

Déséquilibres globaux, taux de change d'équilibre et modélisation stock-flux cohérente

Jamel SAADAoui

Université Paris XIII

Maison des Sciences de l'Homme Paris Nord

Soutenance de thèse

26 novembre 2012

1 Introduction

- Problématique et objectifs

2 Déséquilibres globaux et taux de change d'équilibre

- Mésalignements internationaux et intra-européens
- Dimension temporelle et taux de change d'équilibre
- Dynamique du taux de change et valeur fondamentale
- Déséquilibres globaux et ouverture financière

3 Déséquilibres globaux et modélisation stock-flux cohérente

- Mésalignements et fédéralisme budgétaire
- Déséquilibres globaux et financiarisation

4 Conclusion

- Coopération monétaire internationale

1 Introduction

■ Problématique et objectifs

2 Déséquilibres globaux et taux de change d'équilibre

- Mésalignements internationaux et intra-européens
- Dimension temporelle et taux de change d'équilibre
- Dynamique du taux de change et valeur fondamentale
- Déséquilibres globaux et ouverture financière

3 Déséquilibres globaux et modélisation stock-flux cohérente

- Mésalignements et fédéralisme budgétaire
- Déséquilibres globaux et financiarisation

4 Conclusion

- Coopération monétaire internationale

Problématique générale

Implications des déséquilibres internationaux et intra-européens en termes de coopération monétaire et d'ajustements possibles ?

Causes étudiées

Mésalignements de change, ouverture financière et financiarisation.

Méthodes mobilisées (complémentaires)

- 1 L'approche FEER (Williamson, 1994) ;
- 2 La modélisation SFC (Godley et Lavoie, 2007).

1 Introduction

- Problématique et objectifs

2 Déséquilibres globaux et taux de change d'équilibre

- **Mésalignements internationaux et intra-européens**
- Dimension temporelle et taux de change d'équilibre
- Dynamique du taux de change et valeur fondamentale
- Déséquilibres globaux et ouverture financière

3 Déséquilibres globaux et modélisation stock-flux cohérente

- Mésalignements et fédéralisme budgétaire
- Déséquilibres globaux et financiarisation

4 Conclusion

- Coopération monétaire internationale

Problématique

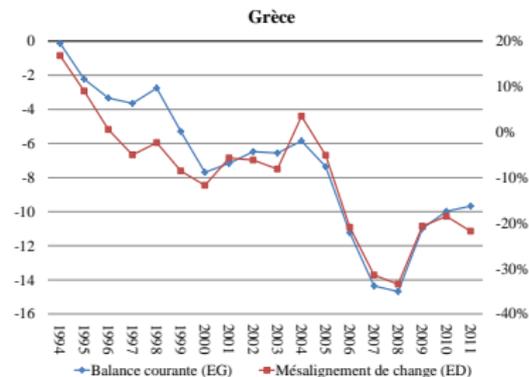
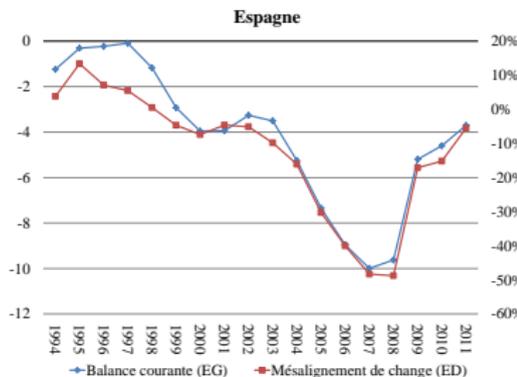
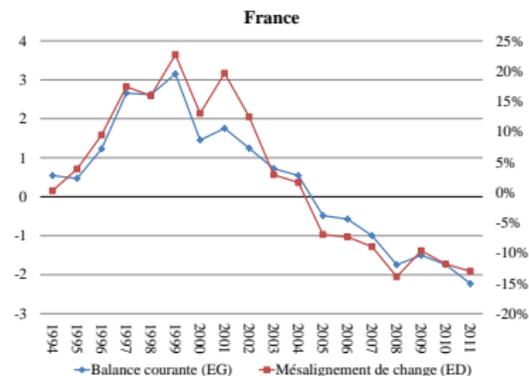
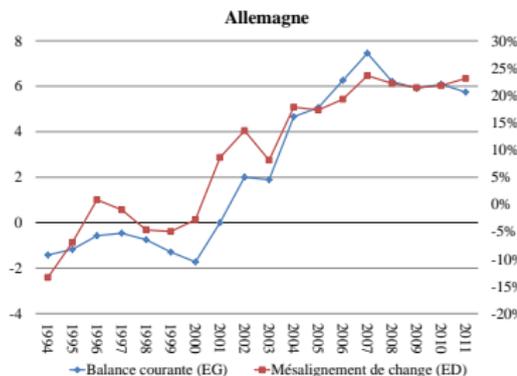
Ces déséquilibres se reflètent-ils dans des mésalignements de change aux niveaux international et intra-européen ?

Méthode utilisée

Une approche FEER en deux étapes (Jeong *et al.*, 2010).
Balance courante d'équilibre estimée (Chinn et Prasad, 2003).

Principaux résultats

De larges mésalignements dans les principales zone économiques.
Une forte hétérogénéité intra-européenne.



1 Introduction

- Problématique et objectifs

2 Déséquilibres globaux et taux de change d'équilibre

- Mésalignements internationaux et intra-européens
- **Dimension temporelle et taux de change d'équilibre**
- Dynamique du taux de change et valeur fondamentale
- Déséquilibres globaux et ouverture financière

3 Déséquilibres globaux et modélisation stock-flux cohérente

- Mésalignements et fédéralisme budgétaire
- Déséquilibres globaux et financiarisation

4 Conclusion

- Coopération monétaire internationale

Problématique

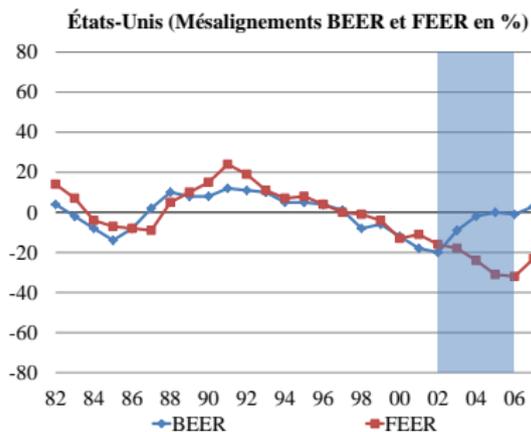
Dans quelles conditions les deux principales approches de taux de change d'équilibre peuvent diverger ?

Méthode mobilisée

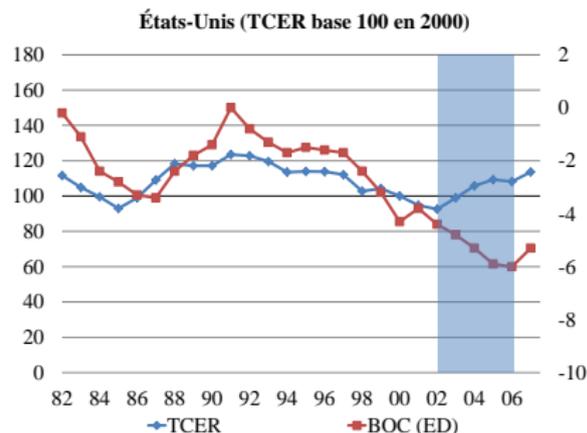
FEER, BEER, cointégration. Lòpez-Villavicencio *et al.* (2012).

Principaux résultats

Ces deux mesures de taux de change d'équilibre correspondent à deux horizons temporels différents. Elle peuvent diverger à court terme mais sont reliées à long terme par une relation de cointégration.



*Un chiffre positif correspond à une sous-évaluation.
Un chiffre négatif correspond à une surévaluation.*



*Une augmentation du taux de change effectif réel
correspond à une dépréciation effective réelle.*

1 Introduction

- Problématique et objectifs

2 Déséquilibres globaux et taux de change d'équilibre

- Mésalignements internationaux et intra-européens
- Dimension temporelle et taux de change d'équilibre
- **Dynamique du taux de change et valeur fondamentale**
- Déséquilibres globaux et ouverture financière

3 Déséquilibres globaux et modélisation stock-flux cohérente

- Mésalignements et fédéralisme budgétaire
- Déséquilibres globaux et financiarisation

4 Conclusion

- Coopération monétaire internationale

Problématique

Le FEER affecte-t-il la dynamique du taux de change ?

Méthode mobilisée

FEER, cointégration. Saadaoui (2011).

Principaux résultats

L'approche FEER est pertinente pour réduire les déséquilibres globaux car le FEER affecte la dynamique du taux de change.

Causalité bi-directionnelle

- $\Delta reer_{i,t} = \phi (reer_{i,t-1} - \gamma_0 - \gamma_1 feer_{i,t}) - \gamma_{2i} \Delta feer_{i,t} + \mu_{i,t}$
- $\Delta feer_{i,t} = \lambda (feer_{i,t-1} - \delta_0 - \delta_1 reer_{i,t}) - \delta_{2i} \Delta reer_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$

<i>Pesaran et alii (1999)</i>	<i>Coefficient</i>	<i>Z-stat</i>
γ_1	0,53	7,38
ϕ	-0,20	-4,27

<i>Pesaran et alii (1999)</i>	<i>Coefficient</i>	<i>Z-stat</i>
δ_1	0,64	13,37
λ	-0,35	-6,72

1 Introduction

- Problématique et objectifs

2 Déséquilibres globaux et taux de change d'équilibre

- Mésalignements internationaux et intra-européens
- Dimension temporelle et taux de change d'équilibre
- Dynamique du taux de change et valeur fondamentale
- Déséquilibres globaux et ouverture financière

3 Déséquilibres globaux et modélisation stock-flux cohérente

- Mésalignements et fédéralisme budgétaire
- Déséquilibres globaux et financiarisation

4 Conclusion

- Coopération monétaire internationale

Problématique

Quel a été l'impact des politiques d'ouverture du compte financier sur l'évolution des déséquilibres globaux ?

Méthode mobilisée

Étude empirique en panel statique et dynamique pour deux groupes de pays de 1980 à 2003.

Principaux résultats

En utilisant une spécification parcimonieuse, nous mettons en évidence un effet asymétrique de l'ouverture du compte financier sur la balance courante.

Régression de balance courante

$$ca_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ca_{i,t-1} + \beta_2 pg_{i,t} + \beta_3 og_{i,t} + \beta_4 kaopen_{i,t} + u_{i,t}$$

<i>Blundell et Bond (1998)</i>	<i>GMM en système (Industrialisés)</i>	<i>GMM en système (Émergents)</i>
β_1	0,89*** (0,22)	0,35** (0,13)
β_2	-6,65** (2,63)	-0,21 (1,09)
β_3	-0,83*** (0,27)	-0,22 (0,17)
β_4	1,44** (0,67)	-1,01** (0,45)

1 Introduction

- Problématique et objectifs

2 Déséquilibres globaux et taux de change d'équilibre

- Mésalignements internationaux et intra-européens
- Dimension temporelle et taux de change d'équilibre
- Dynamique du taux de change et valeur fondamentale
- Déséquilibres globaux et ouverture financière

3 Déséquilibres globaux et modélisation stock-flux cohérente

- **Mésalignements et fédéralisme budgétaire**
- Déséquilibres globaux et financiarisation

4 Conclusion

- Coopération monétaire internationale

Problématique

Dans quelle mesure les mésalignements de change induisent des transferts qui justifient le fédéralisme budgétaire dans la zone euro ?

Méthode utilisée

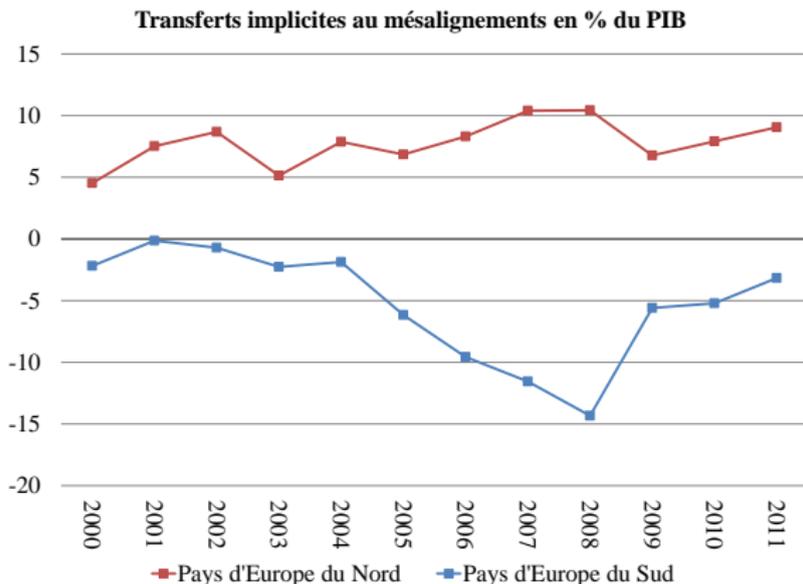
FEER, Cointégration. Modélisation SFC d'une union monétaire avec un budget fédéral basé sur Duwicquet et Mazier (2010).

Principaux résultats

Importance des transferts implicites. Effets stabilisateurs d'un budget fédéral avec transferts fédéraux et/ou d'euro-obligations finançant des investissements européens.

Transferts implicites aux mésalignements

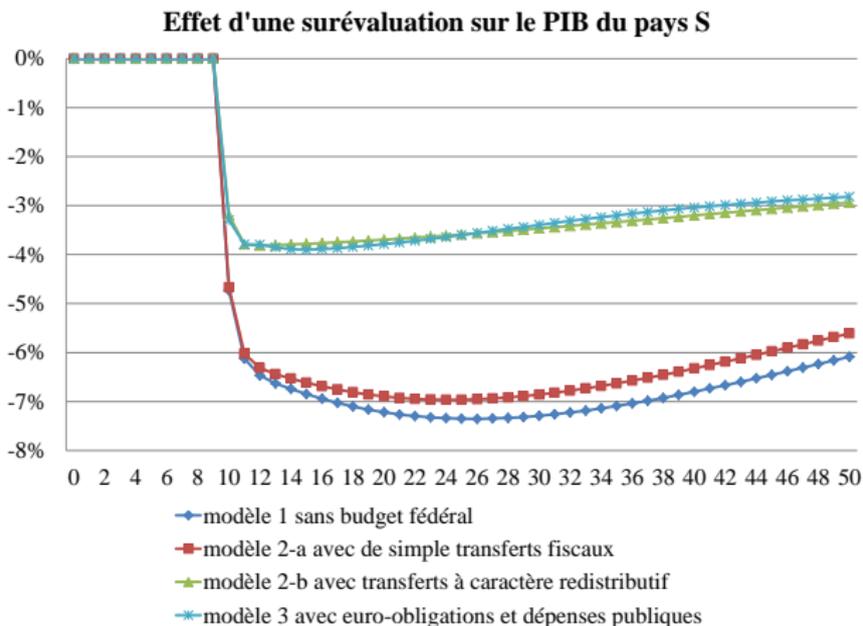
$$T = \frac{1}{(1+e)} - 1 \text{ avec } e, \text{ mésalignement bilatéral.}$$



Transferts

$$FT^S = \frac{1}{5} \cdot FT + \beta \left[\frac{Y^N}{Y_{baseline}^N} - \frac{Y^S}{Y_{baseline}^S} \right]$$

- Le modèle 1 comporte ni budget fédéral ni euro-obligations.
- Le modèle 2 inclut un budget fédéral d'environ 3% du PIB de la zone euro.
 - Dans le modèle 2-a, $\beta = 0$. Dans ce cas, l'ajustement est réalisé simplement par des transferts fiscaux.
 - Dans le modèle 2-b, $\beta = 50$. L'ajustement du choc est réalisé, ici, par des transferts du pays N vers le pays S en plus des transferts fiscaux.
- Le modèle 3 ne comporte pas de budget fédéral mais des euro-obligations destinées à financer des projets européens d'investissement.



Variation relative du taux de croissance du PIB du pays S par rapport au cheminement de référence. Le choc exogène sur les salaires a lieu à la période 10.

1 Introduction

- Problématique et objectifs

2 Déséquilibres globaux et taux de change d'équilibre

- Mésalignements internationaux et intra-européens
- Dimension temporelle et taux de change d'équilibre
- Dynamique du taux de change et valeur fondamentale
- Déséquilibres globaux et ouverture financière

3 Déséquilibres globaux et modélisation stock-flux cohérente

- Mésalignements et fédéralisme budgétaire
- Déséquilibres globaux et financiarisation

4 Conclusion

- Coopération monétaire internationale

Problématique

Les évolutions des flux bruts de capitaux et de la financiarisation sont-ils de nature à modifier les mécanismes usuels d'ajustement dans les modèles macroéconomiques ?

Méthode utilisée

Modélisation SFC avec des flux bruts de capitaux (Obligations bancaires).

Principaux résultats

Mécanismes usuels peu affectés par la financiarisation. Titrisation : ajustement à la demande, dynamique offre / demande.

États-Unis

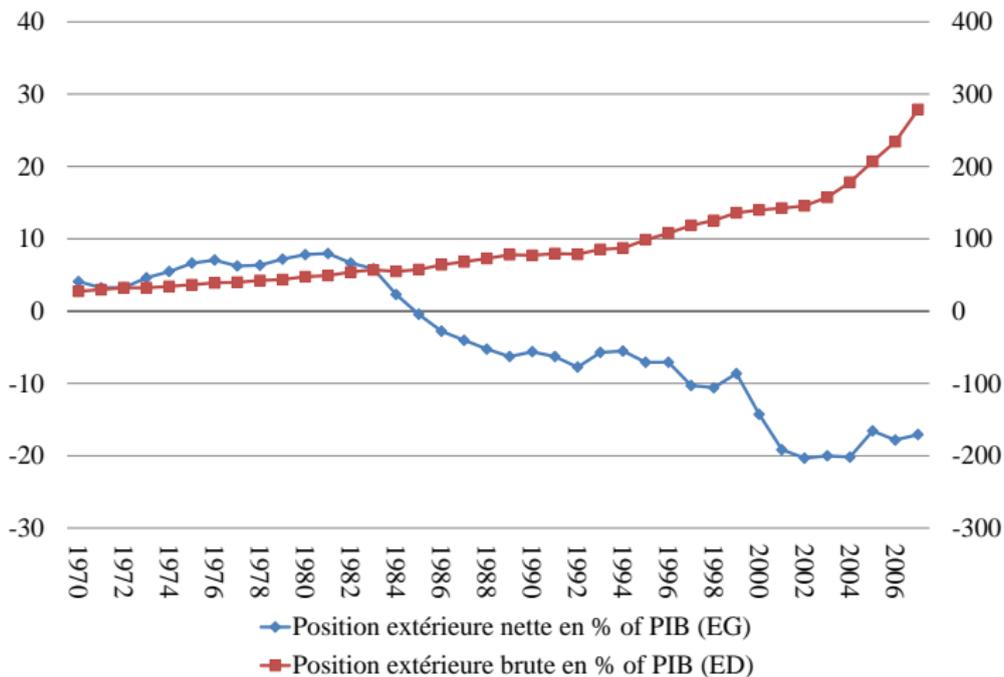


TABLE : Matrice des stocks des États-Unis

	Ménages U	Firmes U	Gvt U	Banques U	Bq centrale U
Capital		$+K_U$			
Monnaie	$+HH_U$			$+HB_U$	$-H_U$
Refinancement				$-RF_J$	$+RF_J$
Dépôts	$+BDH_U$			$-BDB_U$	
Bon du Trésor			$-TB_U$	$+BDB_J^U / xr1$ $+TBB_J^U$ $+TBB_J^U / xr1$	$+TBC_U^U$ $+TBC_J^U / xr1$
Obligations				$-pb_U \cdot B_U$ $+pb_U \cdot B_U^U$ $+pb_J \cdot B_J^U / xr1$	
Prêts		$-L_U$		$+L_U$	
Richesse	$-VH_U$	$-VF_U$	$-VG_U$	$-VB_U$	$-VCB_U$
Σ	0	0	0	0	0

Taux d'intérêt constants : l'offre s'ajuste à la demande

Taux d'intérêt variables : Ajustement entre offre et demande via les prix des obligations

1 Introduction

- Problématique et objectifs

2 Déséquilibres globaux et taux de change d'équilibre

- Mésalignements internationaux et intra-européens
- Dimension temporelle et taux de change d'équilibre
- Dynamique du taux de change et valeur fondamentale
- Déséquilibres globaux et ouverture financière

3 Déséquilibres globaux et modélisation stock-flux cohérente

- Mésalignements et fédéralisme budgétaire
- Déséquilibres globaux et financiarisation

4 Conclusion

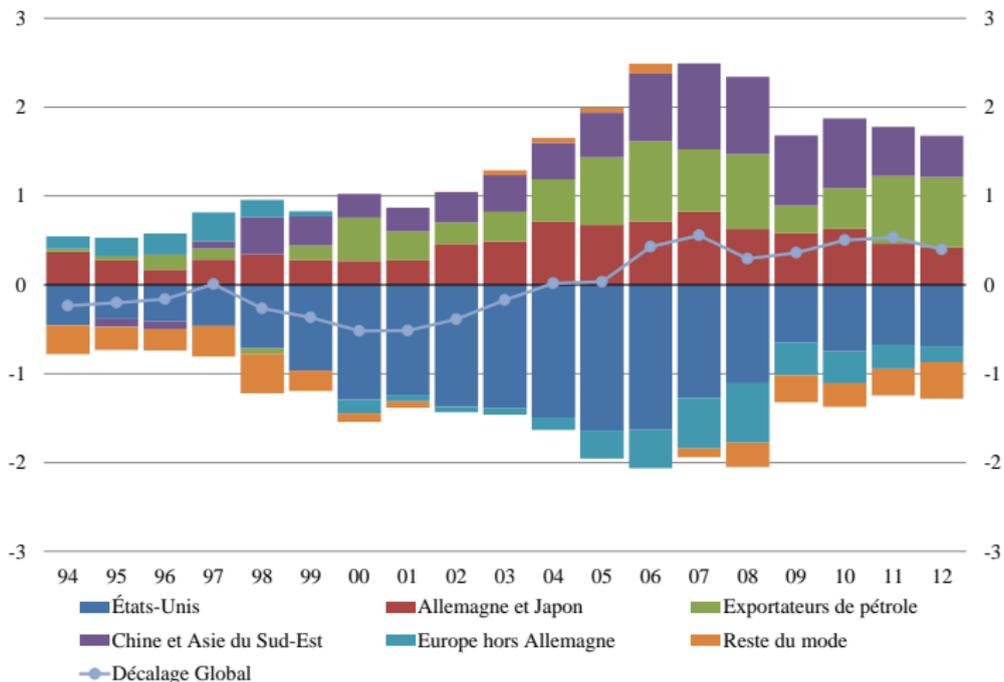
- Coopération monétaire internationale

Refonte du système monétaire internationale

- L'approche FEER pourrait fournir une grille de parité dans le cadre d'une coopération monétaire internationale. La surveillance des flux bruts de capitaux et de la financiarisation semble être cruciale pour assurer la stabilité macro-financière.
- Le retour de la croissance économique et de la stabilité financière dans la zone euro est conditionnée par l'adoption de mécanismes d'ajustement tel que le fédéralisme budgétaire.

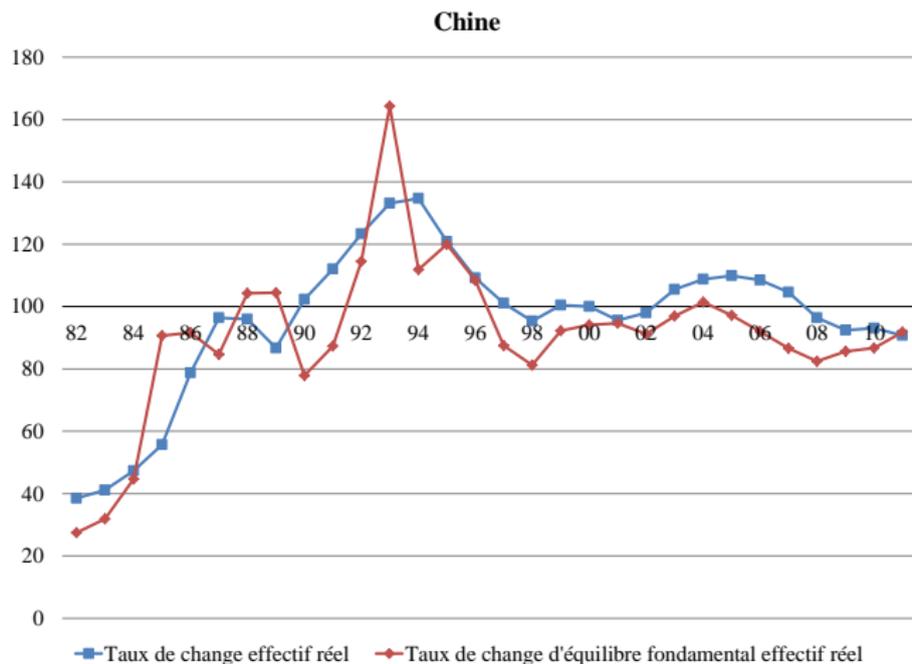
Merci de votre attention !

Déséquilibres globaux en % du PIB mondial

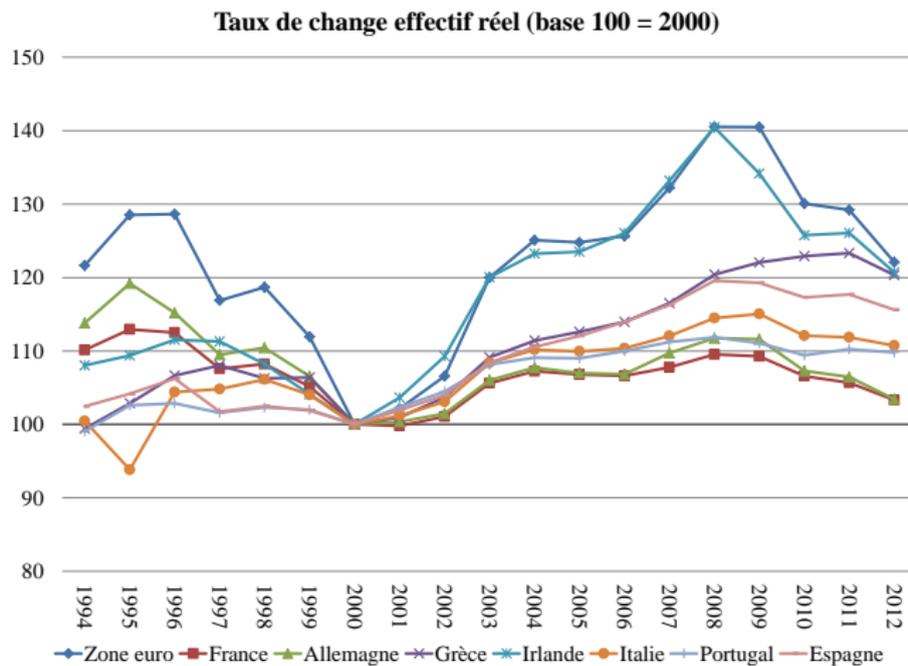




Une augmentation du taux de change effectif réel correspond à une dépréciation effective réelle.

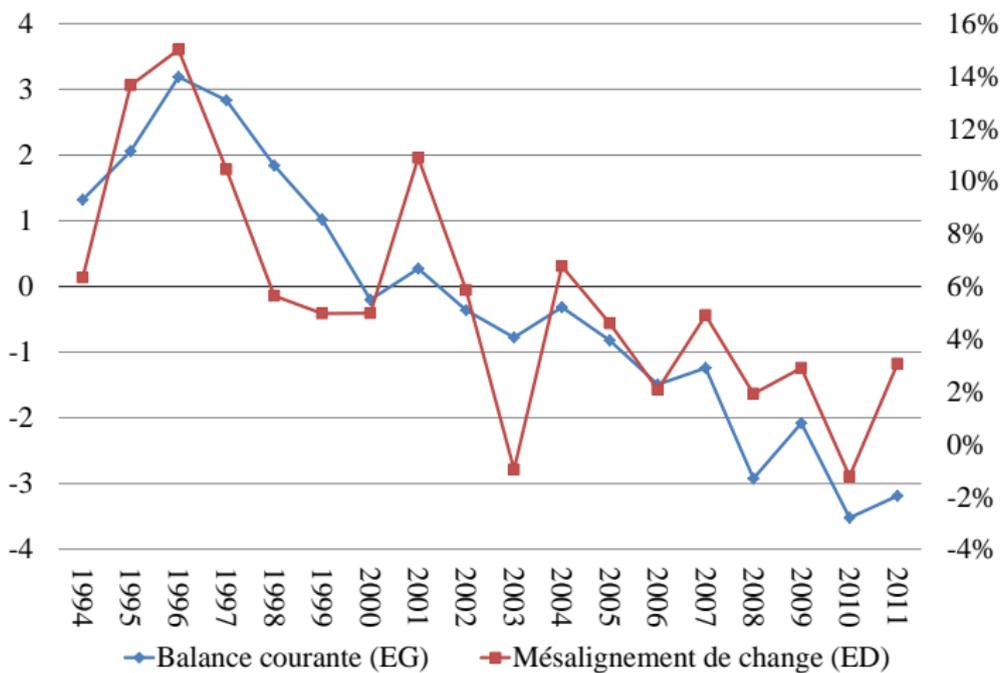


Une augmentation du taux de change effectif réel correspond à une dépréciation effective réelle.

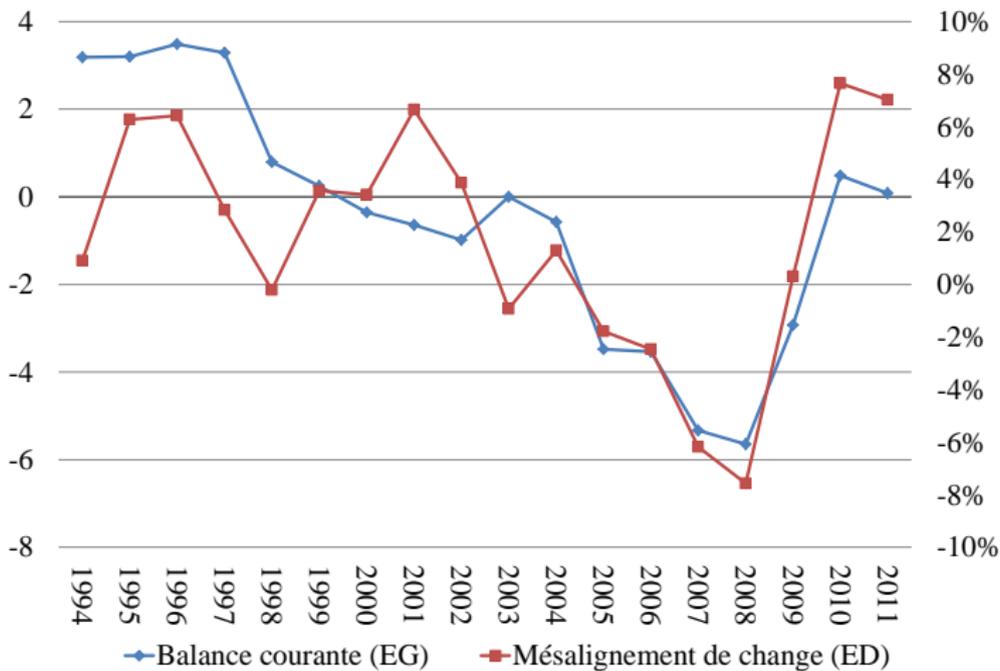


Une augmentation du taux de change effectif réel correspond à une appréciation effective réelle.

Italie



Irlande



CPMG (Pesaran *et al.*, 1999, Pesaran, 2006)

$$\blacksquare \Delta feer_{i,t} = \phi (feer_{i,t-1} - \gamma_0 - \gamma_1 beer_{i,t}) - \gamma_{2i} \Delta beer_{i,t} + \mu_{i,t}$$

	<i>Coefficient de long terme</i>	<i>Z-stat</i>
γ_1	0,59	3,11
ϕ	-0,27	-5,58

Régression de balance courante

$$\Delta ca_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \Delta ca_{i,t-1} + \beta_2 \Delta pg_{i,t} + \beta_3 \Delta og_{i,t} + \beta_4 \Delta kaopen_{i,t} + u_{i,t}$$

<i>Arellano et Bond (1991)</i>	<i>GMM en différence (Industrialisés)</i>	<i>GMM en différence (Émergents)</i>
β_1	0,42*** (0,03)	0,22* (0,11)
β_2	-1,95** (0,76)	-0,33 (1,93)
β_3	-0,53*** (0,07)	-0,45*** (0,09)
β_4	0,99*** (0,33)	-1,04*** (0,16)
<i>Période d'estimation : 1980-2007</i>		

Taux d'investissement domestique

$$inv_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 pg_{i,t} + \beta_2 og_{i,t} + \beta_3 kaopen_{i,t} + u_{i,t}$$

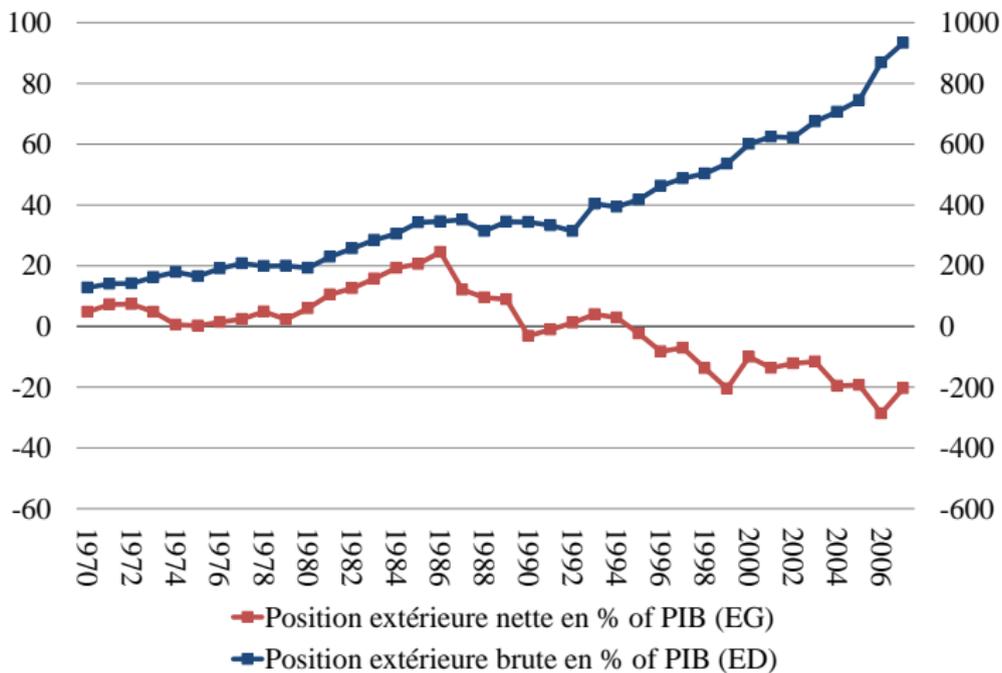
<i>Pays industrialisés</i>	<i>MCO empiées</i>	<i>Effets individuels</i>	<i>Effets temporels</i>
β_0	22,97*** (0,47)	23,67*** (0,39)	22,89*** (0,47)
β_1	0,59*** (0,17)	0,63*** (0,10)	0,57*** (0,18)
β_2	1,03 (0,76)	2,62*** (0,78)	1,18 (0,75)
β_3	-1,04*** (0,32)	-1,20*** (0,24)	-0,69* (0,35)

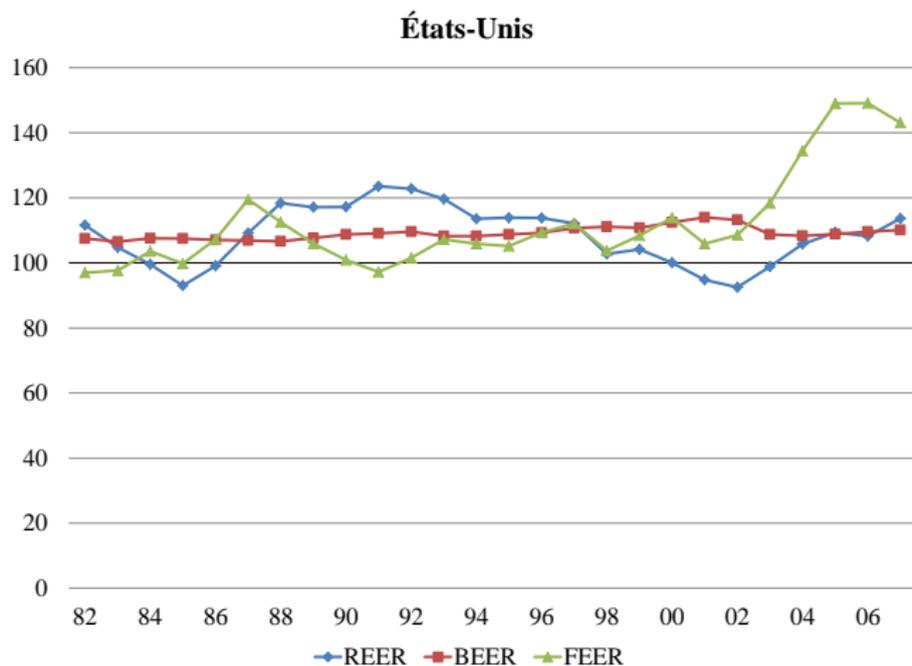
Taux d'investissement domestique

$$inv_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 pg_{i,t} + \beta_2 og_{i,t} + \beta_3 kaopen_{i,t} + u_{i,t}$$

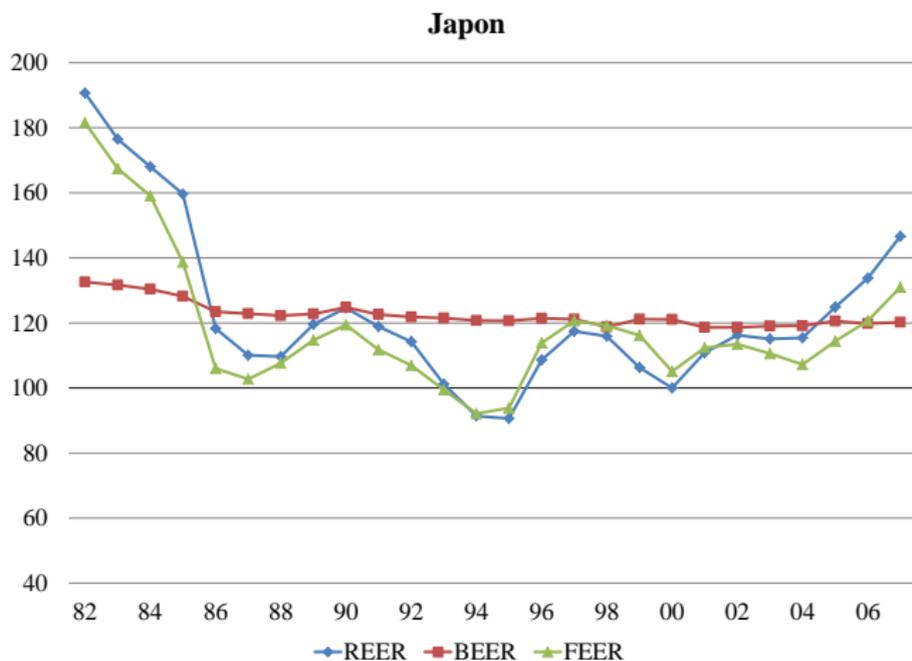
<i>Pays émergents</i>	<i>MCO empilées</i>	<i>Effets individuels</i>	<i>Effets temporels</i>
β_0	25,77*** (0,93)	22,43*** (1,01)	28,16*** (1,00)
β_1	0,39* (0,21)	0,28* (0,16)	0,31 (0,24)
β_2	-1,62** (0,73)	1,38* (0,82)	-3,75*** (0,92)
β_3	0,74** (0,32)	-0,23 (0,24)	0,99*** (0,29)

Royaume-Uni

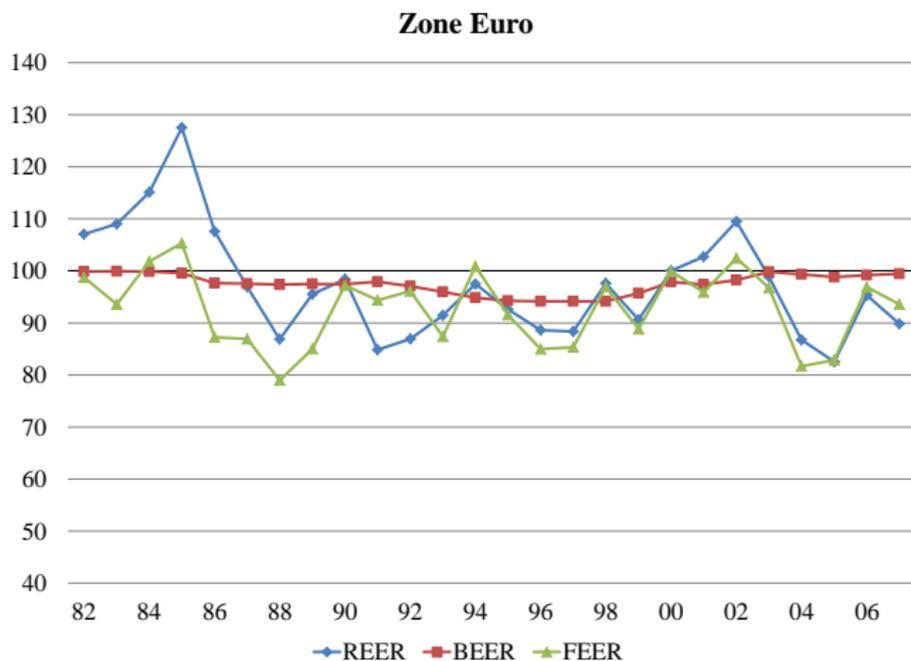




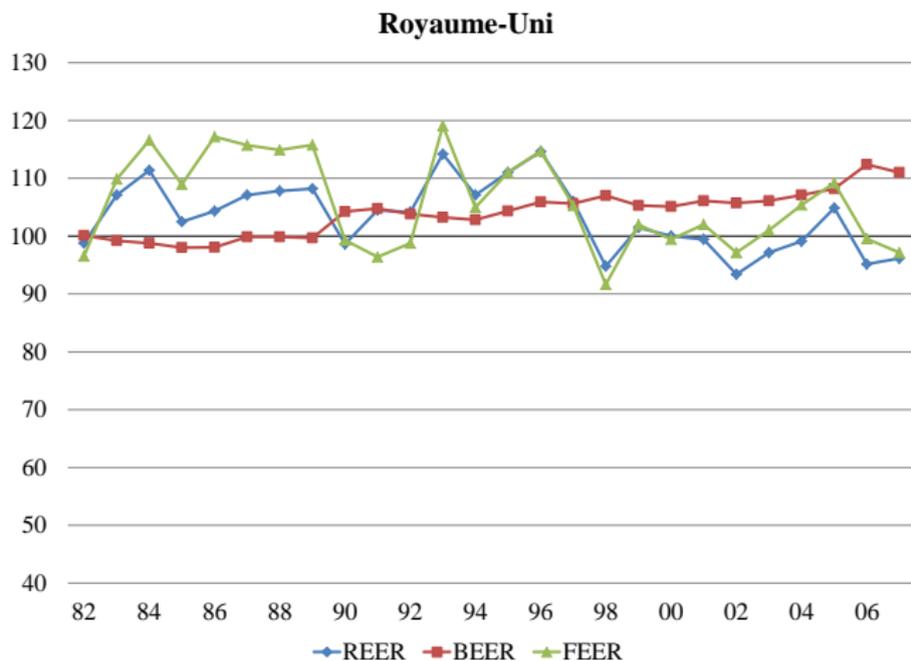
Une augmentation du taux de change effectif réel correspond à une dépréciation effective réelle.



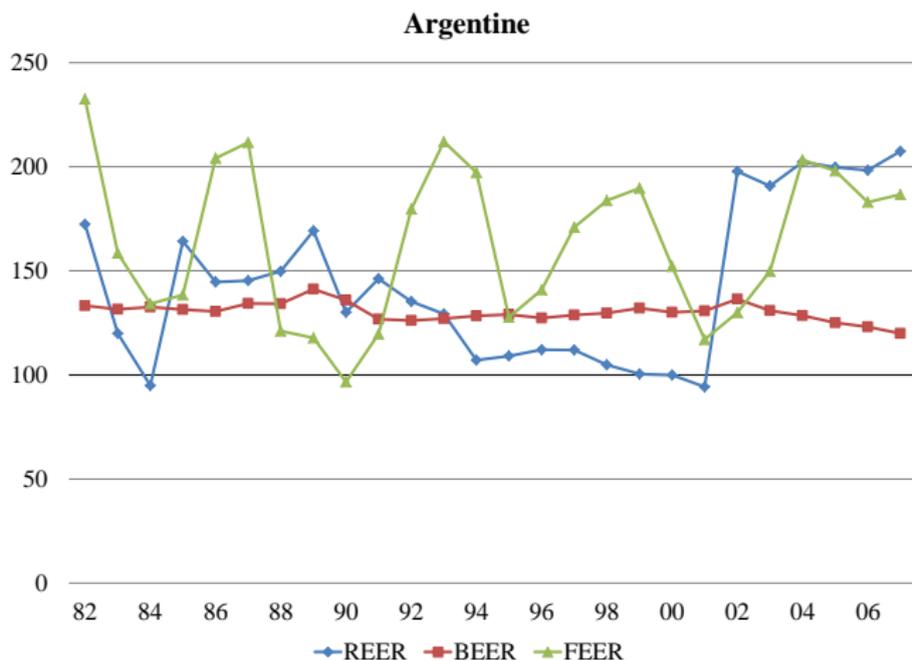
Une augmentation du taux de change effectif réel correspond à une dépréciation effective réelle.



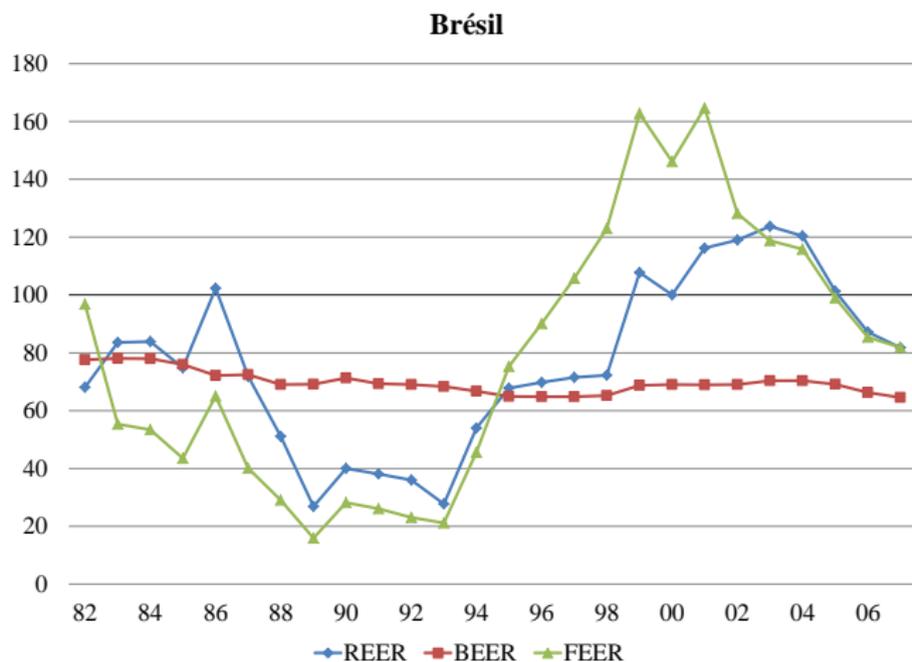
Une augmentation du taux de change effectif réel correspond à une dépréciation effective réelle.



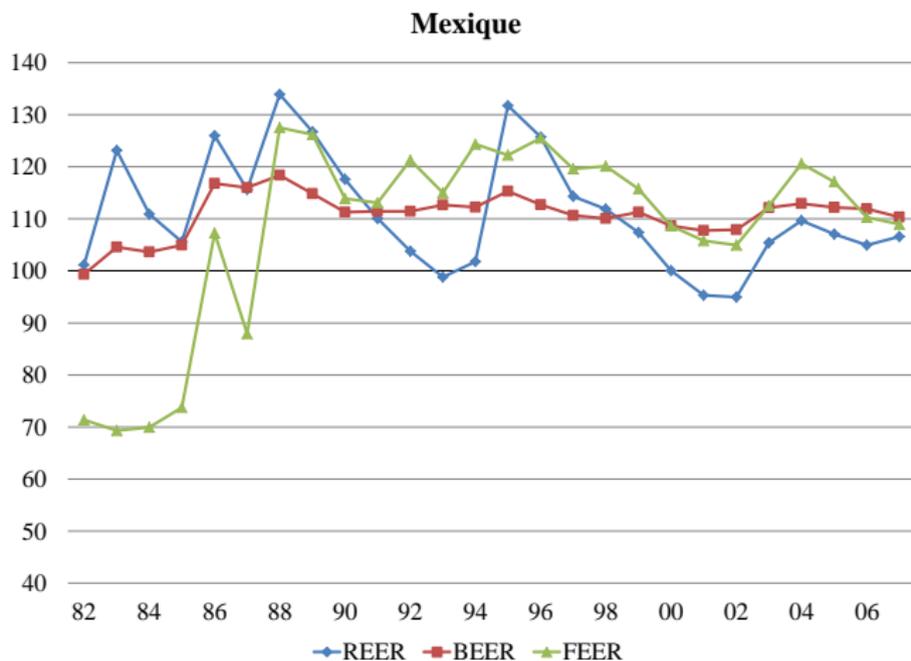
Une augmentation du taux de change effectif réel correspond à une dépréciation effective réelle.



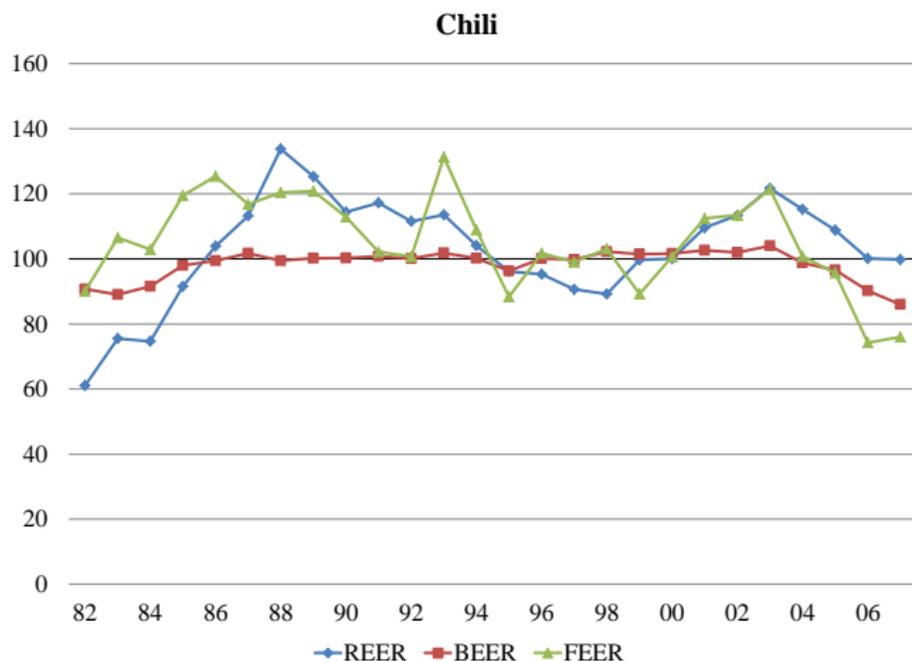
Une augmentation du taux de change effectif réel correspond à une dépréciation effective réelle.



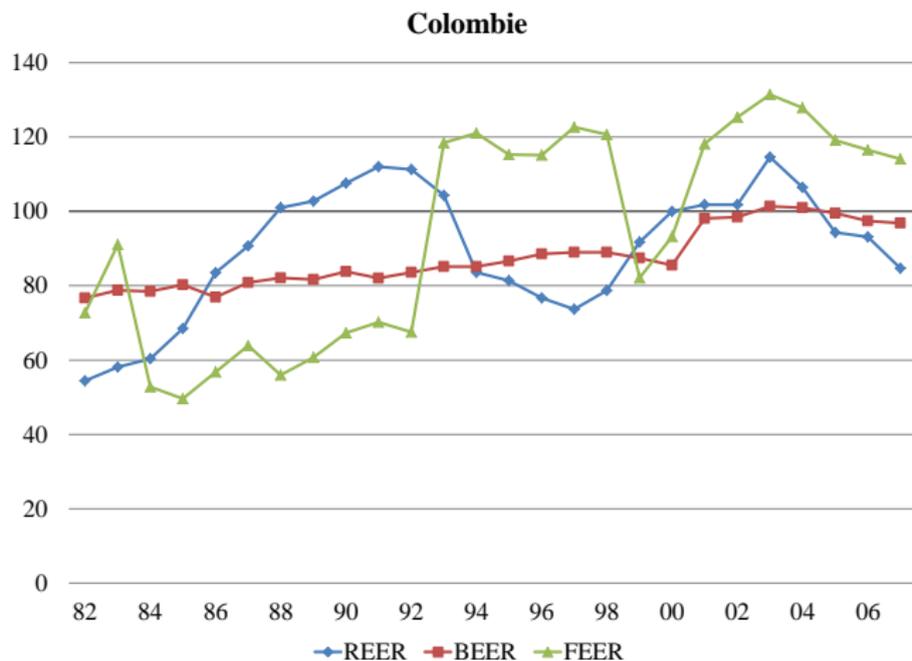
Une augmentation du taux de change effectif réel correspond à une dépréciation effective réelle.



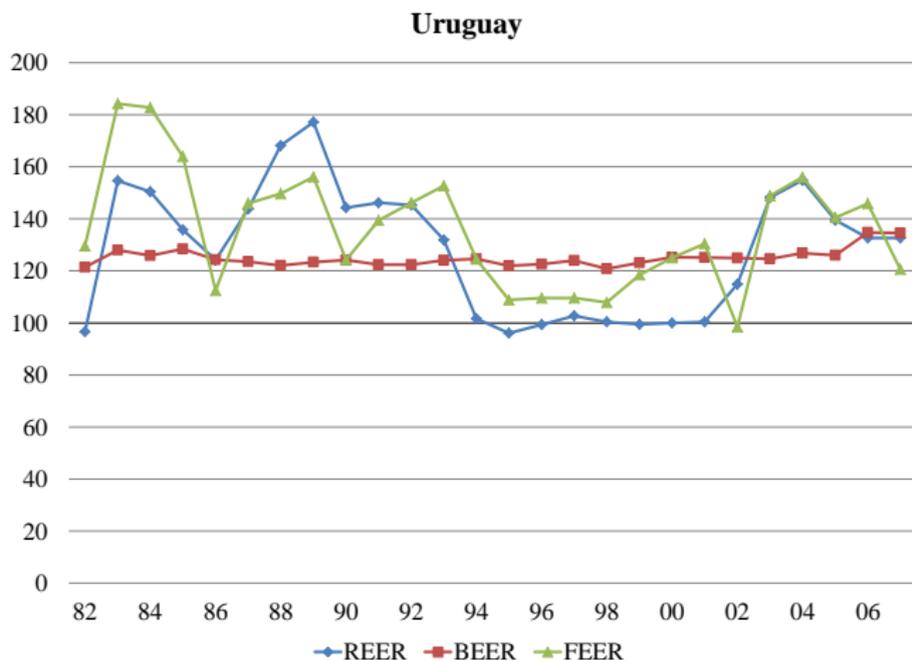
Une augmentation du taux de change effectif réel correspond à une dépréciation effective réelle.



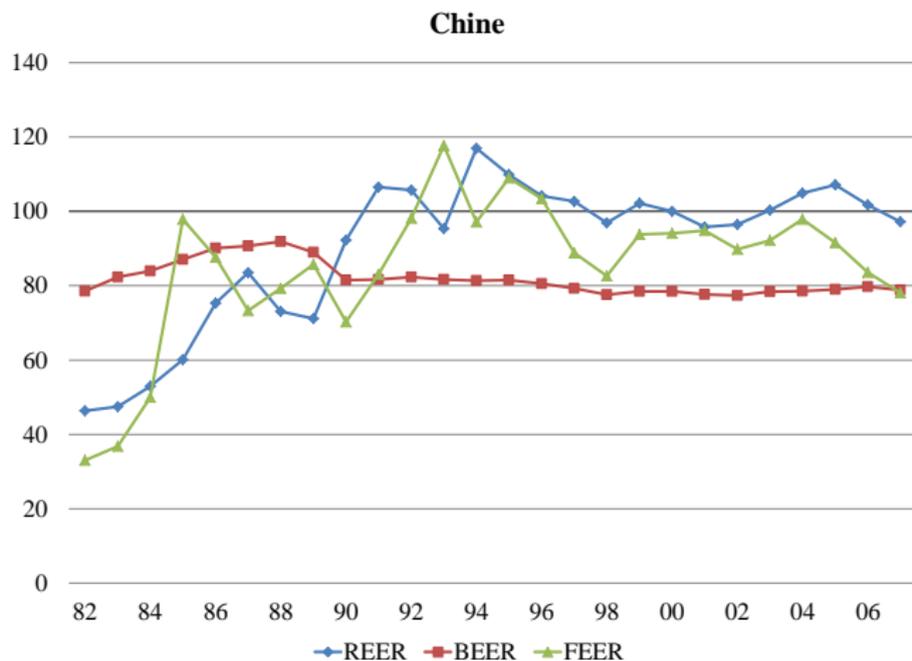
Une augmentation du taux de change effectif réel correspond à une dépréciation effective réelle.



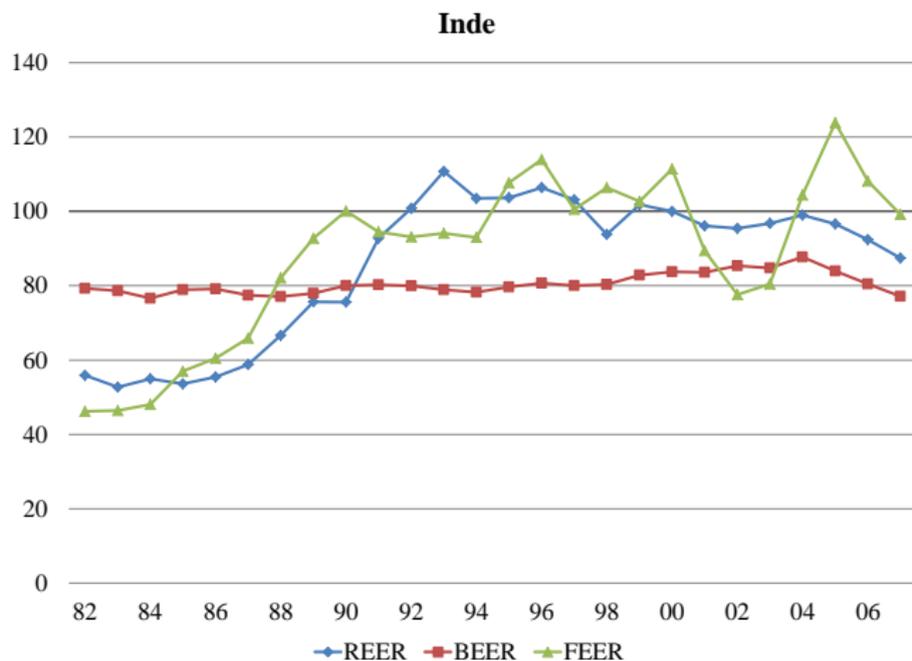
Une augmentation du taux de change effectif réel correspond à une dépréciation effective réelle.



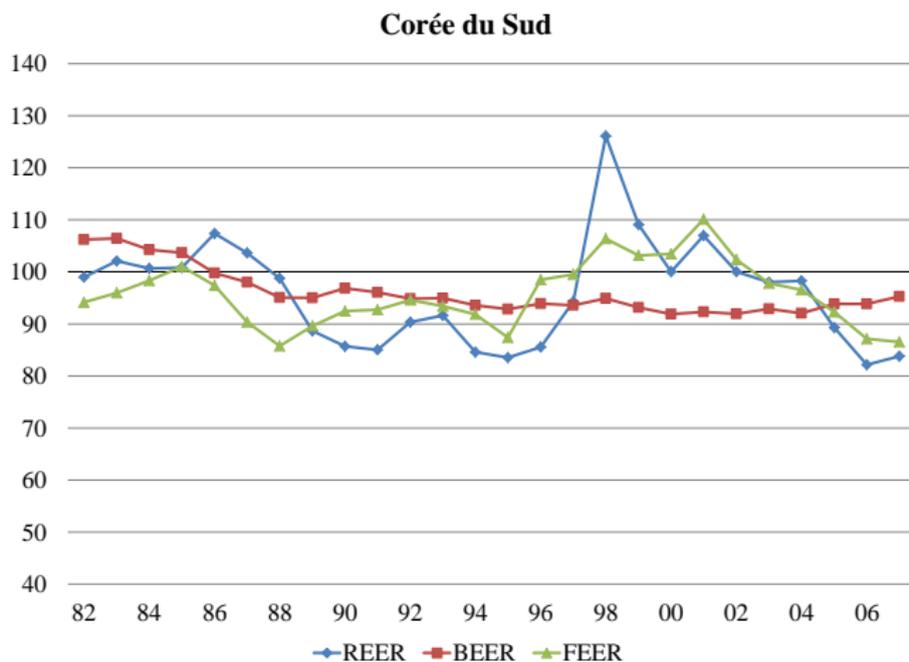
Une augmentation du taux de change effectif réel correspond à une dépréciation effective réelle.



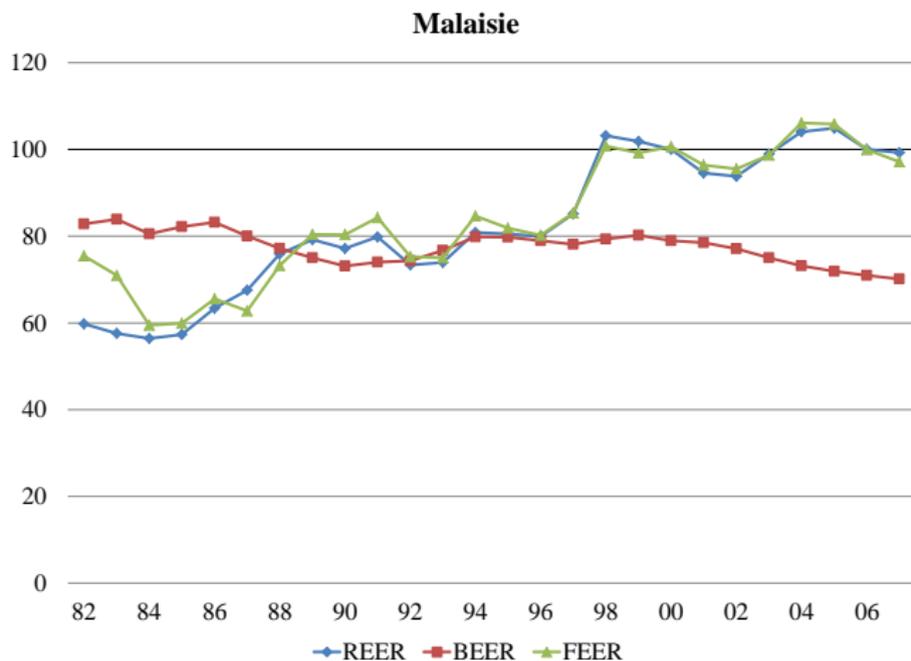
Une augmentation du taux de change effectif réel correspond à une dépréciation effective réelle.



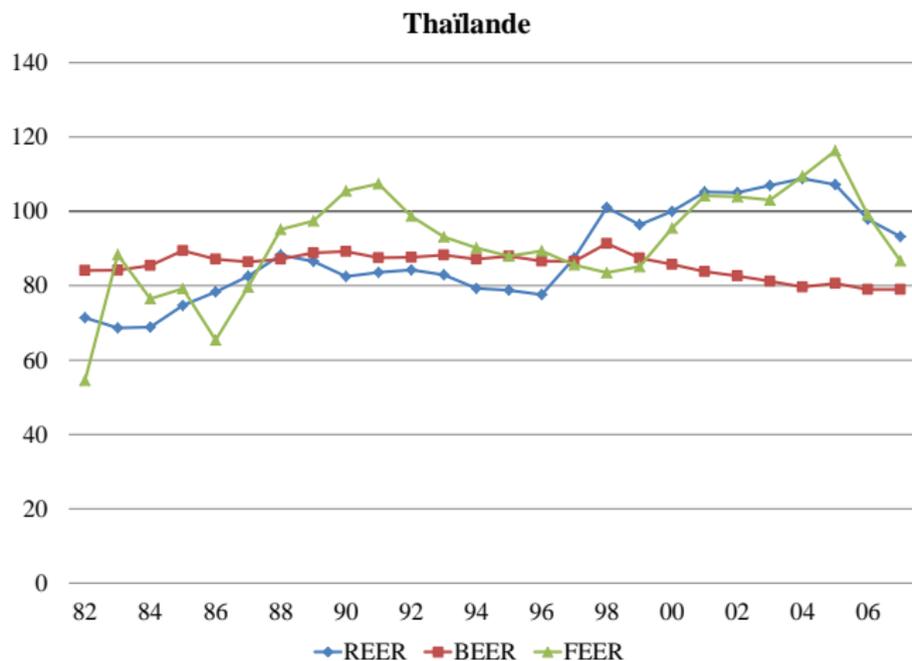
Une augmentation du taux de change effectif réel correspond à une dépréciation effective réelle.



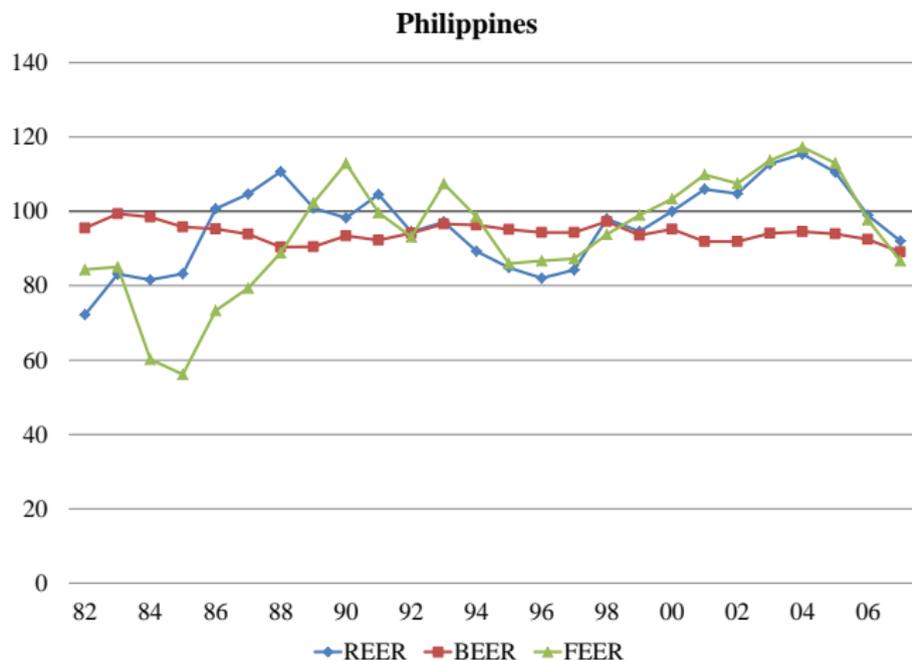
Une augmentation du taux de change effectif réel correspond à une dépréciation effective réelle.



Une augmentation du taux de change effectif réel correspond à une dépréciation effective réelle.



Une augmentation du taux de change effectif réel correspond à une dépréciation effective réelle.



Une augmentation du taux de change effectif réel correspond à une dépréciation effective réelle.