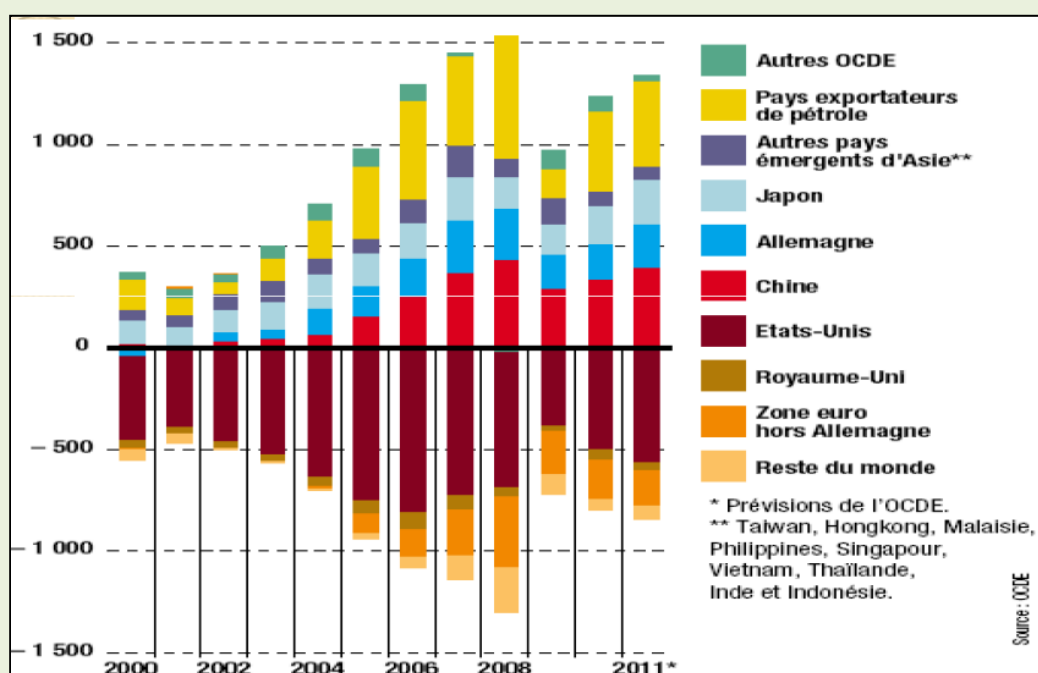
Source : US Bureau of Economic Analysis (BEA)

En parallèle, la balance des revenus est légèrement excédentaire. Elle représente les revenus des facteurs de production, et plus particulièrement le capital : les rendements positifs sur les avoirs et les investissements américains dans le reste du monde, notamment dans les marchés émergents. La balance des services représente le poste excédentaire le plus élevé. Cela s'explique par le leadership des Etats-Unis dans les services liés à un haut savoir scientifique comme les technologies de l'information et de la télécommunication (I.T.) et les services financiers³.

³ On peut faire allusion ici à la controverse liée au « théorème d'Heckscher-Ohlin-Samuelson (HOS) » et au « paradoxe de Leontief » et qui a ouvert la voie aux explications néo-factorielles et néo-technologiques de la spécialisation dans le commerce international. Les Etats-Unis ont un avantage comparatif en matière de

- **Ralentissement économique en Europe et équilibres des paiements (hormis l'Allemagne)**
- **Croissance économique combinée à des excédents courants importants dans les pays émergents (notamment la Chine) et les pays exportateurs de pétrole.**

Figure (2-4) : Excédents et déficits courants de 2000 à 2011
(en milliards USD)



Source : OCDE

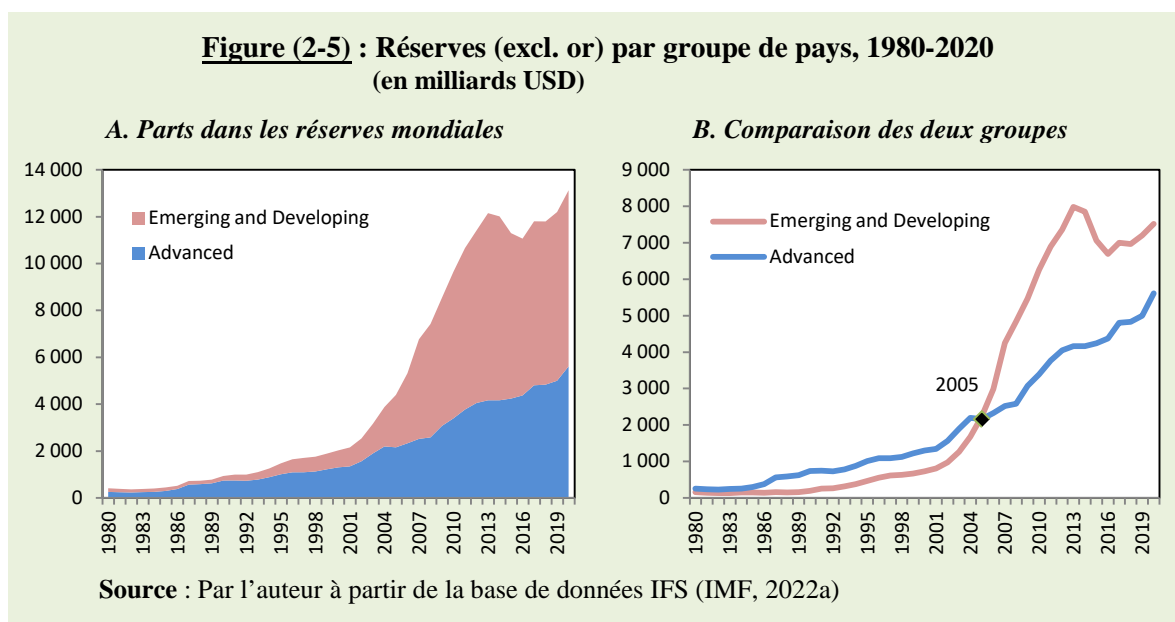
Cette figure résume la répartition des déséquilibres courants parmi les principaux pays et régions du monde. Les Etats-Unis sont de loin l'économie qui a le plus grand déficit. En parallèle, la Chine, les pays exportateurs d'hydrocarbures, le Japon et l'Allemagne sont les principaux pays excédentaires.

Ainsi, ces excédents prennent la forme de sorties de capitaux vers les marchés américains ou de réserves de change détenues principalement en avoirs libellés dollars, comme nous allons le voir dans les développements qui vont suivre.

produits à haute intensité en matière de capital humain et de savoir-faire, en l'occurrence les secteurs de la haute technologie et de la finance.

➤ **Des excédents courants accompagnés d'une accumulation accrue des réserves dans les pays émergents (notamment la Chine) et les pays exportateurs de pétrole**

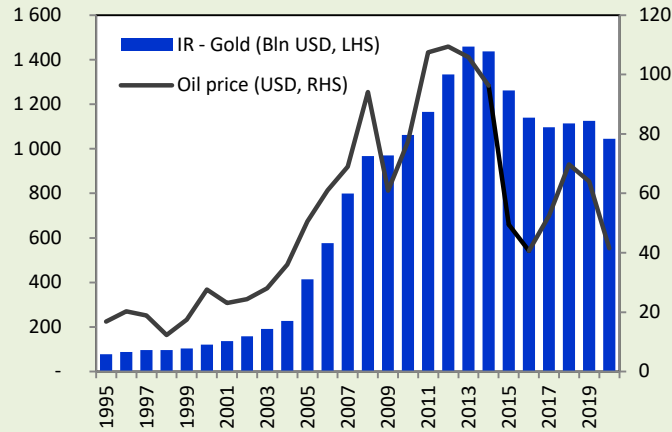
La décomposition des réserves mondiales entre le groupe des économies avancées (AE) et le groupe des économies émergentes ou en développement (EMDE), comme montré par la Figure (2-5), indique que l'accélération mondiale de l'accumulation des réserves est influencée par la tendance des EMDE. La croissance de la courbe AE semble relativement stable sur l'ensemble de la période 1980-2020, tandis qu'une rupture est constatée à partir de 2003 pour les EMDE, où la barre de 1.000 Mrd USD est atteinte pour la première fois. En 2005, le niveau des réserves accumulées par les EMDE, jusque là inférieur à celui relatif aux AE, le dépasse et continue son rythme de forte croissance. L'année 2005 est aussi l'année où la Chine dépasse le Japon comme premier détenteur de réserves.



Le « boom » des prix des matières premières (dont le pétrole à partir de 2004) a bénéficié aux pays en développement exportateurs d'hydrocarbures et s'est répercuté positivement sur leurs soldes courants et stocks de réserves. Par exemple, pour la région Moyen-Orient et Asie Centrale (MECA), dont fait partie un nombre important de grands pays exportateurs d'hydrocarbures, le niveau des réserves détenues est passé de 191,9 Mrd USD en 2003 à 1.437,81 Mrd USD en 2014 (année à partir de laquelle a commencé un retournement de la conjoncture pétrolière jusqu'en 2021). Le volume des réserves accumulées durant cette période (2003-14) a ainsi été multiplié par un facteur de 7,5.

La Figure (2-6) montre une forte synchronisation entre l'évolution des réserves accumulées par ce groupe de pays et celle du prix moyen annuel du pétrole.

Figure (2-6) : Réserves des pays du MECA (excl. or) et cours annuel moyen du pétrole de l'OPEP, 1995-2020*



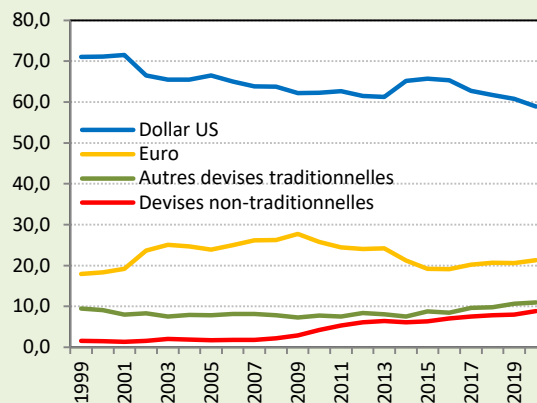
* Les exportateurs d'hydrocarbures de la région MECA sont : Algérie, Arabie saoudite, Azerbaïdjan, Bahreïn, Iran, Irak, Kazakhstan, Koweït, Libye, Oman, Qatar, Turkménistan et Émirats Arabes Unis.

Source : Par l'auteur à partir des bases de données IFS (IMF) et Statista.

➤ **Le dollar américain est la monnaie dominante dans la composition des réserves de change mondiales**

La composition des réserves de change mondiales (Figure 2-7) affiche la domination du dollar américain sur les autres monnaies de réserve comme : l'euro qui arrive en seconde place, les monnaies traditionnelles de réserves (yen, livre sterling et franc suisse), et les monnaies non-traditionnelles (dollars canadien et australien et renminbi chinois).

Figure (2-7) : Composition en devises des réserves mondiales allouées, 1999-2020 (en pourcentage)



Source : Par l'auteur à partir de la base de données COFER (IMF, 2022)

➤ **Les flux de capitaux à partir des années 1990-2000 sont des flux Sud-Nord**

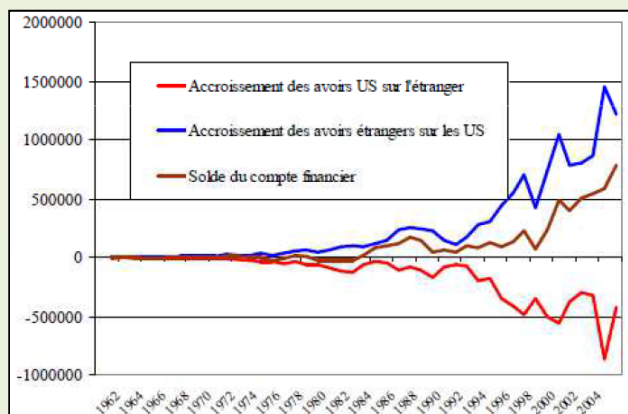
Selon les enseignements de l'équation des grands équilibres, l'économie américaine puisque caractérisée par de grands déficits courants (et budgétaires) et un régime de change flottant, elle doit connaître des entrées nettes de capitaux depuis les reste du monde (les pays excédentaires) pour le financement de ses déficits. Cette prédiction est schématisée par la variante (1-12) étudiée dans le premier chapitre :

$$(X - M) < 0 \quad \Leftrightarrow \quad (S - I) + (T - G) < 0 \quad \Leftrightarrow \quad (XK - MK) < 0 \quad (1-12)$$

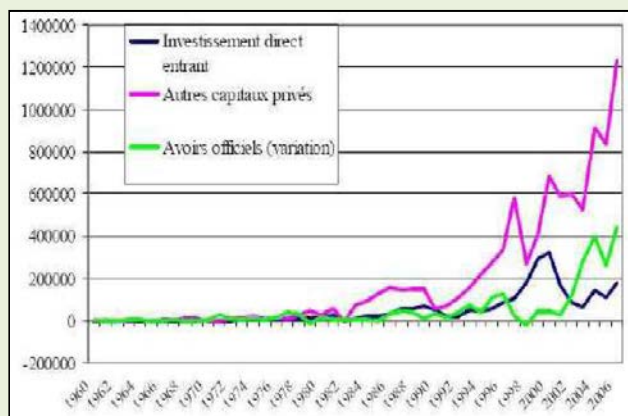
Effectivement, les données empiriques (Figure 2-8 –Graph. A) montrent qu'il y a des entrées nettes de capitaux, d'où le solde de plus en plus excédentaire du compte financier : les entrées des capitaux (ou accroissement des avoirs étrangers sur les résidents américains) dépassent les sorties de capitaux (ou accroissement des avoirs des résidents sur l'étranger).

Figure (2-8) : Entrées nettes de capitaux aux Etats-Unis, 1960-2006

A. Eléments du compte financier des Etats-Unis



B. Composition des entrées de capitaux aux Etats-Unis



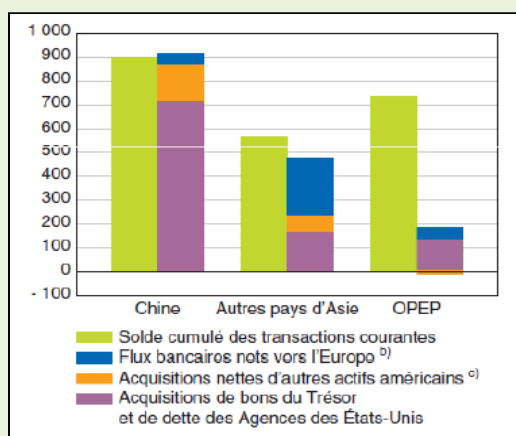
Source : US Bureau of Economic Analysis (BEA)

La Figure (2-8 – Graphique B) nous montre que l’afflux (entrées) de capitaux aux marchés américains prend la forme de :

- 1) investissements directs étrangers (IDE) ;
- 2) d’avoirs officiels des gouvernements étrangers (comme pour l’achat de titres de dette tels que les bons de Trésor ou d’autres agences gouvernementales américaines et qui constituent des actifs pour placement des réserves en dollars) ; et
- 3) de titres de propriété privés (comme des actions ou des placements dans l’immobilier, etc.).

Les capitaux qui financent les déficits internes et externes américains (comme montré dans les figures précédentes) et même d’autres pays développés déficitaires proviennent en grande partie des pays excédentaires comme les pays émergents et à leur tête la Chine et des pays en développement exportateurs d’hydrocarbures (Figure 2-9). C’est pour cela qu’on dit qu’à partir des années 1990 et surtout des années 2000 (c’est-à-dire à partir de l’aggravation du phénomène des déséquilibres globaux), la logique des mouvements de capitaux prend la forme de **flux Sud-Nord**. Ces capitaux sont attirés par le potentiel de croissance de l’économie américaine et les rendements d’actifs élevés, sûres et/ou liquides.

Figure (2-9) : Excédents courants et placements financiers des EMDE dans les AE



Source : World Economic Outlook (IMF)

Travail à faire

Répondre aux questions suivantes en adoptant une démarche analytique :

1. Quelles sont les différentes explications théoriques du phénomène des déséquilibres globaux ?
2. Quelles sont les pistes éventuelles à suivre par les pays majeurs impliqués dans le phénomène pour le résoudre (Etats-Unis, Chine, pays émergents, Japon, Europe).

Chapitre 3

Les déséquilibres globaux

- Explications et solutions

Plan du chapitre

Introduction

1. L'explication des déséquilibres globaux par des facteurs (causes) externes

1.1. L'hypothèse d'excès de l'épargne mondiale (*Global Saving Glut Hypothesis*)

Critique l'hypothèse d'excès de l'épargne mondiale

1.2. L'hypothèse de Bretton Woods II

1.3. Pénurie d'actifs sûrs

1.4. La « matière noire manquante » (*Dark Matter Hypothesis*)

2. L'explication des déséquilibres globaux par des facteurs (causes) internes

2.1. Les déficits d'épargne publique et privée

2.2. Le choc de productivité

2.3. Les fausses anticipations des investisseurs (the Wile E. Coyote Moment)

3. Les solutions pour le problème des déséquilibres globaux

3.1. Pour les Etats-Unis

3.2. Pour la Chine

3.3. Pour le Japon

3.4. Pour l'Europe

Références citées et d'autres pour aller plus loin

Introduction

Dans ce chapitre, nous approfondissons notre étude du phénomène des déséquilibres globaux, qui est un phénomène central dans l'économie mondiale, avons-nous déjà constaté, du fait qu'il implique toutes les régions du monde et définit la logique des mouvements internationaux de capitaux et d'autres variables macroéconomiques telles que les réserves de changes et les soldes externes et internes des pays concernés.

Nous nous focalisons dans ce chapitre sur l'explication des causes qui ont mené à l'aggravation du phénomène avancées dans les travaux scientifiques. Certaines explications avancent des facteurs externes par rapport à l'économie américaine (comme l'hypothèse d'excès de l'épargne mondiale ou celle d'insuffisance de l'investissement, la pénurie d'actifs sûrs, l'hypothèse de la matière noire manquante, Bretton Woods II) ; d'autres avancent des explications internes (comme les déficits d'épargne publique et privée, le choc de productivité, ou les fausses anticipations des investisseurs). Ces travaux abordent aussi la question de la soutenabilité des déficits américains et les conséquences sur la valeur du dollar et son statut de monnaie internationale hégémonique.

Après la présentation des plus importantes explications, nous passons en revue les solutions préconisées pour remédier au problème des déséquilibres. Nous constaterons que les solutions nécessiteraient des mesures à prendre par les différents acteurs majeurs de l'économie mondiale (comme les Etats-Unis, la Chine et les pays émergents, le Japon, l'Europe), ainsi qu'une coordination internationale entre eux.

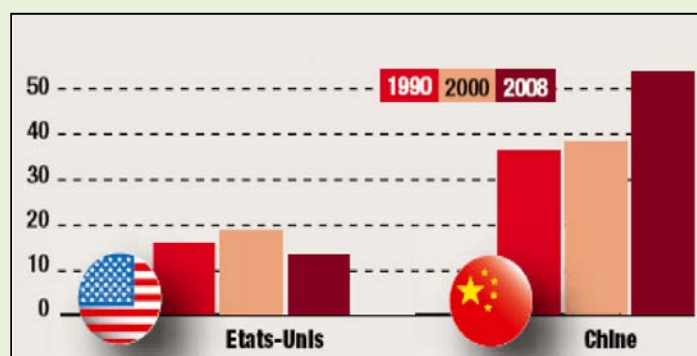
Ce chapitre est un chapitre d'approfondissement pour les étudiants et les chercheurs qui veulent aller plus loin dans la compréhension du phénomène des déséquilibres globaux et d'autres sujets connexes.

1. L'explication des déséquilibres globaux par des facteurs (causes) externes

1.1. L'hypothèse d'excès de l'épargne mondiale (*Global Saving Glut Hypothesis*)

La Figure (3-1) donne un aperçu sur l'écart des taux d'épargnes nationales entre les Etats-Unis (principal pays déficitaire) avec une tendance à la baisse dans les années 2000 et la Chine (principal pays excédentaire) avec une tendance à la hausse.

Figure (3-1) : Taux d'épargne nationale aux Etats-Unis et en Chine
(en pourcentage du PIB)



Source : Aurel-BGC

Parmi qui considèrent que les déficits américains sont soutenables et proposent des facteurs externes pour expliquer les déséquilibres globaux, Bernanke (2005), Clarida (2005), et autres, avancent l'hypothèse « d'excès de l'épargne mondiale » (ou *Global Saving Glut*), selon laquelle le déficit courant (et donc celui de l'épargne aussi) sont dus à des facteurs en dehors des Etats-Unis :

- Forte hausse des taux d'épargne dans les EME pour auto-protection⁴
- Sous-consommation dans les EME notamment
- Manque d'opportunités d'investissement en Asie
- Maintien de taux d'épargne élevés en Europe et au Japon
- Hausse des prix des matières premières, dont le pétrole

⁴ Au niveau microéconomique : pour compenser l'absence de systèmes de sécurité sociale fiables, comme en Chine. Au niveau macroéconomique : pour faire face aux crises financières et de change à travers l'accumulation des réserves.

Ainsi, ces facteurs externes (excédents d'épargne étrangers, et plus spécialement ceux de la Chine, et le gonflement des réserves résultant) s'orientent vers le financement des déficits américains sous forme d'entrées de capitaux, et provoquent la séquence suivante :

- Cette entrée des capitaux aux Etats-Unis fait s'apprécier le dollar et baisser les taux d'intérêt américains.
- Les taux bas conduisent à un lissage intertemporel de la consommation (davantage de baisse de l'épargne privée, hausse de la consommation et de l'endettement).
- Par voie de conséquence, les importations, stimulées par la consommation et la force du dollar, augmentent, parallèlement à une baisse des exportations.

Critique l'hypothèse d'excès de l'épargne mondiale

La critique de l'explication des déséquilibres globaux par le facteur externe qu'est l'excès de l'épargne du reste du monde peut être présentée sous forme de deux questions :

Question 1: Qu'en est-il de l'épargne interne des Etats-Unis ?

La faiblesse de l'épargne interne des Etats-Unis tient à des causes internes :

➤ L'épargne privée :

- Une politique monétaire (américaine) laxiste conduisant à la création d'une forte liquidité et à des taux d'intérêts faibles ;
- Inflation des prix des actifs avec des effets-richeesse qui lui sont associés ;
- La capacité des ménages américains à s'endetter et à « extraire du cash » de leurs plus-values immobilières latentes en utilisant leur propriété comme collatéral et en recourant à la renégociation systématique de leurs emprunts hypothécaires.

➤ L'épargne publique (budgétaire) :

- Les déficits des finances publiques s'amplifient depuis le début des années 1990 : étant donné le déclin spectaculaire de l'épargne des ménages, ces déficits publics n'ont fait qu'aggraver le problème de la balance des paiements courants (déficits jumeaux).

Question 2: Excès d'épargne ou insuffisance d'investissement ?

L'économiste et ancien Economiste en chef au FMI Raghuram Rajan met en cause la faiblesse de l'investissement mondial, ce qui mène à un excédent d'épargne tournée naturellement vers les marchés américains car ils offrent de meilleures opportunités par rapport au reste du monde. Il synthétise le problème des déséquilibres globaux en notant : « *Certains ont suggéré que le monde souffrait d'un excès d'épargne. En fait, le monde n'investit pas assez ... les investissements ont chuté depuis quelques années et leur reprise est encore timide ... Dans les pays industriels, des politiques budgétaires expansionnistes et des taux d'intérêts bas ont favorisé la consommation ou la croissance liée à l'octroi de crédits, particulièrement dans les économies anglo-saxonnes. L'épargne publique a chuté, en particulier aux Etats-Unis et au Japon, et l'épargne des ménages a pratiquement disparu dans quelques pays connaissant des bulles immobilières ...* » (Rajan, 2005)

1.2. L'hypothèse de Bretton Woods II

L'hypothèse d'un « renouveau » du système de Bretton Woods (ou BW II), formulée par Dooley et al. (2003), évoque aussi des facteurs externes pour les déséquilibres globaux, à savoir les politiques de change des économies émergentes, et soutient aussi l'hypothèse de soutenabilité de la position américaine en se basant sur l'idée que l'architecture financière internationale des années 1990, et encore plus les années 2000, est comparable à celle de l'ère BW. Pendant cette dernière, l'Europe et le Japon représentaient « la périphérie » et amassaient des réserves en dollars pour ne pas laisser leurs monnaies s'apprécier et rester compétitifs. Désormais, ce sont principalement les économies émergentes d'Asie, dont la Chine, qui jouent ce rôle en sous-évaluant leurs monnaies, accumulant des réserves importantes et finançant les déficits du « pays centre » : les Etats-Unis.

1.3. Pénurie d'actifs sûrs

Caballero et al. (2008, 2017) rejoignent ceux qui soulignent des facteurs externes pour les déséquilibres globaux. Ils font remarquer que les déficits courants américains croissants, coexistent avec un déclin des taux d'intérêt réels longs et une hausse continue de la proportion (et la valeur) des actifs américains dans le portefeuille détenu par le RdM, notamment les économies émergentes. Selon eux, cela paraît comme une anomalie, car « normalement », la baisse des taux d'intérêt réels longs aux Etats-Unis, en plus de

l'influence du déficit courant sur le dollar dans le sens de la dépréciation, devraient rendre les actifs américains (bons de Trésor par exemple) moins attractifs. Or, la hausse de la part de ces actifs dans le portefeuille du RdM suggère le contraire. Pour Caballero et al. (2008, 2017), ce phénomène –qui est, en réalité, une expression de la question des déséquilibres globaux et de la soutenabilité (continuité du financement) des déficits américains par le RdM– s'explique par une « pénurie d'actifs sûrs » comparables à ceux qu'offrent les marchés américains. Par exemple, dans les années après la crise de 2008-9, même les bons de trésor de plusieurs pays avancés sont devenus très risqués (Italie, Espagne, etc.). Donc, cela assure la soutenabilité des déficits des Etats-Unis et l'impact sur le dollar va dans le sens d'une appréciation puis d'une stabilité à long terme.

1.4. La « matière noire manquante » (*Dark Matter Hypothesis*)

Hausmann et Sturzenegger (2006) se placent aussi dans le groupe des supporters de l'hypothèse de soutenabilité de la position extérieure des Etats-Unis, mais se distinguent de l'analyse standard. Selon eux, les déficits courants américains sont largement surévalués, tandis que les actifs à l'étranger sont largement sous-évalués par les statistiques officielles. Leur argument est que si vraiment les déficits étaient aussi importants, les Etats-Unis devraient payer d'importants intérêts sur leurs dettes. Or, la balance des revenus (pour 2004 par exemple) était effectivement positive, ce qui serait un contre-sens.

Hausmann et Sturzenegger (2006) déduisent qu'il existe une « matière noire manquante de la richesse des nations » (*Missing Dark Matter in the Wealth of Nations*) et qui provient d'une sous-comptabilisation des actifs à l'étranger : les multinationales américaines exportent, en plus des biens et services ordinaires des actifs immatériels associés à leurs IDE (réputation, marque, savoir-faire, etc.), mais qui n'apparaissent pas dans les statistiques commerciales officielles. Ainsi, le déficit américain devrait être moins fort si correctement évalué, et par conséquent il n'y a pas réellement un problème de soutenabilité de la position extérieure (et du dollar) à poser.

2. L'explication des déséquilibres globaux par des facteurs (causes) internes

2.1. Les déficits d'épargne publique et privée

De nombreux travaux mettent l'accent sur le déficit de l'épargne (privée et/ou publique) américaine (Roubini et Setser, 2004; Summers, 2004; Blanchard et al., 2005; et Frankel,

2009). On note pour les années 1990, une faiblesse de l'épargne privée par rapport à un fort niveau d'investissement, mais pas de larges déficits publics. Ainsi, les besoins de financement de l'investissement sont importés (donnant lieu à des entrées nettes de capitaux). A partir de 2001, l'investissement s'affaiblit, et le déficit public se creuse de plus en plus, ce qui implique un endettement croissant vis-à-vis du RdM pour son financement. Selon cette explication, le dollar pourrait connaître une appréciation dans un premier temps puis une dépréciation.

2.2. Le choc de productivité

En parallèle, parmi les travaux qui évoquent des facteurs internes des déficits américains mais qui supposent leur soutenabilité, Engel et Rogers (2006) mettent l'accent sur l'effet d'un choc de productivité anticipé (potentiel de croissance et de rendements d'actifs financiers américains). Cela s'accompagne d'une baisse de l'épargne privée au profit de la consommation et de l'endettement des ménages (substitution intertemporelle) et d'une demande d'actifs américains par des non-résidents et donc une entrée des capitaux privés renforçant le dollar (Engel et Rogers, 2006 ; Engel, 2005).

2.3. Les fausses anticipations des investisseurs (*the Wile E. Coyote Moment*)

Krugman (2007) soutient aussi l'hypothèse d'insoutenabilité à long terme de la position extérieure et se pose la question sur le moment de l'effondrement du dollar qui en résulterait. Pour lui, les investisseurs achetant des bons américains, même à des taux plus hauts qu'ailleurs, le font sur la base d'une fausse théorie (de fausses anticipations) sur la viabilité de l'économie américaine. Le moment venu, ils s'apercevront de leur erreur et liquideront leurs positions. Cela produira une sortie brusque de capitaux et une correction brutale (effondrement) du dollar - c'est ce qu'il appelle : *the Wile E. Coyote Moment*⁵.

⁵ Paul Krugman, Prix Nobel en 2008, utilise pour décrire son hypothèse une métaphore basée sur le personnage d'un dessin animé célèbre : *Wile E. Coyote*. Il note « Pour ceux qui ne connaissent pas les classiques : il y avait souvent des scènes dans le dessin animé *Road Runner* dans lesquels le frustré *Wile E. Coyote* courait au-delà d'une falaise, faisait plusieurs pas dans l'air, puis regardait en bas - et seulement après s'être rendu compte qu'il n'y avait rien sous lui, plongeait-il » (Krugman, 2007, p. 440, NDT).

3. Les solutions pour le problème des déséquilibres globaux

Les déséquilibres mondiaux sont, par définition, un problème pour l'ensemble de l'économie mondiale. Leur correction requiert un effort international concerté entre tous les acteurs (déficitaires ou excédentaires) pour s'attaquer à leurs causes profondes.

3.1. Pour les Etats-Unis

Pour l'économie américaine qui représente le « pays centre » du système monétaire et financier international et le plus grands pays déficitaire, il faudrait mettre en place les mesures suivantes :

- Redressement des finances publiques sur le moyen terme
- Ajustement (dépréciation) du dollar pour stimuler les exportations ; mais est-ce possible ? à quel taux ? et n'est-ce pas déstabilisateur pour l'ensemble de l'économie mondiale ? (Plusieurs thèses)
- Remédier à la faiblesse de l'épargne au détriment de la consommation et de l'endettement (privé et public)
- Réformer les infrastructures pour accroître la productivité des secteurs des biens échangeables ; mais ceci n'aggraverait-il pas davantage le déficit public ?

3.2. Pour la Chine

La Chine représente le plus grand pays excédentaire et financier des déficits américains, comme nous l'avons vu à travers plusieurs développements. Des mesures sont à prendre pour la correction des déséquilibres, comme par exemple :

- Stimuler la consommation interne
- Assouplir la politique de change et réévaluer le renminbi
- Réformer le secteur financier pour faire face au risque de crises et pour une meilleure allocation Epargne – Investissement
- Réduire le contrôle sur les entrées de capitaux et favoriser l'ouverture commerciale aux importations

3.3. Pour le Japon

Le Japon est un grand pays excédentaire et créancier des Etats-Unis, mais qui connaît un quasi-stagnation économique depuis le début des années 1990. Des réformes sont à mettre en place pour corriger la situation de déséquilibre, comme par exemple :

- Redynamiser la demande interne pour retrouver une croissance vigoureuse
- Des réformes structurelles pour faire face aux problèmes démographiques (vieillessement de la population)

3.4. Pour l'Europe

En dehors de l'Allemagne, la situation de l'Europe (Zone euro) est caractérisée par une faible croissance, des rigidités structurelles et un équilibre des paiements, voire un déficit. Pour dynamiser la demande interne et retrouver la croissance, des réformes structurelles sont nécessaires dans :

- Les systèmes des retraites
- Les systèmes de santé
- Le marché du travail

Références citées et d'autres pour aller plus loin

Adda, J., (2011). Les déséquilibres globaux sont de retour, *Alternatives Economiques*, n° 301, avril.

Banque de France, (2011). Déséquilibres mondiaux et stabilité financière, *Revue de la stabilité financière*, n°15, Février (Différents articles).

Bernanke, B. (2005). The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit. Remarks at the *Sandridge Lecture*, Virginia Association of Economics, Richmond, Virginia, March 10.

Blanchard, O., Giavazzi, F., & Sa, F. (2005). The U.S. Current Account and the Dollar. *NBER Working Papers*, No. 11137, February, National Bureau of Economic Research.

Caballero, R., Farhi, E., & Gourinchas, P.-O. (2017). The Safe Assets Shortage Conundrum. *Journal of Economic Perspectives*, 31 (3), 29-46.

Caballero, R., Farhi, E., & Gourinchas, P.-O. (2008). An Equilibrium Model of “Global Imbalances” and Low Interest Rates. *American Economic Review*, 98(1), 358–93.

Carlo, P., (2010). Comment corriger les déséquilibres mondiaux, *L'Observateur de l'OCDE*, n°279, mai.

Clarida, R. H. (2005). Japan, China, and the U.S. Current Account Deficit. *CATO Journal*, 25(1), winter, 111-4.

Dooley, M., Folkerts-Landau, D., & Garber, P. (2003). An Essay on the Revived Bretton Woods System. *NBER Working Papers*, No. 9971, September, National Bureau of Economic Research.

Engel, C., & Rogers, J. (2006). The U.S. Current Account Deficit and the Expected Share of World Output, *Journal of Monetary Economics*, 53(5), July. 1063-93.

Engel, C. (2005). The US Current Account Deficit: A Re-examination of the Role of Private Saving, *RBA Research Discussion Papers*, rdp2005-09, Reserve Bank of Australia.

FMI, *World Economic Outlook (Perspectives économiques mondiales)*, Fonds monétaire international, (Différents numéros)

Frankel, J., (2009). On Global Currencies, Keynote speech for Workshop on “*Exchange Rates: The Global Perspective*.” Sponsored by the Bank of Canada and the European Central Bank, Frankfurt, June 19.

Hausmann, R., & Sturzenegger, F. (2006). Global Imbalances or Bad Accounting? The Missing Dark Matter in the Wealth of Nations. *Harvard CID Working Papers*, N° 124, January.

Krugman, P. (2007). Will there be a dollar crisis? *Economic Policy*, 22(51), July, 436-67.

Larosiere, (de-) J., (2006). Quelques réflexions sur les déséquilibres mondiaux. Séminaire tenu à l'Académie des Sciences morales et politiques, 18-9 janv, Vienne.

Pisani-Ferry, J., (2007). Séminaire sur les déséquilibres globaux. Séminaire tenu à l'Université Paris-Dauphine

Rajan, R., (2005). *The Age.*, Melbourne, September.

Rato, (de-) R., (2005). *Déséquilibres mondiaux et pauvreté - Défis pour l'économie mondiale*, Fonds monétaire international.

Roubini, N., & Setser, B. (2004). The US as a Net Debtor: The Sustainability of the US External Imbalances, *mimeo*, Stern School of Business, New York University.

Summers, L. (2004). The U.S. Current Account Deficit and the Global Economy. Presented at *The Per Jacobsson Lecture*, October 3.

Chapitre 4

Développement financier et croissance économique

Plan du chapitre

Introduction

1. Comment le développement financier influence-t-il la croissance économique ?

1.1. Les canaux de transmission entre développement financier et croissance à long terme

1.2. Les fonctions majeures des systèmes financiers

1.3. Définition du développement financier

2. Structure du système financier et relation développement financier – croissance

2.1. Les avantages des intermédiaires financiers

2.2. Les avantages des marchés

3. Le sens de la causalité entre développement financier et croissance économique

3.1. Le développement financier entraîne la croissance (Thèse 1)

3.2. La croissance stimule le développement financier (Thèse 2)

3.3. Une causalité séquentielle (Thèse 3)

Questions pour approfondissement

Références bibliographiques pour aller plus loin

Introduction

Toute activité économique a besoin de ressources pour son financement. Nous nous focalisons dans ce chapitre à la relation entre le développement de la sphère financière et l'expansion de l'activité économique. Dans un premier temps, nous nous intéressons aux mécanismes permettant au développement d'un système financier de jouer son rôle dans la croissance économique en évoquant les fonctions du système financier et des canaux de transmission entre développement financier et croissance. Dans un second temps, nous essayons de comprendre comment la structure du système financier (finance bancaire / finance de marchés) influence-t-elle la relation développement financier – croissance. Enfin, nous présentons les trois thèses expliquant le sens de causalité entre les variables.

1. Comment le développement financier influence-t-il la croissance économique ?

1.1. Canaux de transmission entre développement financier et croissance à long terme

Les canaux de transmission sont les mécanismes à travers lesquels les actions exercées sur une variable économique affecteraient-elles une autre variable. Le degré d'efficacité (et d'efficience) des canaux de transmission entre épargne et investissement est donc un élément important pour le financement des activités à court terme et le potentiel de croissance à long terme. Cela s'explique par les mécanismes suivants :

- Un accroissement de la proportion de l'épargne transmise au financement de l'investissement, par la baisse des coûts de transaction impliqués dans la collecte de l'épargne et dans son allocation à l'investissement.
- Un accroissement de la productivité marginale sociale du capital, car un système financier performant alloue l'épargne vers les projets les plus rentables, et optimise par conséquent l'effet sur la croissance.
- Le développement d'instruments d'épargne fiables et la rémunération de l'épargne peuvent conduire à la hausse du taux d'épargne, ce qui signifie plus de ressources pour le financement de l'investissement.

1.2. Les fonctions majeures des systèmes financiers

- La facilitation des échanges de biens et services
- La mobilisation et la collecte de l'épargne
- La production d'information sur les investissements envisageables et l'allocation de l'épargne
- La répartition, la diversification et la gestion du risque
- Le suivi des investissements en exécution et le contrôle de la gouvernance

1.3. Définition du développement financier

Levine (2005) appelle développement financier le processus par lequel les instruments, les marchés et les intermédiaires financiers améliorent le traitement de l'information, la mise en œuvre des contrats et la réalisation des transactions, permettant ainsi au système financier de mieux exercer les fonctions définies ci-dessus.

2. Structure du système financier et relation développement financier – croissance

L'étude des avantages (et inconvénients) respectifs des systèmes d'intermédiation (prédominance bancaire) et des systèmes de marchés (importance de la finance directe) permet de mieux comprendre l'effet de la structure du système financier sur la relation développement financier – croissance économique.

2.1. Les avantages des intermédiaires financiers

Les intermédiaires financiers ont l'avantage du fait :

- de la connaissance (détention de l'information) et le contrôle des demandeurs de capitaux ;

- des relations durables qu'ils entretiennent avec les demandeurs de capitaux (mémoire des opérations passées) en privilégiant le potentiel à long terme des projets et des entreprises.

2.2. Les avantages des marchés

Les marchés financiers ont l'avantage de :

- financer les entreprises ou les projets dont le couple rendement – risque est trop élevé pour être supporté par les établissements bancaires ;
- permettre de répartir le risque (dû à la volatilité excessive) sur l'ensemble des acteurs, ce qui permet d'amortir le choc : les crises boursières (localisées) sont assez vite absorbées sur le plan macroéconomique, tandis que le système d'intermédiation (système bancaire) concentre le risque dans les bilans d'un petit nombre d'institutions (risque de faillites bancaires en chaîne nuisant gravement au fonctionnement et à la stabilité macroéconomiques).

3. Le sens de la causalité entre développement financier et croissance économique

Trois thèses ont été développées dans la littérature économique (théorique et empirique) par rapport à la question du sens de causalité entre le développement financier et la croissance économique :

3.1. Le développement financier entraîne la croissance (Thèse 1)

Les développements précédents se basent sur des modèles de croissance endogène qui stipulent une influence causale du développement financier sur la croissance économique : le développement financier « entraîne l'offre de services financiers » qui permet une meilleure allocation des ressources de l'épargne aux besoins de l'investissement et augmente la productivité du capital, et par conséquent stimule le secteur réel (la croissance).

3.2. La croissance stimule le développement financier (Thèse 2)

Contrairement aux analyses précédentes, les théories traditionnelles de la croissance indiquent un sens inverse de causalité : le développement économique entraîne le développement financier. Le système financier joue un rôle passif et s'adapte aux besoins de financement du secteur réel qui se développe de manière autonome. Le développement financier est « induit par la demande de services financiers » en conséquence à la croissance des besoins des ménages et des entreprises.

3.3. Une causalité séquentielle (Thèse 3)

La causalité entre développement financier et croissance économique est « séquentielle » : Le développement financier influencerait la croissance économique au cours des premiers stades de développement économique d'un pays ; ensuite, le sens de la causalité s'inverserait. Autrement dit, le développement financier « entraînant l'offre » prédomine les premiers stades de développement économique du fait qu'il permet un meilleur financement de l'innovation ; mais cet effet diminue graduellement au cours du processus du développement économique jusqu'à s'inverser donnant lieu ainsi à un développement financier « induit par la demande ».

Questions pour approfondissement

1. Donner les principaux travaux qui s'inscrivent dans le cadre des trois thèses sur le sens de causalité entre développement financier et croissance économique.
2. Quels sont les effets de la libéralisation (ouverture) financière sur la croissance économique ? Quelles évidences empiriques (apport des études empiriques) quant à cette question pour les économies développées et les économies en développement ?

Références bibliographiques pour aller plus loin :

Aglietta, M., (1999). La globalisation financière, in *L'économie mondiale 2000*. Edité par le CEPII, Editions la Découverte, Paris, pp. 52-67.

Jacquet, P., et Pollin, J-P., (2012). Systèmes financiers et croissance. *Revue d'économie financière*, No. 106, 2012/2, pp. 77-110.

Levine, R., (2005). Finance and Growth: Theory and Evidence. in P. Aghion and S. Durlauf (eds.), *Handbook of Economic Growth*, Amsterdam: North-Holland, pp. 866-934.

Pagano, M., (1993). Financial Markets and Growth: An Overview. *European Economic Review* 37, pp. 613-22.

Prasad, E., Rogoff, K., Wei, S-J., & Kose, A., (2003). Effects of financial globalization on developing countries, IMF Occasional Papers, No. 220, September 9.

Chapitre 5

La globalisation financière

Plan du chapitre

Introduction

1. Eléments de définition

1.1. Mondialisation économique

1.2. Globalisation financière

2. Les facteurs de développement de la globalisation financière

2.1. Facteurs de politique économique

2.2. Facteurs technologiques

2.3. Développement des interconnexions réelles

2.4. Les innovations financières

3. Mesure de la globalisation financière

3.1. Indicateurs de mesure

3.2. Composantes des mouvements de capitaux

4. Le phénomène de globalisation financière dans une perspective historique

4.1. Un antécédent historique : première vague de globalisation (1870-1914)

4.2. L'entre deux guerres (1914-1944)

4.3. L'ère « Bretton Woods » (1945-1971)

4.4. La deuxième (actuelle) vague de globalisation financière (depuis les années 1980)

5. Effets de la globalisation financière

5.1. Effets positifs

5.2. Effets négatifs

Introduction

Lors de l'étude des déséquilibres globaux dans les chapitres précédents, nous avons constaté que les mouvements internationaux de capitaux constituent un élément considérable dans le fonctionnement de l'économie mondiale et du système monétaire et financier international. Ils impactent de façon majeure les équilibres macroéconomiques des pays ainsi que leurs politiques économiques. Dans le présent chapitre, nous nous concentrons uniquement sur la dynamique de la libéralisation croissante des mouvements de capitaux à l'échelle internationale à partir de années 1980 et accentuée depuis les années 1990, et définissant ce qui est appelé « globalisation financière ».

1. Eléments de définition

1.1. Mondialisation économique

Au sens économique, la mondialisation (ou globalisation) est le processus d'**internationalisation** des transactions industrielles, commerciales et financières.

Ce processus est lié à la **libéralisation** des échanges et à leur **intensification**.

C'est aussi un phénomène d'**intégration économique** : la mondialisation contribue à rendre les pays interdépendants, notamment à cause de **la libre circulation** des biens et des services, des capitaux, des hommes, des idées et de la technologie.

La mondialisation économique se traduit par un effacement progressif des frontières nationales et par un accroissement :

- des échanges de biens et de services,
- des mouvements de capitaux,
- du rôle des entreprises multinationales, et
- des migrations internationales.

1.2. Globalisation financière

Sur le plan financier, on utilise souvent le terme de **globalisation financière** (GF), ce qui ne rend pas pour autant le terme de mondialisation financière faux.

En effet, depuis les années 1980 et 1990, c'est bien **l'aspect financier** qui domine de plus en plus le phénomène de mondialisation.

La **globalisation financière** désigne la **constitution d'un marché global** intégrant les financements extérieurs.

La globalisation financière désigne **le processus de libéralisation quasi-complète des échanges internationaux de capitaux** qui s'est intensifié depuis le début des années 1980, débouchant sur la réalisation d'un marché global des capitaux très peu contrôlé, auquel les économies nationales sont de plus en plus **intégrées**.

Ce volet financier de la mondialisation comporte trois dimensions :

- **géographique** (mobilité des capitaux d'un pays à un autre);
- **fonctionnelle** (le marché de capitaux était compartimenté : marché monétaire, marché boursier, etc.) ; et
- **temporelle** (les marchés fonctionnent 24/24 h et en temps réel)

La globalisation financière est un phénomène matérialisé par une **intensification des mouvements internationaux de capitaux**, ainsi qu'une **déconnexion sphère financière - sphère réelle** (commerce et production).

2. Les facteurs de développement de la globalisation financière

2.1. Facteurs de politique économique

Ce sont les mesures visant une plus grande **libéralisation financière** (libéralisation du compte financier) à travers la réduction, voire l'élimination des restrictions (barrières) sur les flux de capitaux depuis les années 1980/90 (consensus de Washington).

Dans ce sens, le processus de libéralisation financière peut être décrit par la **règle des 3D**:

Déréglementation des mouvements de capitaux : il y a de moins en moins de contrôle sur les changes et sur les flux transfrontaliers de capitaux. Elle favorise les innovations financières

Désintermédiation : de plus en plus, les entreprises ont un accès direct aux marchés des capitaux sans passer par les intermédiaires traditionnels que sont les établissements bancaires.

Décloisonnement des marchés : les différents marchés des capitaux ne sont plus séparés les uns des autres et tous les acteurs peuvent intervenir sur tous les marchés (actions, titres de dette, marchés hypothécaires, marchés des changes).

2.2. Facteurs technologiques

Le développement des technologies de l'information et de la communication (TIC) a permis de faire baisser les coûts de transactions et de transmission de l'information entre différents acteurs de la sphère financière. Cela a été facilité par :

- la baisse des coûts du téléphone ;
- le développement d'internet ;
- les fusions entre sociétés de gestion de marchés. Ex.: en Europe, *Euronext* est né de la fusion des bourses d'Amsterdam, Bruxelles, Paris, Lisbonne et du *Liffe* (Londres), puis a fusionné ensuite (en 2007) avec le *NYSE Group* pour donner le *NYSE Euronext*.
- etc.

2.3. Développement des interconnexions réelles entre économies (commerce international, investissements directs et délocalisations, etc.), d'où l'augmentation des besoins de financement.

2.4. Les innovations financières qui consistent en la création de nouveaux produits financiers procurant une meilleure optimisation du couple rendement - risque.

3. Mesure de la globalisation financière

3.1. Indicateurs de mesure

Pour pouvoir apprécier l'évolution du phénomène de globalisation financière il faudrait pouvoir le **quantifier**. Autrement dit, comment **mesurer le degré d'intégration financière** des économies nationales ?

Plusieurs éléments à prendre en compte:

- Les barrières aux entrées / sorties de capitaux ;
- Les différences / égalisation des prix des actifs similaires entre différents marchés, notamment les taux d'intérêt ;
- Les volumes échangés (bruts ou nets) ;

3.2. Composantes des mouvements de capitaux

Les mouvements de capitaux constituent le vecteur de la globalisation financière. Il serait donc plus intéressant de connaître l'importance relative et l'évolution dans le temps de la structure de ces mouvements.

Les données internationales sont tirées des **balances de paiements** (centralisées par des institutions internationales telles que le FMI).

Le **compte financier** de la balance des paiements enregistre :

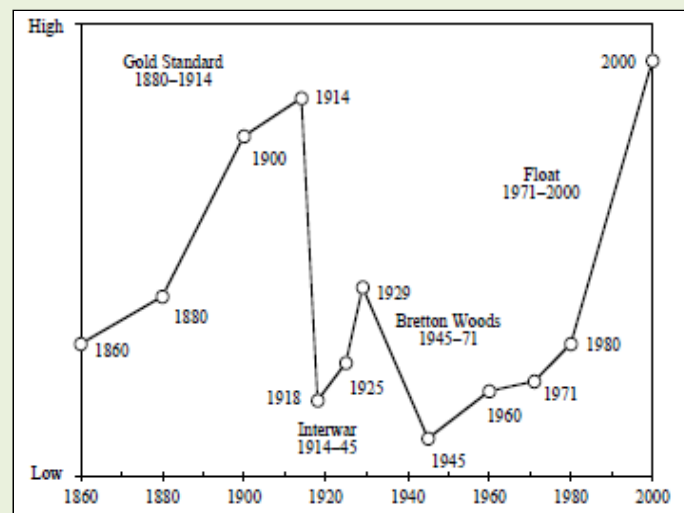
- Les prêts bancaires et les crédits commerciaux;
- Les emprunts obligataires (Etats et entreprises);
- Les investissements de portefeuille (actions)
- Les investissements directs;
- Les aides;
- Les réserves internationales.

4. Le phénomène de globalisation financière dans une perspective historique

Plusieurs observations peuvent être faites à ce propos :

- La globalisation financière n'est pas un phénomène récent.
- La globalisation financière ne s'accroît pas de façon irréversible dans le temps.
- En effet, depuis la fin du XIX^{ème} siècle, il y a eu deux vagues de globalisation financière croissantes, interrompues d'une période de « dé-globalisation » : **évolution en forme de « U »**

Figure (5-1) : Evolution du marché global des capitaux



Source: Obstfeld et Taylor, 2002

4.1. Un précédent historique : première vague de globalisation financière (1870-1914)

Cette période dite de première vague de globalisation fut caractérisée par :

- Le pays « *core* » ou « pays centre » du système financier international était le Royaume Uni.
- Flux de capitaux avec économies développées et économies faisant partie du Commonwealth britannique (prêts, investissements, transferts, ...).

- Cette première vague, à plusieurs égards comparable à la vague actuelle, est due à plusieurs facteurs :
 - Développement technologique (invention du télégraphe, câble transatlantique,..) ;
 - Progrès du transport maritime (canal du Panama, bateaux à vapeur): le développement du commerce international stimule le développement des flux de capitaux ;
 - Stabilité des taux de change et convertibilité des monnaies (Système d'étalon-or).

4.2. L'entre deux guerres (1914-1944)

- Deux guerres mondiales;
- Grande instabilité monétaire durant les années 1920 et échec d'un retour à l'étalon-or ;
- Grande dépression durant les années 1930 suscitant l'adoption de mesures protectionnistes (restrictions commerciales, dévaluations compétitives et contrôle des mouvements de capitaux) ;

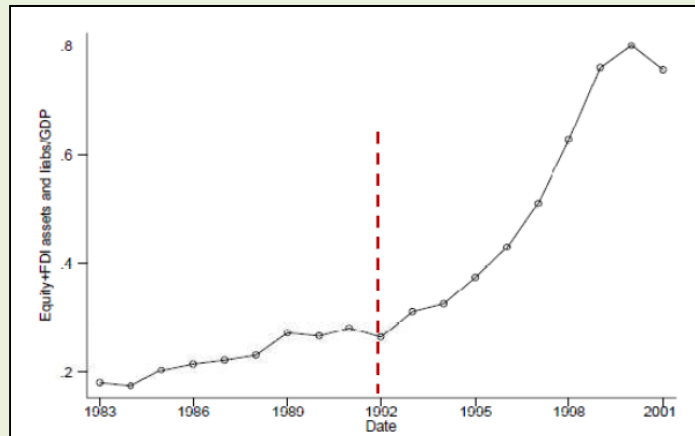
4.3. L'ère « Bretton Woods » (1945-1971)

Malgré la stabilité monétaire conférée par le système de **Bretton Woods**, les mesures de restriction des flux de capitaux depuis les années 1930 ont pu résister, hormis les prêts bancaires et d'autres flux Nord-Nord (plan de développement Marshall, émergence des euro-crédits, etc.).

4.4. La deuxième (actuelle) vague de globalisation financière (depuis les années 1980)

La deuxième vague de globalisation financière est celle qui émergé à partir des années 1980 sous l'impulsion des politique de libéralisation financière aux Etats-Unis (Reaganisme) et le Royaume Uni (Thatchérisme), et qui ont été suivi par la suite par les pays avancés, puis certains économies en développement, ce qui leur a valu le qualificatif d'économies à marchés émergents ».

Figure (5-2) : Evolution des mouvements de capitaux internationaux, 1983-2001



Source : Lane Milesi-Ferretti (2003)

La Figure (2) indique l'essor pris par les mouvements internationaux de capitaux à partir des années 1980. Les auteurs mesurent l'intégration (globalisation) financière par la somme des investissements directs et les investissements de portefeuille sur le PIB global de 14 pays développés.

5. Effets de la globalisation financière

5.1. Effets positifs

La mobilité internationale des capitaux présente de nombreux avantages qui favorisent la croissance des économies. Les canaux de transmission des effets de la libéralisation financière se manifestent à travers:

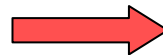
- L'élargissement du champ des ressources financières au-delà des épargnes nationales;
- L'amélioration de l'efficacité financière en termes d'allocation de ressources vers les besoins ;
- La baisse des coûts de l'intermédiation par la finance directe;
- La facilitation des opérations de l'économie réelle comme le commerce international et les investissements directs

5.2. Effets négatifs

La liberté des mouvements internationaux de capitaux fait accroître la vulnérabilité à la volatilité des marchés et aux aléas de la psychologie des investisseurs (spéculateurs).



La sortie brusque et soudaine des capitaux spéculatifs (puisque libres) cause des déséquilibres en termes d'adéquation systémique (ressources-emplois) ou (épargne-investissement) pour l'économie en question.



- **Déclenchement de crises financières**
- **Contagion internationale**

Chapitre 6

Les crises financières et la contagion

Plan du chapitre

Introduction

I. SUR LES CRISES FINANCIERES

1. Quelques définitions du concept de « crises financières »

2. Typologie des crises financières

2.1. Crise boursière

2.2. Crise immobilière

2.3. Crise bancaire

2.4. Crise de change

2.5. Crise de la dette extérieure

3. Mécanismes de déclenchement des crises financières

3.1. L'éclatement de la bulle spéculative

3.2. Le défaut de solvabilité

3.3. La fuite des capitaux

4. Risque systémique et crise financière

II. SUR LA CONTAGION FINANCIÈRE

1. Définitions

2. Les niveaux de la contagion financière

3. Canaux de contagion (ou canaux de transmission des perturbations financières)

3.1. Les théories non-contingentes aux crises

3.2. Les théories contingentes aux crises

4. Autres aspects de la contagion

4.1. Zone géographique de propagation

4.2. Niveau d'intégration financière et vulnérabilité à la contagion

4.3. Non-linéarité de la probabilité de contagion

Conclusions et pistes de réflexion

Références citées et pour aller plus loin

Introduction

Les **crises financières** (CF) représentent des « **moments** » fréquents dans l'évolution du **capitalisme**.

Les dernières décennies ont été marquées par de nombreuses crises financières, frappant le plus souvent des économies **émergentes**, mais aussi des économies **développées** :

- Crise du SME (1992-93)
- Mexique (1994-1995)
- Asie du Sud-Est (1997)
- Russie (1998)
- Brésil (1999)
- Turquie (2001)
- Eclatement de la bulle Internet (2001)
- Argentine (2001-2002)
- Crise des subprimes et Grande Récession (2007-09)
- Crise de la dette souveraine européenne (2010-12)

À côté de leurs conséquences considérables sur l'activité réelle, ...

Tableau (6-1) : Effets réels des crises des économies émergentes

	PIB	Demande domestique
Brésil (1999)	- 3,0	-
Argentine (1999)	- 3,0	-
Hong Kong (1998)	-4,6	-8,5
Indonésie (1998)	-18,4	-20,0
Malaisie (1998)	-5,8	-25,9
Philippines (1998)	-1,2	-8,0
Thaïlande (1998)	-8,0	-23,5

Source : FMI

... la plupart de ces crises ont été caractérisées par un important effet de **propagation (ou de contagion)**. Beaucoup de pays se sont vus affectés par des crises éclatées, originellement, ailleurs.

I. SUR LES CRISES FINANCIERES

1. Quelques définitions du concept de « crises financières »

La crise financière est un **cas extrême d'instabilité financière** :

Pour Eichengreen et Portes (1987), « une crise financière est synonyme d'un trouble sur les marchés financiers, typiquement associé à des chutes de prix d'actifs et de l'insolvabilité parmi les emprunteurs et les intermédiaires (financiers), et transmis à travers le système financier en perturbant la capacité d'allocation du capital dans l'économie. Dans une crise financière internationale, les troubles débordent au-delà des frontières nationales en affectant la capacité d'allocation internationale de capitaux »

Parallèlement à l'aspect d'instabilité financière extrême, une crise financière revêt un caractère de **soudaineté** :

C'est ce que Lutfalla (2001) évoque en notant « (qu') il s'agit bien d'un moment de paroxysme entre une période de fièvre haussière – on dit aujourd'hui de bulle – du prix d'un actif physique ou de papier, et son effondrement subséquent ».

C'est à dire qu'une crise financière peut être perçue comme un « cas où le fonctionnement de l'une des composantes du système financier (monnaie comprise), ou de plusieurs, est **perturbé amplement et soudainement** à travers des fluctuations de même aspect (amples et soudaines) ».

Ces deux définitions font ressortir l'aspect « **rupture** » caractérisant la crise et qui est lié à au caractère soudain du changement. De ce fait, une crise financière peut être considérée comme étant un **point de retournement** lors d'un « cycle financier » qui sépare deux phases de l'évolution du marché à sens contraires (une tendance haussière contre une tendance baissière).

2. Typologie des crises financières

Une crise financière est caractérisée par des **turbulences financières** (liées à la spéculation) affectant le bon fonctionnement d'un ou plusieurs marchés, séparément ou conjointement.

2.1. Crise boursière

C'est un phénomène qui désigne le retournement brutal mettant fin à une tendance haussière des prix des actifs négociés en bourse des valeurs mobilières. L'effondrement brutal des prix des actifs est appelé « krach boursier ». Il est considéré comme fin (et conséquence) inévitable de la « bulle », c'est-à-dire l'évolution positive et continue des prix, et qui est généralement liée à un comportement spéculatif des opérateurs sur le marché boursier vis-à-vis d'une ou plusieurs classes de titres (nouvelles technologies, automobiles, pharmaceutiques, etc.).

Le monde financier a connu une multitude de crises boursières depuis plusieurs siècles, dont les plus importantes en termes d'ampleur de krach et de pertes capitalistiques sont la crise boursière d'octobre 1929 (marquant le début de la Grande dépression des années 1930), la crise d'octobre 1987 aux États-Unis, et plus récemment la crise des valeurs de la "nouvelle économie" dont le premier épisode date de mars 2000.

2.2. Crise immobilière

Similairement au marché boursier, lorsqu'un marché immobilier est libéralisé avec existence d'un marché hypothécaire développé, les prix de l'immobilier font l'objet de bulles spéculatives, jusqu'à ce que celles-ci éclatent et donnent lieu à un krach. Ce dernier est synonyme d'une baisse importante et brutale des valeurs des titres des crédits à l'immobilier, à l'image de la crise des titres de crédits hypothécaires à risque (ou *subprimes*) de 2007-8 qui a affecté les marchés américains puis s'est propagé ailleurs.

2.3. Crise bancaire

Eichengreen (1998) définit la crise bancaire comme « une situation où des paniques ou faillites bancaires (effectives ou naissantes) mènent les banques à la suspension de la convertibilité interne (des dépôts en liquide), ou conduisent le gouvernement à intervenir

pour faire face à cette situation en restituant une partie conséquente du capital bancaire (perdu) » (Eichengreen, 1998, p. 571).

Dans le même sens, Aziz Caramazza et Salgado, (2000) notent « (qu') une crise bancaire se réfère généralement à une situation dans laquelle des paniques bancaires réelles ou potentielles ou des faillites obligent les banques à suspendre la convertibilité interne de leurs dettes, ou contraignent le gouvernement à intervenir à une large échelle pour prévenir ou mettre un terme à ces difficultés » (Aziz, et al., 2000, pp. 5-6).

Selon Miotti et Plihon (2001), les crises bancaires se manifestent selon deux principaux cas de figure : 1) une panique bancaire conduisant à leur fermeture, fusion ou prise de contrôle par le secteur public ou par d'autres institutions financières ; 2) mise en place d'importants plans de sauvetage des banques par les autorités.

2.4. Crise de change

Une crise de change est une situation où apparaissent de brusques variations des taux de change, prenant forme de dévaluation forcée ou de flottement de la monnaie dans le cas d'un régime fixe, ou d'une dépréciation forte et soudaine dans le cas d'un régime de change plus flexible (intermédiaire ou même flottant). Au-delà du changement brutal du taux de change, une crise de change est, généralement, caractérisée par un assèchement rapide des réserves de change et / ou d'une augmentation forte des taux d'intérêt pour faire face, de la part des autorités monétaires, aux attaques spéculatives sur la monnaie locale sur le marché des changes (Aziz et al., 2000).

La décennie des années 1990 a connu plusieurs épisodes de crises de change, tant dans les pays développés que dans les pays émergents, notamment avec les crises du SME (1992-1993), du Mexique (1994-1995), d'Asie du sud-est (1997-98).

2.5. Crise de la dette extérieure

Une crise de la dette extérieure est décrite comme une situation dans laquelle un pays ne peut plus payer sa dette extérieure, qu'elle soit publique ou privée (Aziz. et al., 2000). Ce type de crise prend l'apparence d'un défaut de paiement de la dette extérieure aux créanciers non-résidents, ou lorsqu'elle est libellée en monnaies étrangères. Plus

précisément, le défaut de paiement concerne le service de la dette (intérêts plus une partie du capital) arrivé à échéance.

Lorsque le débiteur est l'État, la dette est dite « souveraine », et la crise se manifeste généralement par l'annonce d'un « moratoire » sur le remboursement qui exprime une déclaration officielle et définitive de la cessation de paiement. La communauté financière internationale se mobilise dans ce cas, souvent sous l'égide du FMI, pour le rééchelonnement de la dette. L'Algérie a fait l'expérience de ce type de crise avec la cessation de paiement au début de 1994, et dans la même année le Mexique au mois de décembre, et par la suite la Russie en août 1998.

3. Mécanismes de déclenchement des crises financières

Nous décrivons ici trois configurations de processus de déclenchement d'une crise financière. Chacune de ces configurations porte sur un aspect financier particulier lié à la nature des turbulences.

La présentation distincte vise la simplification de l'explication des mécanismes de déclenchement des crises. Cela dit, une crise financière peut être (ou est souvent) caractérisée par plusieurs, voire tous ces aspects dans le même intervalle temporel.

3.1. L'éclatement de la bulle spéculative

Une **bulle spéculative** correspond à la situation où, sur un marché financier (boursier, immobilier ou des changes), le prix d'un actif (ou d'une classe d'actifs) s'éloigne d'une manière durable et importante du prix d'équilibre théorique, tel que défini par les « **fondamentaux** ».

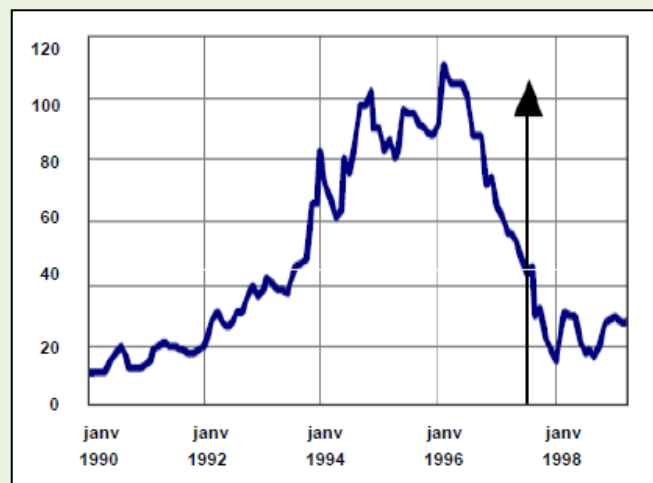
- Sur un marché d'actions par exemple, le prix fondamental est défini comme étant la somme actualisée des flux de revenus anticipés que l'action doit générer (théoriquement).
- Sur un marché des changes, la valeur fondamentale du taux de change peut être le taux de change d'équilibre qui reflète les fondamentaux macroéconomiques.

Les crises boursières et immobilières se traduisent souvent par l'**éclatement** d'une bulle spéculative débouchant sur un **krach**, significatif d'une chute brutale des valeurs (prix) sur le marché en question.

Rôle de la spéculation dans la formation et l'éclatement de la bulle

- Le développement de la bulle résulte de **comportements spéculatifs** liés à des **anticipations optimistes** à propos de l'évolution future des cours.
- La disparition des motifs d'optimisme ou la prise de **conscience des risques** liés aux modalités de financement des opérations spéculatives, renversent l'état de sentiment des investisseurs et par conséquent leur comportement : la bulle s'éclate donnant lieu à un krach.

Figure (6-1) : Crise boursière en Thaïlande en 1997
(Capitalisation boursière en Mds USD)



Source : Latinier (2005)

3.2. Le défaut de solvabilité

Une crise financière peut être due à l'insolvabilité de certains acteurs économiques ou financiers. Les banques sont vulnérables au risque **d'insolvabilité de leurs débiteurs**. Ce risque est éventuellement à l'origine d'une crise bancaire consistante.

La **crise** elle-même est susceptible de générer une situation d'insolvabilité pour les firmes ou les investisseurs sur les marchés à cause d'une crise boursière ou de change par exemple.

Une crise par défaut de solvabilité peut avoir comme origine l'incapacité d'un **emprunteur souverain** (l'État) à honorer sa dette.

La crise par défaut de solvabilité (privée ou souveraine) peut être aussi due au (ou accentuée par le) fait que la **dette soit libellée en monnaie étrangère** :

- En cas de **forte dépréciation de la monnaie domestique** par rapport à la monnaie d'endettement, la charge de la dette augmente sensiblement et affecte la solvabilité des débiteurs.
- Eichengreen, Hausman et Panizza (2003) évoquent ce problème à travers ce qu'ils appellent « **péché originel** (ou *Original Sin*), défini comme **l'incapacité d'un pays à emprunter de l'extérieur dans sa propre monnaie**.

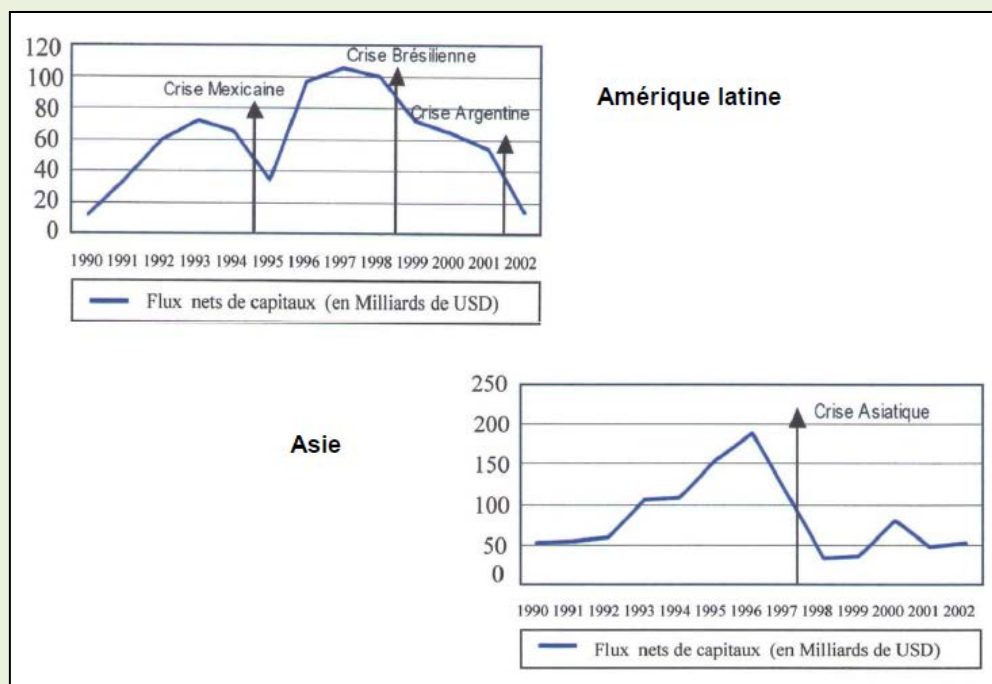
3.3. La fuite des capitaux

La fuite des capitaux se manifeste souvent comme un phénomène de « **panique financière** » qui décrit le processus dans lequel les créanciers ou les **investisseurs retirent leurs capitaux** lorsqu'ils s'aperçoivent que les conditions de rendement se dégradent. Les effets de « **mimétisme** » ou de « **boule de neige** » tendent à donner une ampleur dramatique au revirement des capitaux.

Plusieurs raisons peuvent être derrière une fuite des capitaux :

- Les créanciers (non-résidents) découvrent que les dettes à court terme des agents débiteurs (résidents) dépassent leurs actifs de même échéance.
- L'insolvabilité d'un gros emprunteur crée une panique parmi ses créanciers conduisant à ce qu'une compétition s'installe entre eux pour tenter de limiter le plus leurs pertes, ce qui débouche sur un assèchement des liquidités, d'où des faillites en chaîne dans les secteurs bancaire et réel.

Figure (6-2) : Revirement des capitaux et crises financières des économies émergentes



Source : Latinier (2004)

4. Risque systémique et crise financière

Pour Cartapanis (2004), « c'est le risque que la **défaillance d'un agent** économique face à ses engagements contractuels puisse **se transmettre** aux autres participants, en proie à des défaillances le long d'une **chaîne de réactions** conduisant à des **difficultés financières croissantes** ».

Pour Aglietta et Moutot (1993), le risque systémique est « l'éventualité qu'apparaissent des états économiques dans lesquels les **réponses rationnelles des agents individuels** aux risques qu'ils perçoivent, loin de conduire à une meilleure répartition des risques par diversification, amènent à **élever l'insécurité générale** ».

II. SUR LA CONTAGION FINANCIÈRE

1. Définitions

Il existe quatre niveaux de définition de la contagion financière dans la littérature économique :

- Sous sa forme la plus large, le terme recouvre simplement la **transmission internationale des chocs**. Certains auteurs considèrent qu'il y a contagion dès qu'il y a influence mutuelle, et que les voies de contagion sont celles de l'interdépendance (Masson, 1998 ; Dornbusch et al., 2000).
- D'autres la définissent comme étant une situation dans laquelle la **connaissance de l'existence d'une crise à l'étranger augmente la probabilité d'occurrence** d'une crise dans un pays (Eichengreen et al., 1996 ; Kaminsky et Reinhart, 2000).
- Définition plus restreinte : Edwards (2000) souligne que la contagion n'est que le **co-mouvement excédentaire** (des valeurs sur différents marchés) qui persiste après la prise en compte des fondamentaux et des chocs communs.
- D'autres limitent davantage la signification du terme : Forbes et Rigobon (2001,2002) présentent la contagion comme étant un cas où les **corrélations entre marchés (en termes de prix) augmentent lors des épisodes de crises**.

2. Les niveaux de la contagion financière

La notion de contagion ne couvre pas seulement le sens de transmission des perturbations financières à une dimension internationale. A vrai dire, il existe trois niveaux de contagion financière selon l'échelle des perturbations :

- Au niveau d'un **marché spécifique** où s'échange un titre (ou un type de titres) monétaire(s) ou financier(s) ;

- Au niveau d'un **système financier national** où différents marchés domestiques sont liés systématiquement (illustrant ainsi une crise systémique);
- Au **niveau international** : C'est le phénomène par lequel les perturbations observées sur les marchés de capitaux d'un pays ou d'une région déclenchent une crise financière dans d'autres pays ou régions.

3. Canaux de contagion (ou canaux de transmission des perturbations financières)

Deux types de canaux de transmission:

- La contagion basée sur les fondamentaux (théories non contingentes aux crises).
- La contagion basée sur le comportement des investisseurs (théories contingentes aux crises)

3.1. Les théories non-contingentes aux crises

Cette approche soutient que la transmission des chocs s'effectue par des canaux d'**interdépendances fondamentales identiques** entre périodes de crises et non-crisis.

- Chocs communs (Corsetti et al., (1998 ; Moreno et Trehan 2000 ; Frankel et Roubini, 2001 ; etc.) ;
- Interdépendances fondamentales entre économies :
 - Liens commerciaux (Eichengreen et al., 1996) ;
 - Liens financiers et bancaires (Aglietta, 1998,2000 ; Kaminsky et Reinhart, 2000, etc.).

3.2. Les théories contingentes aux crises

Cette deuxième approche assume, à l'inverse du premier groupe de théories, que les **mécanismes de transmission changent durant les crises**, et que les liens entre marchés nationaux ne restent pas stables, mais s'intensifient après les chocs.

Une « vraie contagion » ou « contagion pure » ne peut être transmise que par le seul **comportement des investisseurs** en dehors de tout lien fondamental. Ainsi, la thèse de la panique des investisseurs remplace la thèse de détérioration des fondamentaux.

- Mécanismes liés au comportement des investisseurs (Masson, 1998 ; Edwards, 2000 ; Dornbusch et al., 2000 ; Forbes et Rigobon, 2001,2002 ; etc.).
- Contagion politique (Drazen, 1999), n'est pas directement liée au comportement des investisseurs mais plutôt à l'économie politique.

4. Autres aspects de la contagion

4.1. Zone géographique de propagation

De nombreux travaux qui confirment l'existence de la contagion, et en particulier ceux qui attestent l'importance des interdépendances fondamentales, trouvent que la propagation des crises financières et de change revêt un aspect régional plutôt que global. C'est à dire que la probabilité d'affectation est plus importante au sein d'une région lorsque le « centre » se trouve dans celle-ci.

4.2. Niveau d'intégration financière et vulnérabilité à la contagion

La vulnérabilité à la contagion devient de plus en plus importante avec le développement des marchés en termes de taille (capitalisation), de liquidité (volumes échangés / capitalisation) et d'intégration aux marchés internationaux.

4.3. Non-linéarité de la probabilité de contagion

Le fait qu'un seul pays soit « victime » d'une crise n'est pas synonyme d'une grande probabilité de contagion vers d'autre pays, dans la même région ou dans d'autres. Cependant, si plusieurs pays sont en crise, la probabilité de contagion vers un pays quelconque augmente notablement.

Conclusions et pistes de réflexion

La vulnérabilité à la contagion peut être considérée comme un indicateur d'émergence financière – synonyme d'un stade relativement avancé en termes d'ouverture et de développement financiers.

Ce stade de développement et d'intégration financière aux marchés internationaux de capitaux peut être défini comme étant un « seuil de vulnérabilité au risque systémique international ».

En effet, il paraît pertinent de s'interroger sur la vulnérabilité d'une économie (anciennement) en développement, passée au rang de « marché émergent », au déclenchement d'une crise financière ou de change, sous l'influence de facteurs domestiques ou par contagion.

Reinhart et Rogoff (2008) font remarquer, en étudiant huit siècles de crises financières, que le passage entre différents stades de développement, notamment de celui d'économie émergente à celui d'économie avancée, conduit quasi systématiquement à des crises financières.

À quoi ressemblerait, et quel timing aurait « **la première crise** » ou ce qu'on pourrait appeler « **la crise de l'émergence** » des économies (actuellement) en développement, telles que **l'Algérie**, après avoir réalisé un certain niveau d'ouverture et de développement financiers ?

Références citées et pour aller plus loin

Aglietta M. et Moutot P., (1993). Le risque de système et sa prévention. *Cahiers économiques et monétaires de la Banque de France*, n° 41, pp. 21-53.

Aglietta M., (1998). La maîtrise du risque systémique international. *Economie internationale*, n° 76, 4^{ème} trim, pp. 41-67.

Aglietta M., (2000). Flux de capitaux et crises de liquidité : Défi pour une politique prudentielle internationale. *Revue d'économie du développement*, n° 1-2 / 2000.

Aziz J., Caramazza F. et Salgado R., (2000). Currency crises: In search of common elements. *IMF Working Papers*, n° 00/67, Fonds Monétaire International, mars.

Cartapanis A., (2004). *Les marchés financiers internationaux*. La Découverte, Paris.

Corsetti G., Pesenti P. et Roubini N., (1998). What caused the Asian currency and financial crisis ?. Part I: A macroeconomic overview. *NBER Working Papers*, n° 6833, National Bureau of Economic Research, décembre.

Dornbusch R., Park Y-C. et Claessens S., (2000). Contagion: Understanding how it spreads. *The World Bank Research Observer*, vol. 15, n° 2, pp. 177-197, août.

Drazen A., (1999). Political contagion in currency crises. *NBER Working Papers*, n° 7211, National Bureau of Economic Research, juillet.

Edwards S., (2000). Interest rates, contagion and capital controls. *NBER Working Papers*, n° 7801, National Bureau of Economic Research, juillet.

Eichengreen B. et Portes R., (1987). The anatomy of financial crises. *NBER Working Papers*, n°2126, National Bureau of Economic Research, janvier.

Eichengreen B., (1998). Exchange rate stability and financial stability. *Open Economies Review*, vol. 9, supplément 1, janvier, pp. 569-607.

Eichengreen B., Hausmann R. et Panizza V., (2003). Currency mismatches, debt intolerance and original sin: Why they are not the same and why it matters ?. *NBER Working Papers*, n° 10036, National Bureau of Economic Research, octobre.

Eichengreen B., Rose A. et Wyplosz C., (1996). Contagious currency crises. *NBER Working Papers*, n° 5681, National Bureau of Economic Research, juillet.

Forbes K. et Rigobon R., (2001). Contagion in Latin America: Definitions, measurement and policy implications. *Economia*, vol. 1, n° 2, printemps, 2001, pp. 1-46.

Forbes K. et Rigobon R., (2002). No contagion, only interdependence : Measuring stock market co-movements. *Journal of Finance*, vol. 57, n° 5, octobre, pp. 2223-2261.

Frankel J. et Roubini N., (2001). The role of industrial country policies in emerging market crises. *NBER Working Papers*, n° 8634, National Bureau of Economic Research, décembre.

Kaminsky G. et Reinhart C., (2000). On crises, contagion and confusion. *Journal of International Economics*, vol. 51, n° 1, juin, pp. 145-168.

Latinier A., (2004). Indicateurs de crises de change : Enseignements théoriques. *Flash Eco*, n° 2004-17, Crédit Agricole, août.

Latinier A., (2005). Indicateurs de crises de change : Revue des indicateurs avancés. *Flash Eco*, n° 2005-06, Crédit Agricole, février.

Lutfalla M., (2001). Les crises financières : Des accidents fréquents. in J. Gravereau et J. Trauman (éds.), "*Crises financières*", Economica, Paris.

Masson P., (1998). Contagion: Monsoonal effects, spillovers, and jump between multiple equilibria. *IMF Working Papers*, n° 98/142, Fonds Monétaire International, septembre.

Miotti L. et Plihon D., (2001). Libéralisation financière, spéculation et crises bancaires. *Economie internationale*, n° 85, 1^{er} trim, pp. 3-36.

Moreno R. et Trehan B., (2000). Common shocks and currency crises. *Working Papers in Applied Economic Theory*, n° 2000-05, Federal Reserve Bank of San Francisco, avril.

Reinhart C. et Rogoff K., (2008). This time is different: A panoramic view of eight centuries of financial crises. *NBER Working Papers*, n° 13882, National Bureau of Economic Research, mars.

