

## ***L'approche NATREX (Natural Real Exchange Rate)***

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

**IV**

**CARACTÉRISTIQUES**

**DE LA**

**MONDIALISATION**

**ET**

**GESTION DES CRISES FINANCIÈRES**



# A. Caractéristiques de la mondialisation

# 1. Définitions.

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

## 2. Facteurs de la globalisation

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

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

### 3. Mesure de la globalisation

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

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

## 4. Les agents de la globalisation

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

## 5. Les grandes questions autour de la globalisation

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



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

# B. La gestion des crises financières

## **Introduction:**

### **Les différentes formes de crise financière.**

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

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

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

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

	<b><i>Krachs boursiers</i></b>	<b><i>Crises bancaires</i></b>	<b><i>Crises de change</i></b>
<b><i>Définition</i></b>	<b><i>On assiste à l'éclatement d'une « bulle spéculative » avec un effondrement brutal des cours des titres qui est lui-même lié à un mouvement de défiance généralisé qui amène la plupart des opérateurs à vendre leurs titres.</i></b>	<b><i>Elles prennent la forme de paniques des déposants, se traduisant par des « ruées » aux guichets, et entraînant des faillites bancaires en chaîne.</i></b>	<b><i>Les crises de change se traduisent par une baisse brutale du cours des monnaies à la suite d'attaques spéculatives.</i></b>  <b>UNC</b> <b>Février 2013</b>

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

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



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

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