

Système financier international et déséquilibres mondiaux

Philippe Martin

Plan de la séance

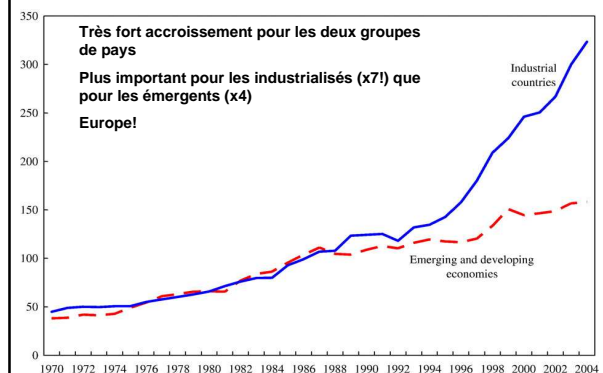
- 1. Quelques faits stylisés sur l'intégration financière internationale
- 2. Les déséquilibres mondiaux et la crise financière
- 3. Le rôle du dollar

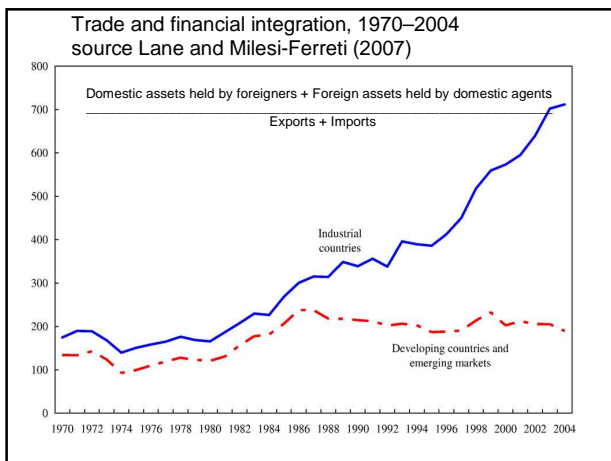
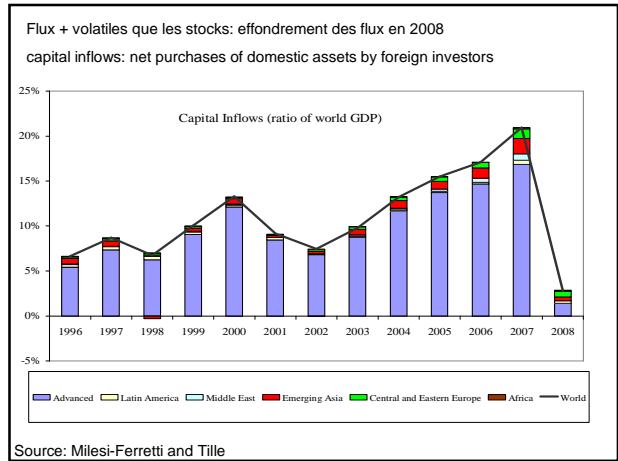
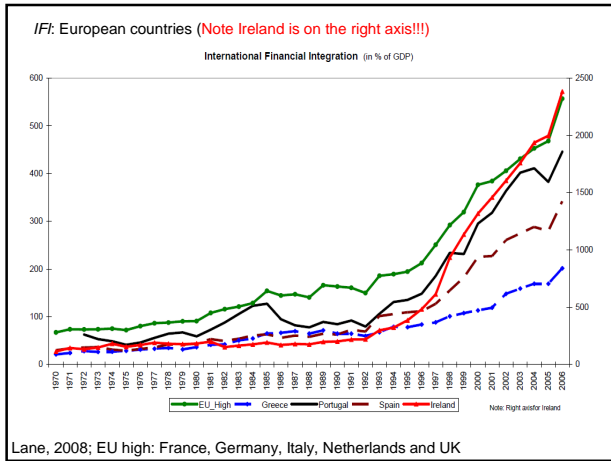
Faits stylisés sur la mondialisation financière

1. L'intégration financière beaucoup plus forte et rapide que l'intégration commerciale, dans les pays industrialisés
2. Mesure de l'ouverture au commerce:
 - (Exports + Imports)/PIB
3. Mesure de l'intégration financière:
 - **Flux**: transactions financières entre agents nationaux et étrangers: ventes et achat de titres de dette, actions, investissement direct étranger... (flux)
 - **Stocks**:
(Actifs domestiques détenus par étrangers + Actifs étrangers détenus par domestiques) / PIB

International financial openness, 1970–2004

Domestic assets held by foreigners + Foreign assets held by domestic agents/ GDP
source Lane and Milesi-Ferreti (2007)





Deux formes de mondialisation

- « Réelle »: flux commerciaux
- Financière: flux financiers
 - Jugement normatif différent (même FMI)
 - Evidence empirique:
 - Développement financier a un impact positif sur la croissance (pour pays émergents)
 - Peu d'evidence empirique ouverture financière ⇒ croissance
 - Ouverture financière accroît fréquence et sévérité des crises économiques

II. Déséquilibres mondiaux

Rappel: épargne, investissement et compte courant (CC)

$$S = Y - C - G \quad \text{et} \quad Y = C + I + G + EX - IM$$

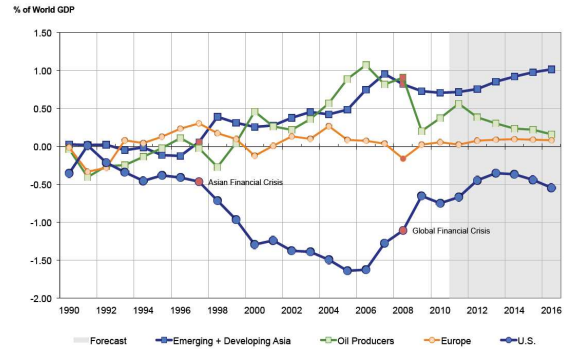
$$S + Y = Y - C - G + C + I + G + EX - IM$$

donc

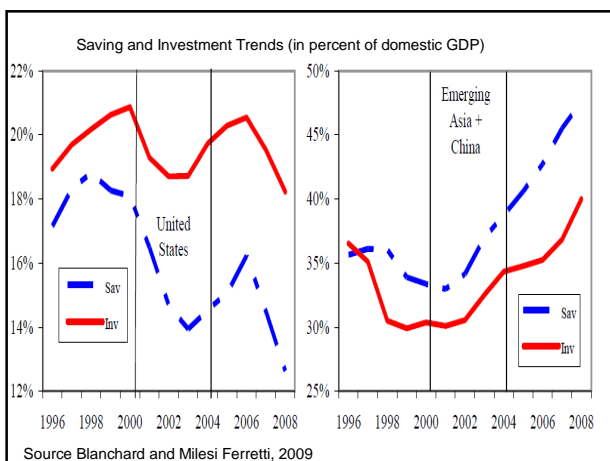
$$S - I = EX - IM = CC \quad \text{ou} \quad I = S - CC$$

- un pays peut financer l'épargne domestique (S) ou en empruntant à l'étranger si $CC < 0$ (dette extérieure nette ↑: vente d'actifs au reste du monde)
- S peut s'investir dans le pays (I) ou à l'étranger; si $CC > 0$; achat d'actifs au reste du monde
- au niveau mondial: somme $CC = 0$

Global Imbalances. Asia and Oil Producers



CA as percent of World GDP. Source: International Monetary Fund WEO.



Source Blanchard and Milesi Ferretti, 2009

« bons » et « mauvais » déséquilibres

« **bons** » déséquilibres (modèle classique):

$S > I$: pays riches vieillissants
(anticipation de désépargne future):
 $CC > 0$ (compte financier < 0)

$I > S$: pays émergents en croissance
(anticipation de revenus futurs élevés):
 $CC < 0$ (compte financier > 0)

Mais paradoxe de Lucas: aujourd'hui capital va du Sud vers le Nord

« mauvais » et « bons » déséquilibres

« mauvais déséquilibres »

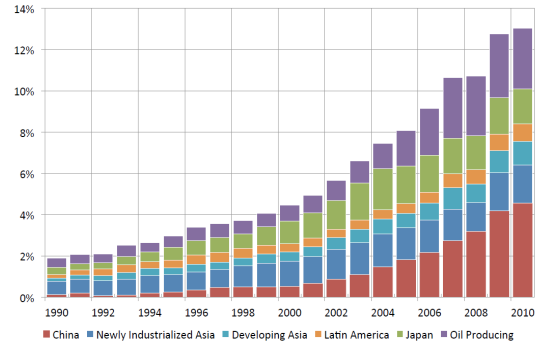
1) Distorsions Domestiques

- Épargne trop élevée (Chine) : absence d'assurance sociale?
- Épargne trop faible (US): bulles d'acifs (immobilier)
- Endettement public excessif: distorsions politiques

2) Distorsions systémiques

Après la crise asiatique (1997-98), accumulation de réserves et surplus de CC. En partie assurance (épargne de précaution) contre les attaques spéculatifs (rôle du FMI?). Individuellement rationnel mais globalement inefficace (mauvaise allocation des capitaux avec faibles rendements)

Official Reserve Holdings



percent of world GDP. Source: Lane and Milesi-Ferretti's updated External Wealth of Nations database.

Compte courant et position extérieure nette

L'accumulation de déficits du compte courant aboutit à une position débitrice vis-à-vis du reste du monde: le cas des États-Unis

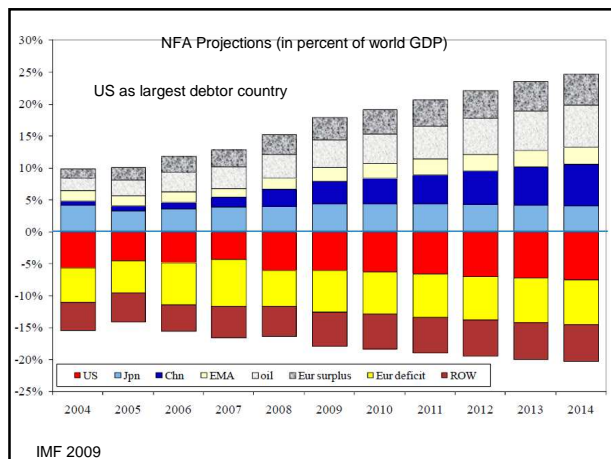
Comptablement:

Si un pays a une année t un compte courant en déficit (vend en net des actifs: compte courant + compte financier = 0), sa position extérieure nette se dégrade

$$CC_t = B_t - B_{t-1}$$

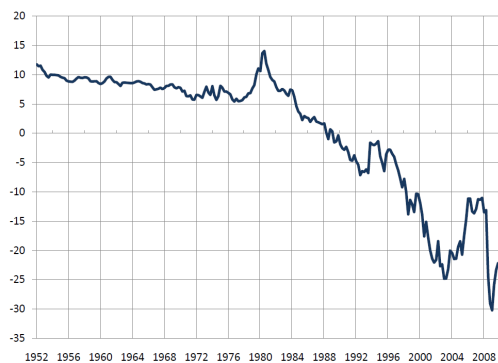
Ou, la position extérieure nette (net foreign assets) en année t est celle en t-1 + la valeur du compte courant

$B_t = B_{t-1} + CC_t$ < 0 si le pays est débiteur (valeur de ses actifs étrangers < valeur des actifs domestiques détenus par des étrangers)



IMF 2009

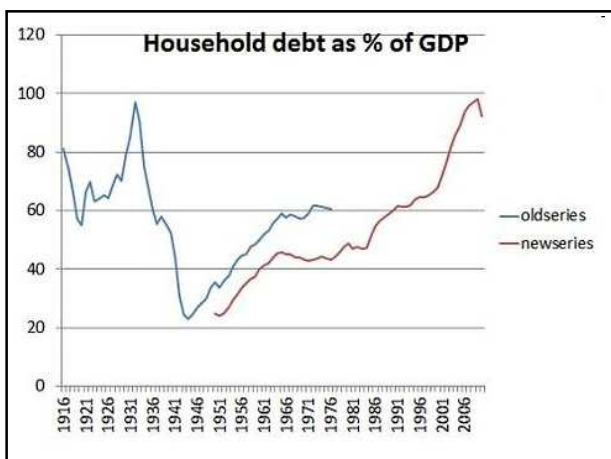
US Net Foreign Asset Position (percent of output)



Source: BEA, SCB, 1941-43 Treasury Surveys, Gourinchas, Rey & Govillot (2010)

Lien entre déséquilibres mondiaux et crise financière: causal? (voir Obstfeld and Rogoff, 2010)

- Phénomènes non soutenables: taux d'épargne US (≈ 0 pour les consommateurs) et en Chine ($\approx 45\%$)
- Deux autres tendances non soutenables avant la crise
 - Prix immobiliers (bulle) US, UK, Espagne, Irlande ... ($CC < 0$)
 - Très hauts niveaux d'endettement
- $CC = S - I$: ces deux tendances ont pu à l'origine des déséquilibres ET de la crise



Nature de la relation : causale?

- 1) Forte épargne en Chine: \downarrow taux d'intérêt réel au niveau mondial \rightarrow en réaction, investissements en actifs de plus en plus risqués (rendements + élevés)
- 2) Facilité d'emprunter à l'étranger (US, Espagne...): facilite endettement banques et ménages \rightarrow bulle immobilière et dérivés (subprimes)
- 3) Bulle immobilière (dérégulation) a permis endettement à la consommation (maisons utilisées comme collatéral): $S \downarrow$, $CC = S - I \downarrow$

Mécanismes circulaires avec phénomènes d'amplification

- "the global imbalances of the 2000s both reflected and magnified the ultimate causal factors behind the recent financial crisis." O&R (2010)

III. Le role du dollar et le « privilège exorbitant »

- \$ au centre du système du marché de change: monnaie véhiculaire et dominante; fonctions de paiement, réserve de valeur et unité de compte
- Complémentarités entre fonctions: un pays qui fixe son taux de change avec \$, émettra des actifs et accumulera des réserves en \$
- les monnaies dominantes du système monétaire international le restent longtemps (livre sterling et \$)

Table 2: Share of the euro (percent) in global markets, 1999-2009

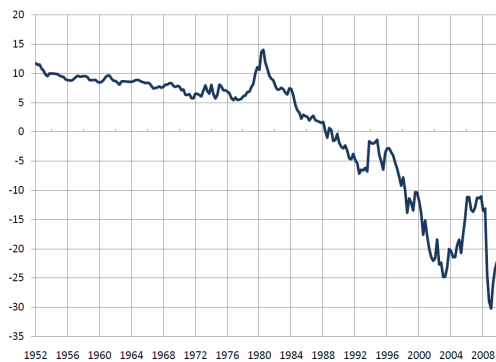
	US dollar		Euro	
	1999	2009	1999	2009
Stock of global foreign exchange reserves (countries reporting to the IMF)	71.0	62.1	17.9	27.6
Currency anchor, <i>de facto</i> (trade-weighted)	32.4	38.3	6.6	6.2
FX turnover* (out of 200%)	90.3	84.9	37.6	39.1
Stock of international debt securities (narrow measure**)	49.0	45.8	20.7	31.4
Stock of cross-border loans*** (narrow measure**)	n.a.	53.8	11.8	20.3

Source : Bruegel, 2011

Effets de valorisation, privilège exorbitant et déficits américains: les gains de la monnaie internationale

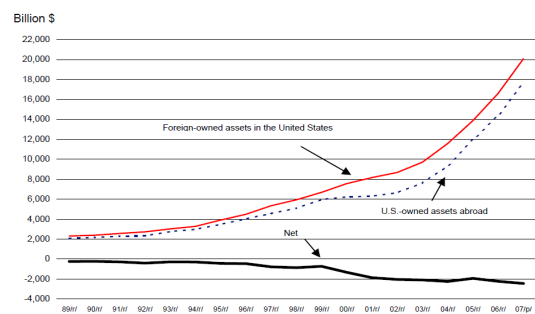
- divergence croissante entre accumulation des déficits CC et position extérieure nette (NFA)
- 2002-2006: déficits CC (>5% of GDP) ; position extérieure nette (valeur des actifs étrangers détenus par US – actifs US détenus par étrangers) pratiquement inchangée
- cumul déficits: \$3.4 trillion \Rightarrow NFA - \$5.5 trillion (40% du PIB)? Détérioration \$400 billion seulement. En % du PIB, amélioration
- Où sont passés les \$3 trillion d'augmentation de l'endettement net des US?

US Net Foreign Asset Position (percent of output)



Source: BEA, SCB, 1941-43 Treasury Surveys, Gourinchas, Rey & Govillot (2010)

Net International Investment Position of the United States at Yearend, 1989 - 2007



Bureau of Economic Analysis 2008

Role du \$

- Actifs étrangers détenus par américains sont en monnaie étrangère (65%)
- Actifs US détenus par étrangers sont en \$ (95%): les US s'endettent dans leur propre monnaie

Exemple numérique d'un effet de valorisation

- NFA US en 2002 \approx 20% du PIB
- Actifs étrangers détenus par US \approx 125% du PIB
- Actifs US détenus par étrangers \approx 145% du PIB
- Si dépréciation \$ 10%
- actifs étrangers : $(0.1)(0.65)(1.25) = + 8,1\%$ PIB
- Perte actifs US détenus par étrangers : $(0.1)(.05)(1.45) = - 0.7\%$ PIB US
- valeur nette de la dette US vis-à-vis du reste du monde diminue de 7,4% du PIB US (\$ 1000Mds)
- Processus opposé pays émergents (dette en \$ pas dans leur propre monnaie)

Le «privilège exorbitant »

- Le rendement obtenu par les détenteurs d'actifs US < rendement des actifs étrangers détenus par les américains - Gourinchas and Rey
- Depuis 1971 (fin de Bretton Woods)
- US empruntent à 3.5% prêtent ou investissent à 6.8% : différentiel 3.3%!
- Effet de composition (actifs détenus par US + risqués que actifs US détenus par étrangers-Treasury bonds)
- Effet de rendement: différentiel de rendement pour chaque classe d'actif

Privilège et devoir exorbitant

- Conséquence du privilege exorbitant : contrainte extérieure nette moins forte pour les US \rightarrow déficits CC sans détérioration de la position extérieure nette
- Gourinchas, Rey and Govillot (2010): crise financière \rightarrow forte détérioration de la position extérieure nette des US (19% du PIB) : en partie expliquée par appréciation du \$ en 2008-2009
- « exorbitant duty » assurance de liquidité et de rendements plus élevés des actifs US pendant les périodes de crise globale

Conclusion: lien entre déséquilibres mondiaux, crise financière et privilège exorbitant

Qui fournit la « liquidité globale » ?

- Dominance du \$: liquidité + sûreté des marchés de bons du Trésor, *T-bills* (pas d'eurobonds); liquidité essentielle en période de crise systémique → forte demande de ces actifs en particulier pays émergents (développement financier < développement économique) → déséquilibres mondiaux
- Le retour du dilemme de Triffin (60s) – contradiction entre la nécessaire abondance de la monnaie supranationale (liquidité) et fiabilité - : forte demande d'actifs libellés en \$, mais capacité fiscale US appelée à diminuer par rapport à la taille de l'économie mondiale → monde multimonnaire avec € et Yuan comme concurrents potentiels
- Rôle du FMI comme fournisseur de liquidité, d'assureur et comme « surveillant » des contrôles des mouvements de capitaux des pays émergents (mais gouvernance pas assez réformée selon eux)

Debtor and creditor countries (in % of domestic GDP)

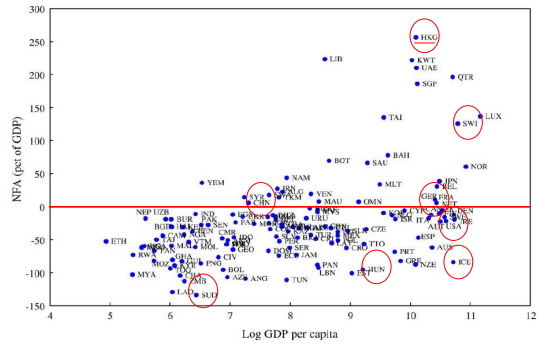
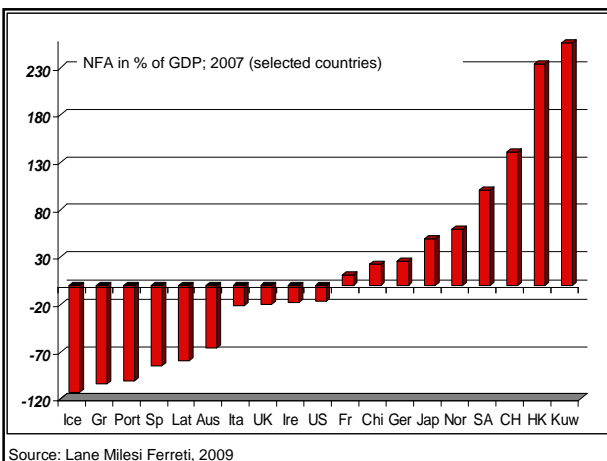
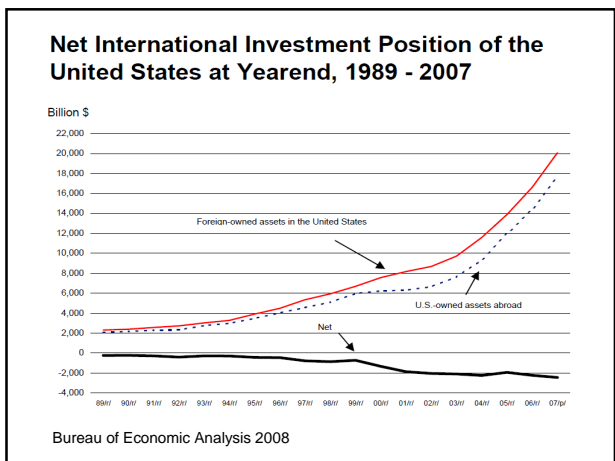


Fig. 8. Net foreign assets and GDP per capita: All countries, 2004. Note: log GDP per capita (current US dollars) on horizontal axis, NFA/GDP ratio on vertical axis. Correlation is 0.43. Graph excludes Brunei Darussalam (estimated net foreign assets of over 600% of GDP).



Source: Lane Milesi Ferreti, 2009



Bureau of Economic Analysis 2008