

# *Intégration économique et financière*

Cours MS2 (18h)

Philippe Darreau Professeur à l'Université de Limoges

1. Introduction
2. Les modèles
  - 2.1 Solow
  - 2.2 Ramsey
  - 2.3 Optimalité et efficience dynamique
  - 2.4 Générations imbriquées égoïstes
  - 2.5 Générations imbriquées altruistes
3. Cadre comptable et contraintes intertemporelle
  - 3.1 Compte courant et NIIP (dette externe)
  - 3.2 Identités comptables
  - 3.3 Contrainte intertemporelle
4. Les avantages en petite économie ouverte
  - 4.1 Les avantages pour des pays n'ayant pas le même  $s$
  - 4.2 Les avantages pour des pays n'ayant pas le même  $k_0$
5. Les avantages dans le modèle à deux pays
  - 5.1 Le modèle de Solow à deux pays
  - 5.2 Le modèle à Générations imbriquées à deux pays
  - 5.3 Les gains de l'intégration en générations imbriquées
  - 5.4 "Global Imbalance" ou état régulier ?
6. Les avantages dans un monde risqué

## Bibliographie

- Gourinchas P.O. and Jeanne O. (2006), "The Elusive Gains from International Financial Integration", *Review of Economic Studies*, 73, pp. 715-741.
- Henry, P.B., (2007). Capital Account Liberalization: Theory, Evidence, and Speculation. *Journal of Economic Literature* 45(4), 887-935.
- Obstfeld M. and Rogoff K. (1996), *Foundations of International Macroeconomics*, Cambridge Mass., MIT Press.
- Rey H., Coeurdacier N., Winan P., (2019) "Financial Integration and Growth in a Risky World", *Journal of Monetary Economics*.

## Introduction

De nombreuses études empiriques (voir Henry 2007) montrent peu d'effets de l'ouverture des marchés financiers sur la croissance économique. Pourtant la théorie donne deux types d'arguments pour prétendre que l'intégration financière internationale est profitable.

**Partage international des risques.** Dans une contribution fondamentale, Obstfeld (1994) a exploré le mécanisme de partage des risques purement international et son impact sur la croissance. La principale conclusion d'Obstfeld est qu'après l'ouverture des marchés d'actifs au commerce, le taux de croissance attendu doit augmenter dans tous les pays grâce au passage d'un portefeuille mondial de capitaux sûrs à faible rendement à un capital à haut rendement plus risqué mais diversifié.

En effet, chaque pays connaît des fluctuations de son activité, mais il pourra « s'assurer » contre celles-ci et lisser les fluctuations de sa consommation domestique, parce que les autres pays ne se situent pas forcément au même point du cycle que lui : un pays en récession pourra profiter de l'entrée de capitaux provenant de pays connaissant au contraire une expansion, ce qui réduira l'impact de la récession sur le revenu de ses résidents.

**Meilleure affectation du capital.** Puisque la fonction de production est concave, que les pays riches prêtent du capital aux pays pauvres, cela implique une réallocation du capital des pays où le capital est faiblement productif vers des pays où il est fortement productif et doit donc déboucher sur des gains de production et de croissance.

Ce sont ces aspects que l'on va examiner dans le cadre des modèles macroéconomiques néoclassiques dans lesquels on va introduire la dette externe. La dette externe nette est la dette des nationaux (État<sup>1</sup>, entreprises, particuliers) auprès des prêteurs étrangers, moins la dette des étrangers auprès des nationaux. Elle indique les engagements du pays vis-à-vis de l'extérieur. L'intérêt de l'introduction de l'extérieur est de dissocier l'épargne et l'investissement national. En 1980 Feldstein et Horioka constataient que pour chaque pays industrialisé, l'épargne égalisait l'investissement. Cette corrélation entre les taux d'épargne et d'investissement était paradoxale dans un monde où le commerce international était largement ouvert depuis la guerre. Cette caractéristique justifiait l'utilisation du modèle en économie fermée que nous avons utilisé jusqu'à présent. Dans les années récentes, avec l'intégration mondiale du marché du capital, il semblerait que le « paradoxe de Feldstein et Horioka » ne tienne plus. Aujourd'hui le niveau d'épargne d'un pays est devenu largement différent de son niveau d'investissement.

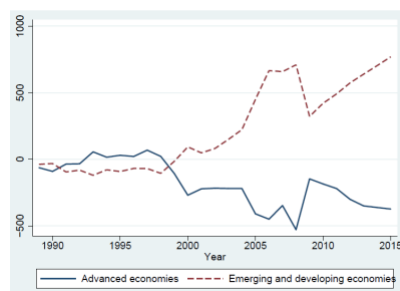
Dans le passé il y eut d'autres périodes de globalisation. Au XIX<sup>ème</sup> la France et le R-U furent des exportateurs massifs de capitaux avec un investissement à l'étranger aussi important que l'investissement intérieur. En 1911 la moitié de l'épargne Anglaise est investie à l'étranger. La France et le R-U ont détenu une importante créance sur leur empire colonial. Les européens ont financé au 19<sup>ème</sup> une grande partie de capital du nouveau monde. A la fin du 19<sup>ème</sup> les étrangers, financent 7% de l'investissement du Canada, détiennent la moitié du capital de l'Argentine, le quart de celui de l'Australie (Weil 2009).

Nous traitons dans ce chapitre des déséquilibres mondiaux actuels, les "**global imbalances**". C'est-à-dire du fait qu'aux USA l'investissement est largement supérieur à l'épargne et donc que ce pays est largement endetté auprès de la Chine et des pays asiatiques. Les déséquilibres européens (les déficits des comptes courants en % du PIB de la Grèce -11,3%,

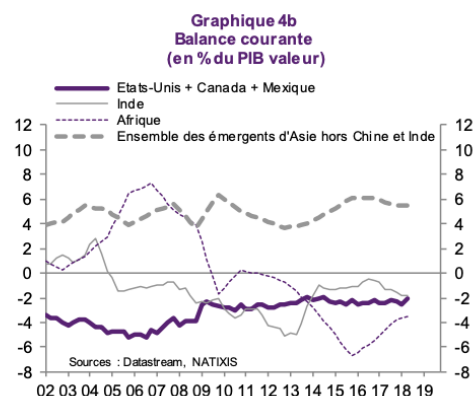
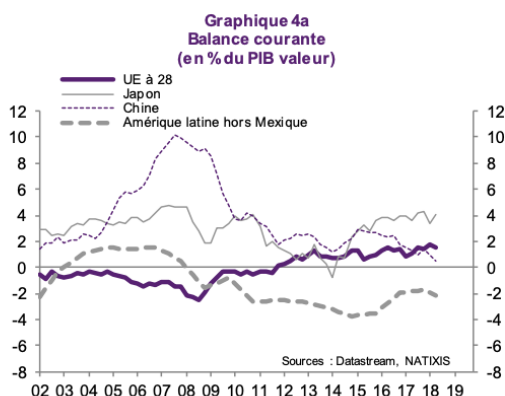
<sup>1</sup> La dette publique française est détenue à plus de 65 % par des étrangers. 60% pour la Grèce, 50% pour l'Espagne, 65% pour le Portugal, seulement 5% au Japon.

de l'Espagne -9,5%, du Portugal -10,7%) permis par l'intégration européenne, existent à l'intérieur de l'Europe. La crise économique de 2008 résulte de ces déséquilibres et ne les a pas fait disparaître. Pourtant il paraît insoutenable à long terme qu'au niveau mondial les pays pauvres financent les pays riches comme l'illustre la figure suivante.

Solde des comptes courants (milliards de dollars 1990-2015).



Source FMI World Economic Outlook



	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
UE-28 (*)	-43,7	-97,2	-161,7	-167,0	-301,3	-117,6	-108,7	-41,0	95,9	155,5	126,5
Zone euro (ZE-19) (*)					-151,9	-15,7	8,8	7,2	119,9	185,1	212,7
Belgique					-3,5	-3,8	6,4	-4,1	-2,8	-0,9	5,7
Bulgarie							-0,3	0,4	-0,1	0,8	0,4
Rép. tchèque	-4,1	-1,0	-2,6	-5,9	-3,1	-3,4	-5,7	-3,5	-2,5	-0,8	1,0
Danemark		9,1	7,1	3,2	6,4	7,6	13,8	14,1	14,1	18,2	15,9
Allemagne	100,8	106,1	135,9	169,6	143,3	141,1	145,1	164,6	187,3	182,0	219,7
Estonie	-1,2	-1,0	-2,0	-2,4	-1,4	0,4	0,3	0,2	-0,4	-0,2	0,0
Irlande	-0,9	-5,8	-6,5	-10,5	-10,7	-5,1	0,9	1,4	2,7	7,6	11,5
Grèce						-25,8	-22,5	-20,6	-4,6	1,1	1,6
Espagne	-48,1	-69,7	-90,6	-104,3	-103,3	-46,2	-42,4	-34,0	-3,0	15,1	8,5
France	7,5	-0,3	0,7	-5,8	-19,0	-16,1	-16,7	-21,2	-32,2	-30,3	-21,1
Croatie	-1,4	-1,9	-2,7	-3,2	-4,2	-2,3	-0,5	-0,4	-0,1	0,4	0,3
Italie	-7,6	-14,0	-23,9	-22,8	-46,3	-30,4	-55,7	-50,4	-8,2	15,0	31,2
Chypre							-2,2	-0,7	-1,5	-0,6	-0,9
Lettonie	-1,4	-1,6	-3,6	-4,7	-3,0	1,5	0,4	-0,6	-0,7	-0,5	-0,7
Lituanie	-1,4	-1,5	-2,5	-4,3	-4,2	0,6	-0,1	-1,2	-0,4	0,6	0,0
Luxembourg	3,3	3,3	3,3	3,6	2,8	2,8	2,7	2,5	2,5	2,2	2,5
Hongrie	-7,1	-6,3	-6,5	-7,2	-7,5	-0,7	0,3	0,8	1,8	4,0	4,2
Malte						-0,4	-0,3	-0,2	0,1	0,2	0,2
Pays-Bas	35,4	33,2	45,7	36,7	26,0	35,9	46,4	58,6	70,5	70,4	67,5
Autriche			8,8	10,8	13,2	7,5	8,4	5,1	4,7	3,1	2,6
Pologne	-11,0	-6,3	-10,8	-19,6	-23,8	-12,2	-19,6	-19,4	-13,7	-5,3	-6,0
Portugal	-12,7	-15,7	-17,7	-17,1	-21,7	-18,3	-18,3	-10,6	-3,5	2,4	1,0
Roumanie		-6,9	-10,3	-16,9	-16,4	-5,4	-5,8	-6,2	-6,1	-1,2	-0,6
Slovénie	-0,7	-0,5	-0,6	-1,5	-2,1	-0,2	0,0	0,1	1,0	2,0	2,2
Slovaquie					-4,3	-2,2	-3,2	-3,5	0,7	1,3	0,0
Finlande	9,2	5,0	6,5	7,2	4,4	3,5	2,3	-3,5	-3,9	-3,5	-3,7
Suède					30,3	18,2	22,2	27,9	28,1	31,9	26,9
Royaume-Uni	-36,8	-24,7	-46,2	-59,3	-70,5	-46,4	-47,5	-31,2	-76,5	-90,2	-121,7
Islande	-1,1	-2,2	-3,2	-2,1	-2,8	-0,9	-0,7	-0,6	-0,6	0,6	0,5
Norvège	26,4	40,4	44,5	36,0	49,6	29,7	35,3	44,3	49,3	39,4	31,9
Monténégro										-0,5	-0,5
ARY de Macédoine								-0,2	-0,2	-0,1	-0,1
Serbie											-2,1
Turquie							-34,1	-53,8	-37,7	-48,8	-34,7

(\*) Des différences avec les données nationales publiées peuvent apparaître en raison des arrondis et des taux de change utilisés.

(\*) UE-28: flux avec les pays hors UE-28. Zone euro: flux avec les pays hors zone euro. Contient des données confidentielles.

Source: Eurostat (codes des données en ligne: bop\_eu6\_q et bop\_c6\_q), BCE