

Evolution du système financier international et récurrence des crises

Tarik DKHISSI

Doctorant, Faculté d'Economie -Souissi-, Université Mohammed V, Rabat, Maroc

Abstract : La crise financière qui s'est matérialisée en 2007 a fait ressurgir le spectre d'une grande dépression de l'activité, que les théories économiques ont cru endiguer depuis la crise de 1929. Provoquée par l'écèlement de la bulle des « Subprimes » et accentuée par les tensions sur les dettes souveraines en Europe, cette dernière crise interpelle les chercheurs et les économistes à reconsidérer les instances du passé. Des bulbes de tulipes hollandaises au krach des nouvelles technologies, en passant par la grande dépression ou les turbulences financières des pays émergents, doit-on conclure que le capitalisme est soumis à des aléas cycliques inéluctables ? Ou s'agit-il d'erreurs récurrentes de politique économique qui pourraient être évitées ?

Keywords : Financial Crisis, Financial Stability, Financial System, Financial Instability, Banking System, Capitalism, Financial Globalization

INTRODUCTION

Etonnante par son intensité et par son ampleur, la crise financière qui s'est matérialisée en 2007 a fait ressurgir le spectre d'une grande dépression de l'activité, que les théories économiques ont cru endiguer depuis la crise de 1929. Déclenchée par l'explosion de la bulle des « Subprimes » et accentuée par les tensions sur les dettes souveraines en Europe, cette dernière crise interpelle les chercheurs et les économistes à reconsidérer les instances du passé. Des bulbes de tulipes hollandaises au krach des nouvelles technologies, en passant par la grande dépression ou les turbulences financières des pays émergents, doit-on conclure que le capitalisme est soumis à des aléas cycliques inéluctables ? Ou s'agit-il d'erreurs récurrentes de politique économique qui pourraient être évitées ?

Les analyses et les études menées par les économistes américains Reinhart et Rogoff rappellent que les crises financières passées ne diffèrent pas grandement de celle de 2007-2008. Ainsi, les mêmes mécanismes semblent à l'œuvre : aveuglement au risque, excès d'investissement dans un secteur particulier ou correction brutale des anticipations. Par contre, d'autres auteurs mettent au contraire l'accent sur la diversité des crises : l'école régulationniste montre qu'au-delà de traits communs, elles changent selon le régime socioéconomique et le contexte institutionnel dans lequel elles s'inscrivent. Les crises dites de « sous-production » liées aux guerres et aux aléas climatiques ont ainsi disparu avec l'émergence du capitalisme au profit des crises industrielles de « sur-production ». Et si le compromis institutionnel fordiste des trente glorieuses s'est accompagné d'un reflux, voire même d'une disparition des grandes crises, le capitalisme financier en plein essor depuis les années quatre-vingt a signé le retour d'une instabilité que l'on croyait propre aux systèmes financiers des pays émergents.

Cette variabilité des crises explique-t-elle les difficultés des chercheurs et économistes ainsi que des autorités monétaires à les anticiper et à les prédire ? L'étude des grandes crises du 20^{ème} et du 21^{ème} siècle montre à

quel point les politiques publiques et l'analyse économique ont été mises à l'épreuve. Ainsi, alors que le marasme des années trente avait précipité la révolution keynésienne, la

stagflation des années soixante-dix a en revanche convaincu du caractère perturbateur des politiques de régulation conjoncturelle.

La récente crise, en pointant du doigt les inconvénients de la globalisation financière, a permis d'enclencher un mouvement de re-régulation de la finance et la réflexion sur le modèle de croissance néolibéral prédominant depuis presque trois décennies. Au gré des revirements théoriques et pratiques, une chose semble claire, que ce soit au cours de la crise japonaise des années quatre-vingt-six ou après la chute de la banque Lehman Brothers en 2008 : les pouvoirs publics, y compris les Banques Centrales, ont apporté un soutien financier massif à l'économie dans le seul but d'éviter la reproduction des erreurs des années précédentes.

Dans cet article, nous allons nous pencher, nous allons nous pencher sur la question de la récurrence des crises et les limites de la théorie économique quant à sa capacité à expliquer l'apparition de nouvelles crises et d'apporter des solutions à ces crises.

RECURRENCE DES CRISES : CARACTERISTIQUE INTRINSEQUE AU SYSTEME FINANCIER ET BANCAIRE INTERNATIONAL

Emprunté au jargon médical, le terme « Crise » fait référence à un dysfonctionnement d'un système économique. Ses symptômes sont la baisse soudaine de l'activité, les forts mouvements de prix à la baisse ou à la hausse et l'augmentation du chômage.

En effet, et dans la médecine hippocratique, une « Crise » désigne la phase qui permet la guérison : celle-ci n'est pas le symptôme, mais à la fois le mal et son antidote. Cette convergence entre la médecine et l'économie a eu lieu au début du 19^{ème} siècle, lors de l'analyse des premières crises de sur-production et de sous-consommation qui ont impulsé les débats théoriques.

Aux cycles longs décelés par Kondratieff se greffent des cycles courts, appelés « Cycles des affaires » (ou Business cycle) et mis au jour par Juglar. La crise est alors considérée comme un moment du cycle, un point de retournement qui permettrait à la fois la correction du déséquilibre et l'assainissement du système. L'explication de la crise résiderait dans la phase d'expansion qui a précédé la rupture. De ce fait, la crise correspond donc à une rupture, à un retournement brutal de la conjoncture économique brisant une phase d'expansion.

Néanmoins, le mot « Crise » a pris aujourd'hui une signification plus large, puisqu'il désigne la phase de dépression ou de récession elle-même. Cependant, les points de vue divergent lorsqu'il s'agit de caractériser ce basculement en vue d'identifier les facteurs déclencheurs de la crise.

Pour les marxistes, la crise est liée à une contraction majeure du capitalisme. En remplaçant les travailleurs par des machines, les capitalistes engendrent une

baisse tendancielle du taux de profit du fait que la force de travail humaine est considérée comme étant la seule source créatrice de richesse.

Pour les libéraux, une crise générale ne peut avoir lieu si les principes de la libre concurrence sont respectés. De ce fait, les crises sont alors dues à des rigidités qu'il faut supprimer car elles empêchent le marché de fonctionner de façon optimale.

S'agissant des keynésiens, les crises sont la conséquence d'une situation de sous-emploi, liée à une insuffisance de la demande effective qui se caractérise par une baisse de la part de la consommation au niveau du revenu national. En outre, la crise survient lorsque cette situation n'est pas soutenue par des investissements de la part de l'Etat.

En réalité, si les théories des crises sont multiples, c'est dû en fait à la consubstantialité de la notion de crise par rapport à l'existence de marchés jouant le rôle d'institutions allocatrices de ressources. Ces crises ne surviennent pas pour autant selon un processus immuable et uniforme. Bien au contraire, l'histoire révèle un grand nombre d'exemples mettant en relief une typologie variée des crises économiques.

LE SYSTEME FINANCIER INTERNATIONAL : ENTRE LIBERALISATION, GLOBALISATION ET INNOVATION FINANCIERE

La création d'une industrie financière sophistiquée et ramifiée, durant les années 1990-2000, a été considérée comme étant un atout pour les pays les plus avancés. Le développement financier, l'extension de la finance de marché et la diversité des produits financiers, étaient même considérés comme un indicateur de croissance. A l'heure actuelle, le système financier est devenu le principal facteur de l'intensité de la crise financière. En procédant au démantèlement progressif des réglementations instituées après le krach boursier de 1929 et en créant une nouvelle régulation, le système financier était censé devenir efficace et résilient. Des crises périodiques attestaient de sa capacité à absorber les chocs sans remettre en cause la croissance, même si l'intervention étatique était présente, pour éviter la contagion des places financières.

La crise de 2007-2010 semble tout remettre en question. Les critiques à l'encontre de ladite crise dénoncent le caractère irresponsable de la nouvelle finance, nécessitant inéluctablement l'intervention régulière et générale de la part des pouvoirs publics. Cependant, sitôt la phase critique de la crise passée, et malgré les voies élevées à l'encontre de la globalisation financière, les acteurs des marchés financiers reprennent leurs activités.

Cela nous amène à nous poser la question suivante : comment les Etats ont-ils accepté ce modèle d'organisation financière ? Comment en vingt-cinq années de révolution technologique et idéologique, la finance est-elle devenue une industrie à part entière, fonctionnant d'autant mieux que sa régulation était dévolue aux seuls professionnels ? L'essor des innovations financières est en effet indissociable du double mouvement de globalisation et de déréglementation financière qui a guidé les politiques économiques des trente dernières années. Pour comprendre la crise, il est nécessaire d'analyser ce double mouvement : pourquoi les institutions financières internationales ainsi que les pouvoirs publics, à la sortie des crises des années soixante-dix, se sont passés des réglementations de l'après 1929 qui avaient d'ailleurs fait leurs preuves durant les décennies précédentes (1950-1970).

Les années soixante-dix ont révélé l'épuisement et l'inadaptation du modèle suivi après la crise de 1929 et après la guerre mondiale. En fait, les deux chocs pétroliers et les crises financière et monétaire à répétition ont engendré inéluctablement l'effondrement du système de « Bretton Woods ». A cette époque, le gouvernement Thatcher (1979) et l'Administration Reagan (1980) ont tenté de libérer l'économie freinée par le cadre réglementaire qui semblait être obsolète.

De plus, le mouvement de libéralisation des marchés financiers a également bénéficié du lancement de deux mesures phares, à savoir : la libéralisation de la rémunération de l'épargne et des dépôts aux Etats-Unis d'Amérique ainsi que le Big Bang de la place Londonienne. Aux Etats-Unis d'Amérique, les institutions financières ont opté pour des lois bancaires (1980) ne comportant plus de taux d'intérêt réglementaire et l'instauration de la libre concurrence entre diverses institutions. Lesdites lois ont favorisé l'émergence d'une industrie financière dont les grandes banques d'affaires de Wall Street sont les moteurs.

En 1986, le Big Bang de la place Londonienne va chambouler la finance et placer ainsi Londres au rang de rivale de la bourse de New York. Le nouveau cadre légal a permis aux entreprises étrangères de prendre pied sur les marchés londoniens à travers l'adoption de nouvelles lois relatives à la suppression des commissions (sur la vente et achat de titres financiers), abandon de la séparation entre les agents de change et les teneurs de marché¹ et la création des cotations électroniques. Ces changements ont permis de rendre Londres, la première place financière dans le monde.

La déréglementation accompagne et amplifie le mouvement de libéralisation et de globalisation. La fin du système de Bretton Woods a permis ainsi le développement des dérivés de change. L'arrêt d'utilisation des taux réglementés pour les dépôts ouvre la concurrence entre les différentes institutions. Enfin, le financement des entreprises s'appuie davantage sur les marchés financiers, donnant un rôle de plus en plus important aux actionnaires.

Ces évolutions auraient dû conduire à une régulation plus stricte, destinée à encadrer l'explosion de la sphère financière, et pourtant, c'est exactement l'inverse qui s'est produit.

Notons également que la succession des crises européennes et japonaise du début des années quatre-vingt-dix a dévoilé les lacunes et la fragilité du système financier. Ces crises, y compris celles des Etats-Unis d'Amérique, sont dues en particulier à la mauvaise gestion, et à l'absence de transparence de banques qui prenaient plus de risques en étant plus exposées à des chocs macroéconomiques et monétaires, du fait de l'intégration croissante des marchés financiers mondiaux.

La désintermédiation du crédit, issue de l'ouverture des marchés financiers et de la déréglementation, a servi de plate-forme de rencontre entre les agents à capacité de financement et les agents ayant un besoin de financement. Ces nouveaux acteurs ont commencé à se financer directement sur les marchés afin d'investir dans des prêts longs ou des actifs peu liquides. Ainsi, les banques se sont orientées vers d'autres activités telles que la création de banques d'investissement, l'assurance ou la titrisation des portefeuilles de crédit. De cette manière, les banques ont participé au transfert du risque vers d'autres acteurs

¹ Ce sont des intermédiaires qui opèrent sur les marchés financiers de la place.

financiers tout en augmentant le risque de liquidité du système.

LA GRANDE DEPRESSION DE 1929

Le krach boursier de 1929 est resté à jamais gravé dans les mémoires comme étant une crise financière mal gérée par les autorités publiques et qui finit par une crise économique mondiale. Au début, elle est provoquée par le retournement d'une bulle d'actifs, tirée par une expansion de crédit et une confiance aveugle dans la hausse continue des marchés boursiers.

En 1929 comme en 2007, les facteurs annonceurs de la crise immobilière ne manquent pas. La bulle de 1929 est financée, en majorité, par l'endettement. Plages désertes ou terrains marécageux suscitent l'encouragement des investisseurs, et en 1925 une mise de fonds de 10% suffit pour acheter des terrains et spéculer sur l'installation prochaine de millions d'adorateurs du soleil, prêts à tout pour échapper au rude climat de Chicago ou de Minneapolis.

Cette même année, une loi autorise les achats d'actions avec une couverture de 10%. Cela encouragea les ménages à participer à l'engouement généralisé pour la bourse. La vague d'innovations à l'origine de la seconde révolution industrielle a suscité une forte vague entrepreneuriale. Avec le même enthousiasme que soixante-dix ans plus tard dans la bulle de l'Internet, les investisseurs se pressent pour investir dans la nouvelle économie (radio, aviation, électricité...). La montée de la bourse à partir de 1927 a incité les opérateurs financiers à émettre sans cesse de nouvelles actions, à multiplier les fusions acquisitions qui leur permettent de constituer des nébuleuses de holdings.

De plus, la baisse des prix agricoles, et le ralentissement de l'industrie, combinés à une surproduction dans ces deux secteurs sont à l'origine du retournement qui s'est opéré au mois d'octobre. Les produits primaires et alimentaires continuaient à chuter depuis trois années. A mi-octobre, la bourse baisse et remonte, avant de s'effondrer le jeudi 24 octobre 1929.

Entre 1930 et 1933, l'économie mondiale a connu des faillites bancaires en série, par un effet de domino qui voit les banques créditrices tomber après la faillite de leur débitrice, et les « Bank Run », où les déposants se ruent pour récupérer leur argent, se multipliaient. En l'espace de trois ans, 9000 banques ont disparu² et la panique financière atteint son comble au printemps de l'année 1933, où la décision a été prise de fermer toutes les banques en guise de revenir au calme.

Dans cette situation, l'économie vivait une situation de « Credit Crunch » quasi-total qui asphyxie les entreprises et qui produit une chute de la production industrielle. Et comme conséquence, chute de 50% de la production industrielle, le ¼ des actifs américains au chômage, les usines ferment les unes après l'autres. Les effets dramatiques de cette grande dépression sont innombrables et la propagation se poursuivait dans toute l'Europe avec toutes les conséquences économiques, sociales et politiques.

A ce titre, le traumatisme de la grande dépression a entraîné une nouvelle réflexion sur le rôle de l'Etat sur le plan macroéconomique. Les autorités politiques ont compris, tardivement, qu'elles avaient une responsabilité en cas de

choc économique, et seul, le marché ne pouvait instaurer la stabilité financière. Ainsi, la crise de 1929 a encouragé la conduite de politique et de régulations du « New Deal », puis l'émergence durable des politiques dites Keynésiennes dans un second temps³.

LE BIG BANG DES ANNEES QUATRE-VINGT EN EUROPE

L'après élection en 1979 de Margaret Thatcher au poste de Premier Ministre, le capitalisme britannique traversait une phase de déréglementation massive, qui a été déclenchée par la suppression du contrôle des changes. A la fin des années soixante-dix, les pays pétroliers ont pu, grâce au choc pétrolier, augmenter leur capacité d'épargne et d'investissement ainsi que l'émergence de nouveaux marchés visant à recycler ces pétrodollars. Désormais, le marché de l'eurodollar londonien devint un système d'intermédiation bancaire international multidevises. Et la place de Londres joua un rôle central dans la libéralisation internationale des mouvements de capitaux⁴.

Au niveau des marchés londoniens, les traders en charge des opérations de change se trouvent dans l'incapacité de suivre la montée et la complexité des opérations, ni d'investir dans les plates-formes financières et dans les systèmes d'information nécessaires à l'essor des opérations boursières.

Pour le Premier Ministre britannique, la concurrence américaine oblige à plus de dynamisme à travers l'instauration d'une série de réformes qui chamboulera le système financier anglais. Depuis le 27 octobre 1986, ces réformes ont permis aux entreprises étrangères de prendre part aux marchés londoniens et donnant lieu à la suppression des commissions fixes qui étaient appliquées sur les échanges de titres financiers. De plus, la séparation entre les divers métiers de la finance (agents de change et Jobbers) a été abolie.

Toutes ces mesures ont séduit les banques d'affaires américaines qui se sont précipitées à changer de destination vers la place de Londres, et concurrencer les banques anglaises. Ce mouvement de libéralisation engendre un courant général de diversification géographique et monétaire des investissements, mettant Londres au même rang que New York comme étant la principale et l'unique concurrent de cette dernière.

Suite à ces événements, toutes les bourses européennes suivent le modèle britannique et le contrôle des mouvements de capitaux s'est progressivement éliminé à partir du milieu des années quatre-vingt, avant d'être supprimé entièrement en 1990. C'est le décloisonnement du système financier international.

En France, par exemple, les lois bancaires de 1984-1985 de P. Bérégovoy supprimant l'encadrement du crédit et les prêts bonifiés. Avec la déréglementation financière de 1986, la France intègre la finance de marchés. Désormais, les opérations de courtage sont effectuées par les banques, et l'on assiste à la naissance des produits dérivés standard avec la création du MATIF en 1986 et du MONEP en 1987. Ainsi, les entreprises françaises, qui, depuis l'après-guerre, étaient financées directement ou indirectement par l'Etat, trouvent refuge au niveau des marchés financiers internationaux.

Avec l'assouplissement du cadre réglementaire, tous les compartiments du marché ont connu des innovations

² P.C HAUTCOEUR : « La crise de 1929 et ses enseignements », Dossier Crises financières, Economica 2001.

³ E. COHEN : « Penser la crise : défaillances de la théorie, du marché, de la régulation », Fayard 2000.

⁴ A. BRENDER et F. PISANI : « Les déséquilibres financiers internationaux », La Découverte 2007.

financières, un élargissement des produits dérivés et une titrisation des crédits bancaires.

Durant les années quatre-vingt et quatre-vingt-dix, l'instauration d'un système financier international décloisonné a permis aux entreprises et aux agents non financiers d'accéder aux marchés et aux intermédiaires financiers des autres pays, d'utiliser leurs monnaies nationales pour placer et s'endetter.

Enfin, le décloisonnement et l'élargissement des marchés internationaux de capitaux s'accompagnent également d'une évolution du statut des Banques Centrales. Dans le cas de l'Allemagne, la Banque Centrale « indépendante » s'est focalisée sur le maintien du taux d'inflation à son bas niveau. Ainsi, ce modèle de Banque Centrale se généralise au niveau des deux continents américain et européen, et a permis de garantir un certain conservatisme de la politique monétaire et ce quel que soient les alternances entre les parties. Au cours de cette période les Banques Centrales deviennent les principaux acteurs de la politique macroéconomique.

LA DEREGLEMENTATION DU SYSTEME FINANCIER AMERICAIN

Les deux chocs pétroliers des années soixante-dix ont mis un terme au modèle keynésien des années cinquante et soixante. Le concept de « l'Etat providence » s'est décliné au fur et à mesure durant lesquelles les crises pétrolières des années soixante-dix, les difficultés monétaires et la chute de la productivité américaine ont mis un terme à la période d'expansion de l'après-guerre.

A la fin de la décennie soixante-dix, la théorie monétaire de Friedman et les travaux de recherche de l'école de Chicago ont commencé à remettre en cause l'interprétation classique de la crise de 1929. Néanmoins, il faut distinguer entre les travaux économiques classiques de Friedman reconnus sur les monnaies ou l'inflation et ce type de thèses, beaucoup plus polémiques et politiques.

Avec l'élection de Ronald Reagan à la présidence des Etats-Unis d'Amérique en 1980, il a mis fin à la théorie de l'Etat keynésien de l'après-guerre ainsi qu'à une certaine mainmise de l'Etat fédéral sur les affaires économiques. La déréglementation financière qui s'est déployée dans ce contexte accompagne un mouvement de déréglementation plus large (télécommunication, services postaux, énergie...) qui part du principe que la réglementation a un coût, qu'elle nuit à la concurrence.

La réglementation financière, issue des années trente, est apparue en grande partie inadaptée aux évolutions des années soixante-dix, en particulier suite au déclin du système de Bretton Woods et le passage à un régime de change flottant en 1976. En 1975, les pouvoirs publics ont adopté une loi qui stipule la suppression des commissions fixes sur les valeurs mobilières en vue d'encourager les banques à sortir de leur cadre traditionnel. C'est à partir de ces années que le système bancaire américain a connu une grave crise du fait de l'existence d'un système composé de 15000 banques dans l'ensemble du territoire. En outre, chaque Etat américain possède son propre système financier.

A cette période, les banques américaines étaient sous développées et ne bénéficiaient pas des confortables commissions générées par toutes les activités qu'elles pouvaient pratiquer. De plus, elles ne disposaient pas de réserves considérables (dépôts et épargnes des clients des banques commerciales), ni d'un réseau d'agences implantées localement sur lequel s'appuyaient les banques européennes.

D'autre part, les banques américaines devaient faire face aux limites de leur rôle traditionnel d'intermédiation financière (collecte des dépôts et octroi des crédits). Mais à partir des années soixante-dix, le système bancaire a évolué permettant ainsi aux ménages de diversifier les produits bancaires détenus. De ce fait, les conditions du crédit ont également connu un changement radical et ce, suite à l'évolution des taux d'intérêt durant la période. En revanche, de nouveaux risques ont émergé et le système de l'époque n'est plus en mesure de bien les contenir⁵.

Ainsi, l'intermédiation financière aux Etats-Unis d'Amérique se trouve contestée par une autre logique portée par une industrie financière non bancaire qui est, pour sa part, en plein essor. Durant cette phase, l'économie américaine s'est appuyée sur une finance de marché très développée, malgré le caractère traditionnel de son système bancaire.

LE KRACH DE 1987

Le krach de 1987 est survenu à un moment où se mettent en place les premiers mécanismes de la déréglementation, se développent les marchés financiers et naissent les premiers produits dérivés. C'est la seule crise ne mettant pas en cause les produits dérivés et où le marché ne connaissait que l'échange de produits simples tels que les actions et les obligations. En revanche, elle est considérée comme la première crise de l'ère moderne et ce, suite au développement qu'a connu le domaine informatique et la montée en puissance des innovations financières.

En effet, c'est une période marquée par la première vague des « LBO⁶ » et par des fusions acquisitions massives pendant laquelle les banques d'affaires telles que « Bankers Trust » ou « Drexel Burnham Lambert » occupent le devant de la scène en proposant une multitude d'opportunités à leurs clients.

Au cours de la décennie quatre-vingt, plusieurs délits d'initiés⁷ ont été constatés: les Junk de Michael Milken, qui entraîna la faillite de Drexel en 1990 d'une part, et les portefeuilles d'assurance d'autre part, qui ont directement contribué à la chute de la bourse en 1987.

Selon les économistes et les chercheurs, ce krach a pour particularité d'être difficile à analyser, dans la mesure où aucune nouvelle économie, politique ou financière ne semblait l'avoir déclenché. Pour d'autres, cette crise est la conséquence des nouvelles lois fiscales sur le capital, les variations du dollar et le déficit commercial des Etats-Unis d'Amérique. Il reste, cependant, le plus grand krach boursier de toute l'histoire après celui de 1929 où la bourse de New York atteint des niveaux les plus bas.

Le krach de 1987 a dévoilé que les marchés financiers connaissent une interdépendance croissante, notamment entre les différents marchés de change, les marchés des actions et les marchés de dettes. De plus, les fluctuations des monnaies ont permis de jouer un rôle incontournable dans l'apparition de la crise et que les marchés obligataires ont connu des pertes aussi dramatiques que les marchés des actions. Face à cette situation, la seule

⁵ M. AGLIETTA et A. REBERIOUS : « Dérives du capitalisme financier », Albin Michel 2004.

⁶ Leverage Buy-Out (LBO) : est un terme générique désignant un montage juridico-financier de rachat d'entreprise par effet de levier, c'est-à-dire par recours à un fort endettement bancaire.

⁷ D. B LEVINE : « Repenti : Wall Street, confessions d'un golden boy », Payot, 1993.

mesure qui a été prise par le congrès américain était le lancement de « Coupe-Circuits » en vue de stopper les ventes des titres ayant connu de forte baisse de leur valeur ou l'inverse. Toutefois, cette mesure a engendré une polémique au niveau des marchés, étant donné que l'arrêt du fonctionnement du marché pouvait créer un sentiment fort d'inquiétude et de volatilité. Cela a permis de renforcer l'idéologie selon laquelle les marchés financiers disposent de la capacité à s'autoréguler eux-mêmes. Avec l'intervention des pouvoirs publics et plus particulièrement celui de la banque centrale (FED), l'économie américaine a pu échapper à un désastre financier.

L'ESSOR ET LE RISQUE ENGENDRES PAR LES PRODUITS DERIVES

Durant les siècles précédents et même avant, les personnes ont exprimé un sentiment de peur vis-à-vis des événements futurs et plus particulièrement dans le changement des prix dans les activités qui existaient à l'époque. Depuis l'antiquité, les paysans avaient opté pour des contrats à terme pour liquider leur production et ce, même avant la fin de la récolte. Ainsi, l'agriculteur était sûr de vendre sa future récolte à un prix convenu au départ et, il pouvait même avoir une avance sur le prix de vente. Quant à l'acheteur, il disposait d'un fournisseur et pouvait revendre la récolte à un prix plus élevé. Ce système permettait à l'agriculteur de se couvrir contre la variation de prix et pour l'acheteur de spéculer sur le marché en vue de gagner davantage. Autre exemple, aux Pays-Bas, les ventes à terme des tulipes étaient assez courantes au 17^{ème} siècle. Et dans les deux cas, l'acheteur recherche l'assurance de son approvisionnement en denrées rares.

Ce n'est qu'à la fin du 19^{ème} siècle, que les échanges commerciaux de gré à gré ont disparu. Les premiers marchés organisés sont apparus depuis 1880 aux Etats-Unis, permettant ainsi à certains de se protéger contre le risque et à d'autres de spéculer librement. La standardisation des contrats et le rôle du marché dans l'échange (notamment à travers la création d'une chambre de compensation) ont permis de réguler le manque de liquidité et de gérer le risque de défaut.

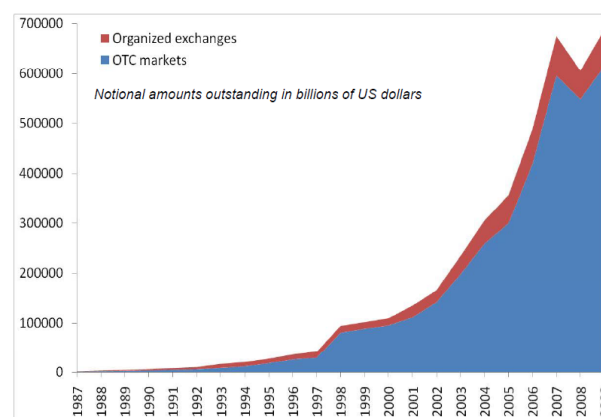
Et ce n'est qu'à partir des années soixante-dix que les premiers produits dérivés modernes ont été lancés. Leur apparition est le résultat de deux événements. Le premier a été l'incertitude financière qui régnait. En raison de l'abandon du régime de changes fixes de Bretton Woods et le flottement des monnaies ainsi que la montée des cours du pétrole, tous les événements ont amené les investisseurs à prendre les mesures nécessaires en vue de faire face à des coûts supplémentaires et par conséquent, une baisse du profit. Le deuxième événement a été le modèle d'évaluation des options élaborées par Merton, Scholes et Fischer en 1973. Leur modèle a permis d'évaluer les produits dérivés financiers et surtout de lancer de nouveaux instruments répondant aux besoins des entreprises en matière de gestion des risques.

Avec l'accélération du processus de la globalisation financière, un marché financier est apparu dont l'objectif était de négocier, non les actifs, mais le risque lui-même. A partir de 1980, les options sur matières premières, sur devises et sur taux se généralisent et deviennent le champ d'innovation par excellence proposant sans arrêt de nouveaux produits pour répondre aux exigences des trésoreries modernes.

Depuis plus d'une trentaine d'années, le marché des produits dérivés n'a cessé de croître. En 1998, la valeur de ces produits est passée à 64 000 milliards de dollars, soit 60 fois plus qu'en 1986. Au premier trimestre de l'année

1998, cet encours a atteint 75 000 milliards de dollars, puis au deuxième semestre il est arrivé à 80 300 milliards, sachant que la valeur marchande des sous-jacents représentait seulement 3 230 milliards, soit 4% de ce total. Ces produits dérivés ont encouragé la création d'une bulle et une multiplication de positions à découvert.

Graph 1: The expansion of derivatives markets 1997-2009



Source : ISDA Market Survey until 1997 and BIS Quarterly Review since (June 2010, Semi-annual OTC derivatives statistics at end-December 2009; Table 19) for OTC markets; BIS Quarterly Review, June 2010 (Statistics on exchange traded derivatives; Table 23A) for organized exchanges.

En juillet 1994, Ibrahim Warde, chercheur au MIT, écrivait dans « le Monde diplomatique » qu'un éclatement de la bulle spéculative risquait de se produire, ce qui a poussé certaines agences gouvernementales à exprimer leur inquiétude à ce sujet. En revanche, les grands établissements financiers se sont opposés fortement à tout contrôle de la part des autorités monétaires de supervision. A ce titre, Alan Greenspan, Président de la Réserve Fédérale américaine, a opté pour le maintien du statu quo et a même dissuadé le Congrès Américain de légiférer sur le sujet, en justifiant cela par le fait que l'autoréglementation des opérateurs s'ajoutant aux sanctions du marché, est largement suffisante à maintenir la stabilité du système financier américain.

Ainsi, l'accroissement de la volatilité a atteint un summum où la frontière entre la spéculation et la couverture du risque est devenue de plus en plus floue faisant ainsi perdre aux produits dérivés leur vocation d'origine. Etant donné leur risque, certaines entreprises ont même procédé à la liquidation de leur portefeuille constitué de produits dérivés. Malgré tous leurs modèles sophistiqués dans ce domaine, notamment par Scholes et Merton, le Fonds spéculatif LTCM a connu la faillite et ce, suite à la négociation de produits dérivés.

En 1997, le Financial Accounting Standards Boards (FASB) a proposé la modification des normes comptables régissant les produits dérivés en vue de les rendre plus contraignantes. Cette réforme a connu une opposition farouche de la part des lobbies de Wall Street y compris de la part de la FED. A la suite du scandale d'Enron⁸ en 2002, la SEC a commencé à améliorer le reporting des produits dérivés.

⁸ La société Enron a fait faillite suite aux pertes occasionnées par ses opérations spéculatives et qui avaient maquillées ses bénéfices via des manipulations comptables.

LA CRISE ASIATIQUE DE 1997-1998

Durant les trente années qui ont précédé la crise financière asiatique, plusieurs économies de la région⁹ ont pu réaliser des performances économiques importantes caractérisées par un taux de croissance élevé et rapide, une faiblesse du taux d'inflation, une stabilité macroéconomique, une solidité des finances publiques, une épargne élevée et une prospérité des exportations. De ce fait, il n'est donc pas étonnant que personne n'ait prévu l'apparition de la crise. Mais à posteriori, il est évidemment plus aisé de déterminer les causes ayant pu conduire à l'émergence de la crise.

Selon Stiglitz¹⁰, économiste en chef de la Banque Mondiale à l'époque : « Aucun autre modèle économique n'a offert autant, à tant de gens, dans une si courte période ». Un rapport de la Banque Mondiale publié, quelques mois avant le déclenchement de la crise, que les pays d'Asie du Sud-est ont connu un boom économique, soit plus de 9% par an de croissance sur les dix dernières années et de réduire considérablement leur niveau de pauvreté.

Dans une large mesure, ces pays ont été victimes de leur propre succès. Les pays asiatiques ont refusé de voir les problèmes lorsqu'ils ont commencé à se manifester. Se croyant à l'abri d'une crise du type de celle qui avait secoué l'Amérique latine dans les années quatre-vingt, puisqu'ils n'étaient confrontés ni aux lourds déficits budgétaires, ni au fardeau de la dette publique, ni à la rapide expansion monétaire, ni aux obstacles structurels qui avaient rendu l'Amérique latine vulnérable, les pays d'Asie n'ont commencé que trop tard à prendre leurs problèmes au sérieux.

En Asie, la Thaïlande était le point de départ de la crise financière lors de l'été de 1997. Elle a connu de graves difficultés bancaires à la fin de l'année 1996, poussant ainsi la Banque Centrale à injecter massivement de la liquidité sur le marché. Le FMI a mis en garde les autorités au début de 1997, mais il s'est révélé difficile de les convaincre de la gravité des problèmes qui se profilaient. Cette mise en garde n'a pas été rendue publique, car cela aurait pu précipiter la crise qu'elle visait à prévenir. Après avoir connu plusieurs attaques spéculatives, depuis mai 1997, les autorités monétaires thaïlandaises étaient dans l'incapacité de défendre leur monnaie (baht) qui s'est beaucoup dépréciée. Et le FMI ne mesurait pas toute l'ampleur des problèmes de la Thaïlande, du fait qu'il ignorait que la quasi-totalité des réserves de la Thaïlande avait déjà été engagée sur le marché à terme. De même, le FMI n'a pas su que la Corée n'avait quasiment plus de réserves en devises jusqu'à ce qu'on fasse appel à l'aide du Fonds. La crise financière thaïlandaise s'est propagée à l'ensemble des pays de la région.

Les causes fondamentales de la crise asiatique ont été formellement identifiées. D'une part, les investisseurs à la recherche de nouveaux débouchés ont orienté leurs fonds étrangers vers l'Asie en raison des taux d'intérêt relativement faibles. Et comme dans toute phase d'expansion, les prix des actions et de l'immobilier sont montés en flèche, attirant encore plus d'investisseurs. Mais l'allocation intérieure de ces ressources étrangères empruntées a été inefficace, en raison de la fragilité des systèmes bancaires, de la médiocrité de la gouvernance et du manque de transparence au niveau du secteur financier. De plus, la capacité d'absorption limitée de ces pays a aussi contribué à l'allocation inefficace des capitaux étrangers. D'autre part, les pays appliquaient des taux de change fixes encourageant les emprunteurs à s'endetter davantage en dollars. Enfin, dans les pays touchés par la crise, les exportations étaient faibles au milieu des années quatre-vingt-dix pour un certain nombre de raisons, dont l'appréciation du dollar américain contre le yen, la dévaluation du yuan par la Chine en 1994 et la perte de certains marchés avec l'entrée en vigueur de l'Accord de Libre-échange Nord-Américain (ALENA).

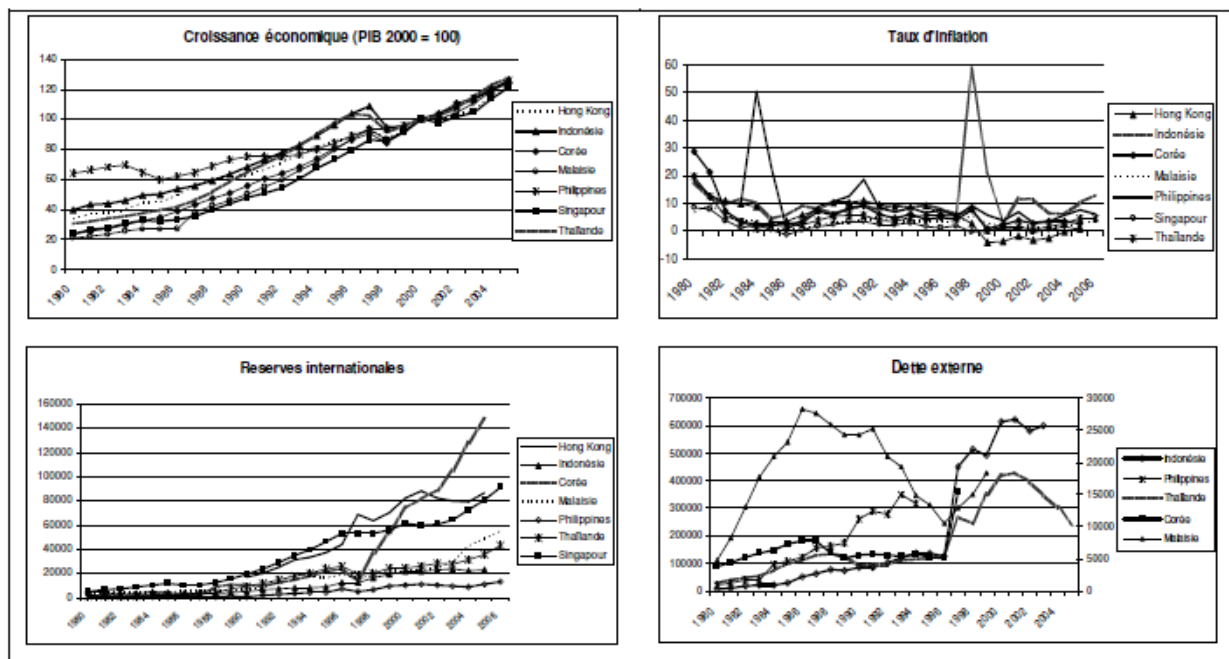
Les flux massifs de capitaux vers l'Asie et la chute des exportations des pays asiatiques ont eu pour impact l'aggravation des déficits des transactions courantes. De plus, la situation n'a fait que s'empirer du fait qu'une part substantielle des entrées de capitaux était sous forme de dette à court terme, exposant ainsi les pays aux chocs extérieurs.

Lorsque la crise éclata en Thaïlande en juillet 1997, tous les pays asiatiques sont devenus très vulnérables et les marchés ont commencé à réagir de manière excessive, en vue d'éviter la contagion. Sauf que les conséquences de cette crise sont inévitables dans plusieurs pays d'Asie mais à des degrés variables. Ainsi, les créanciers ont retiré leurs capitaux de la région et la crise se propagea.

⁹ La Corée, l'Indonésie, la Malaisie et la Thaïlande.

¹⁰ A. Singh : « Asian Capitalism and the Financial Crisis », Center for Economic Policy Analysis, WP n°10, 1998.

Figure 1: Macroeconomic indicators in the countries of Southeast Asia



Source : IMF Database -« International Financial Statistics »-

L'action du FMI ne se fait pas tardée en raison de l'urgence des financements souhaités par les pays asiatiques en vue de faire face à l'insuffisance de liquidité engendrée par la fuite de capitaux et à l'effondrement de leurs monnaies nationales. L'intervention du FMI a pour objectif de réinstaurer la confiance au niveau des marchés, à travers, des prêts colossaux aux pays touchés par la crise et notamment par le concours de certains pays de la région et du Groupe des Sept (G7). Enfin, il est à signaler que les crises sont inévitables tant qu'il y aura des marchés financiers, il y aura des cycles d'expansion et de récession.

LA BULLE INTERNET

A la fin des années quatre-vingt-dix, le développement d'Internet a suscité de nouvelles vocations. A l'ère du numérique, l'économie traditionnelle s'est transformée peu à peu en économie immatérielle. Pourtant le passage à cette nouvelle économie s'est révélé fatale à de nombreuses sociétés. Mais, certaines d'entre elles ont su réagir et instaurer de nouvelles stratégies, notamment, en matière de financement.

La bulle Internet ou appelée également « dot-com bubble » est une bulle spéculative qui a touché les secteurs des Technologies de l'Information et de la Communication (TIC) et des Nouvelles Technologies de l'Information et de la Communication (NTIC) à la fin des années quatre-vingt-dix. Ainsi, la création massive de nouvelles entreprises dites « Start-ups » a eu un impact sur le prix des produits technologiques. Ce phénomène, qui a débuté aux Etats-Unis d'Amérique et qui s'est ensuite propagé en Europe, a entraîné une surévaluation de la valeur des sociétés par rapport aux prix réels des biens ou des actifs échangés. Conscients des opportunités que leur offre Internet, plusieurs petites sociétés ont été créées ou se sont

développées grâce à aux fonds injectés par les investisseurs durant cette décennie.

Internet a permis une diffusion de l'information, un accès à celle-ci beaucoup plus rapide et moins coûteux. Il constitue un élément majeur des innovations qui ont marqué le 21ème siècle et fait partie des NTIC. Ces derniers ont chamboulé le mode de fonctionnement de l'économie mondiale. En effet, le rapprochement puis la fusion de l'informatique et des télécommunications, les développements d'Internet ont permis un essor sans précédent des différentes formes de communications et une mutation de l'accès au savoir. Tout ceci ayant été de pair avec une accélération sans précédent du rythme des innovations et de leur temps de diffusion ainsi qu'une diminution continue des coûts.

En mars de l'année 2000, la bulle Internet a atteint son summum avec un indice Nasdaq culminant les 5 048,62 points et la bulle a fini par exploser causant, par la suite, la faillite de plusieurs entreprises dans le monde. D'ailleurs, le Nasdaq n'a jamais atteint un tel niveau après.

Figure 2: The evolution of the Nasdaq values



Source : IMF Database -« International Financial Statistics »-

LA CRISE ECONOMIQUE ET FINANCIERE INTERNATIONALE - LA CRISE DES SUBPRIMES

La crise des Subprimes, qui a débuté en août 2007 aux Etats-Unis d'Amérique, est loin d'être terminée. Elle a impacté l'essentiel du système bancaire et financier international, et pas seulement les crédits hypothécaires accordés aux ménages américains risqués. Elle a poussé les économistes et les chercheurs à se poser des questions sur les avantages et les inconvénients des procédures de titrisation, sur le rôle des innovations financières dans le transfert des risques, sur le contrôle interne des risques et l'organisation même des systèmes de contrôle prudentiel et de supervision bancaire, ainsi que sur le dispositif général de régulation bancaire et financière.

La crise sur le marché américain des prêts hypothécaires est apparue en 2006. Des prêts ont été octroyés à des ménages ayant des revenus modestes et qui n'avaient pas le droit d'accéder à un prêt hypothécaire classique. A ce titre, les conditions d'octroi ont constitué un risque de solvabilité sur ces personnes. Dans une première période, les mensualités de remboursement étaient très faibles en raison des crédits pris à des taux d'intérêt variable et faible. En 2006, les crédits « Subprimes » ont constitué 24% des nouveaux crédits immobiliers octroyés aux Etats-Unis. A la fin de l'année, leur encours a atteint près de 13% du total des crédits hypothécaires soit 10 200 milliards de dollars contre 8,5% en 2001. A la fin de l'année 2007, le volume des crédits accordés, aux Etats-Unis, était de 1 300 milliards de dollars (Soit 13 % du total des prêts immobiliers). Ainsi, le développement des prêts « Subprimes » a permis l'accession à la propriété de nombreux foyers américains.

Cette détérioration de la situation est la conséquence de la baisse des prix de l'immobilier aux Etats-Unis et à la hausse soudaine des taux d'intérêt. Cette situation a engendré un mouvement de défaut de paiement de la part des clients peu solvables à haut risque et ainsi à la faillite d'un nombre d'établissements spécialisés aux Etats-Unis. La chute des prix des habitations en dessous de la valeur de garantie a causé une détérioration de la situation qui devint après dramatique, que ce soit au niveau national ou à l'échelon international.

Etant donnée les ménages à faible revenu sont beaucoup plus sensibles à la hausse des taux et que les prix de l'immobilier ont chuté auparavant, ce sont les ménages les plus pauvres qui étaient dans l'obligation de vendre leur bien pour rembourser les banques. Cette vente massive a engendré

une baisse des prix sur le marché immobilier. Le résultat est que les banques ne peuvent plus se dédommager et par conséquent une série de faillites a touché les banques.

La baisse des prix du marché de l'immobilier et le non remboursement des prêts immobiliers ont encouragé l'émergence de la crise du marché immobilier américain qui après, s'est propagée au marché du crédit. Le canal de transmission de la crise vers les marchés financiers à risque a été la titrisation. Cette dernière constitue une technique financière par laquelle des créances traditionnellement illiquides et gardées par leurs détenteurs jusqu'à l'échéance sont transformées en titres négociables et liquides.

Figure 3: Interest rate of the FED



Source : IMF Database -« International Financial Statistics »-

L'insolvabilité des débiteurs et la chute des prix de l'immobilier ont provoqué la chute ou la faillite de plusieurs entreprises de prêts hypothécaires à risque. A titre d'exemple, la « New Century Financial Corporation » dont le titre en bourse a chuté de 90%, causant l'effondrement du prix des actions de l'industrie du crédit. Les grandes banques qui financent ces établissements financiers spécialisés subissent à leur tour ces faillites en appelant à des remboursements anticipés. De plus, certaines banques étaient actionnaires dans ces sociétés de crédit spécialisées. Afin de faire face au manque de liquidité, les établissements de crédit spécialisés ont recouru à des lignes de trésorerie accordées par de grands groupes bancaires comme « Citigroup », et « HSBC » ainsi qu'à l'émission de titres courts, et suite au déclenchement de la crise, ils sont confrontés à un grave défaut de paiement.

Face à cette situation, le gouvernement américain a pris une série de mesures destinées à empêcher que les ménages ne se retrouvent en situation de défaut de paiement et ne soient ainsi contraints de vendre leurs maisons. Il a notamment proposé une modification des règles de la « Federal Housing Administration » d'une manière à assouplir les conditions de refinancement exigées des emprunteurs. Ces propositions concernent également le régime fiscal et ce, en vue de mettre à l'abri des taxes du gouvernement fédéral, les sommes radiées de la valeur d'une maison par des institutions financières. Néanmoins, l'action des autorités américaines reste très faible vu l'ampleur et les répercussions de cette crise.

Dans un climat d'incertitude et de panique, les banques ont cessé de se prêter entre elles, ce qui a entraîné une crise de liquidité. Cette situation a causé une menace importante pour le secteur bancaire et plus largement l'économie. Dans un souci de refinancement, les banques ont procédé à la vente de leurs actifs afin d'éviter une situation d'illiquidité ou de faillite.

Au cours de la période allant de juin 2007 au début de 2009, les banques ont perdu près de 700 milliards de dollars et, les principaux indices boursiers ont chuté de 40 à 60 %. Avec la succession des faillites des grands établissements bancaires, les spécialistes avaient cru que ladite crise s'est limitée juste au secteur financier et qu'elle ne pouvait pas être transmise aux autres secteurs de l'économie. En réalité, la transmission de la crise à l'économie réelle s'est faite par le biais de deux mécanismes complémentaires :

✓ Le canal de crédit : Le premier canal de transmission de la crise est la contraction de l'offre de crédit. Suite à la crise, les banques se sont retrouvées dans une situation de resserrement de liquidité et par conséquent, elles sont dans l'incapacité à distribuer des crédits aux entreprises et aux ménages. Face à cette situation, les banques ont augmenté leur taux d'intérêt et les créanciers ont commencé à exiger des primes de risques très élevées et ce, suite à la crise de confiance qui régnait au niveau des marchés. Ainsi, la réduction des crédits octroyés aux PME a causé une récession de l'activité économique, une baisse des dépenses des ménages et par conséquent, l'apparition des faillites et l'augmentation du taux de chômage.

✓ Le canal de la dépréciation des actifs mobiliers et immobiliers : La chute des prix de l'immobilier et des cours boursiers a engendré une dépréciation des patrimoines des ménages. De ce fait, ils sont dans l'obligation de réduire leur consommation et d'épargner davantage en raison de la baisse de leur patrimoine. Ainsi, la restriction de l'accès au crédit des ménages américains est donc liée à la fois aux difficultés des banques et à la dégradation de leur situation personnelle. Quant aux entreprises cotées en bourse, elles ont été affectées par la baisse des cours de leurs actions rendant ainsi la levée des fonds sur les marchés très difficile. De plus, les entreprises trouvent du mal à se financer à travers l'émission de nouvelles actions (augmentation du capital) en raison de l'abstention des investisseurs à acquérir des actions et ce, dans ce contexte de crise.

CONCLUSION

Les coûts élevés des crises financières ont poussé les autorités de supervision et les chercheurs à engager des réflexions plus approfondies en vue de déterminer les causes sous-jacentes à l'apparition des crises. Dans ce cadre, la préservation de la stabilité financière est devenue un objectif prioritaire des Banques Centrales.

Nous avons montré que le système financier et bancaire international a connu de nombreuses phases d'instabilité plus ou moins intenses. L'interdépendance croissante des économies et des systèmes financiers a ainsi fait en sorte que la récurrence des crises est devenue une caractéristique intrinsèque au système financier.

L'évolution de la théorie économique sous l'effet des différentes crises bancaires et, plus particulièrement les modèles de crises bancaires, a permis l'identification de deux cadres méthodologiques centraux. Le premier met l'accent sur les approches expliquant la montée du risque et l'instabilité financière sur les marchés de crédit. Et le deuxième, constituant en quelque sorte un prolongement du modèle précédent, met l'accent sur la dimension des ruées et des paniques bancaires. Ces deux types de modèles soulignent que le déclenchement d'une crise est conditionné par une montée du risque financier, donnant lieu sur une situation d'instabilité financière.

REFERENCES

- [1] A. BRENDER et F. PISANI : « Les déséquilibres financiers internationaux », La Découverte 2007.
- [2] A. Singh : « Asian Capitalism and the Financial Crisis », Center for Economic Policy Analysis, WP n°10, 1998.
- [3] D. B. LEVINE : « Repenti : Wall Street, confessions d'un golden boy », Payot, 1993.
- [4] E. COHEN : « Penser la crise : défaillances de la théorie, du marché, de la régulation », Fayard 2000.
- [5] M. AGLIETTA et A. REBERIOUS : « Dérives du capitalisme financier », Albin Michel 2004.
- [6] P.C. HAUTCOEUR : « La crise de 1929 et ses enseignements », Dossier Crises financières, Economica 2001.