

Crise financière : causes, effets et remèdes

HADJ ARAB kamel*

Abstract :

The current financial crisis took its origin from the burst of the bubble in the American real estate market and was rapidly disseminated through the entire international financial system via the securization of mortgages (subprimes) and their wide diffusion in the financial institutions all over the world.

Another factor of the crisis can be traced back to the major deficiencies in the risk management process of the banks which has fallen far behind the evolution of financial innovations.

The immediate outcome of this serious crisis was a credit crunch that hit the entire world economy, and particularly, the automobile industry. The credit crunch is due to two mechanisms that reinforced each other: the insufficient equity of the financial institutions and the insufficient liquidity in the markets.

To overcome the crisis, the monetary and economic authorities are putting in place three types of policies:

- Inject immediately important volumes of funds to restore banks equity and to insure adequate liquidity in the markets
- Give a strong boost to the economic activity through a number of short term budgetary measures
- Carry out deep structural reforms in order to prevent and manage more efficiently problems that may arise in the financial markets in the future

The prospects of the world economy are pessimistic for the short term and, in the best of cases, the policies engaged will generate only a frail recovery by the end of 2009 according to the IMF forecast.

The IMF experts stress the need for international coordination of the actions engaged by different countries. They put also emphasis on the danger of protectionism temptations which present a major risk on the recovery of the world economy.

* Maître assistant, Faculté des sciences Économiques et des Sciences commerciales et des Sciences de Gestion, Université d'Alger3.

Résumé :

Ayant pour origine l'éclatement de la bulle du marché immobilier américain, la crise s'est rapidement propagée à l'ensemble du système financier international via la titrisation des prêts hypothécaires (subprimes) et leur placement auprès d'investisseurs du monde entier.

La crise est à imputer également dans une large mesure aux déficiences majeures dans les processus de gestion des risques des banques qui ont accusé un grand retard dans leur rythme de développement par rapport à celui des innovations financières.

La conséquence immédiate de cette grave crise a été un arrêt brutal des financements nouveaux (« credit crunch ») qui a frappé de plein fouet l'ensemble de l'activité économique mondiale et particulièrement l'industrie automobile. Ce « credit crunch » est dû à la conjonction de deux mécanismes qui se sont renforcés, à savoir, l'insuffisance des fonds propres des banques combinée avec l'insuffisance de liquidité sur les marchés.

Pour endiguer la crise, les autorités monétaires et économiques sont en train de mettre en œuvre trois types d'actions :

- L'injection immédiate d'importants volumes de fonds publics prêtables pour restaurer les fonds propres des banques et assurer une liquidité adéquate sur les marchés. Cette démarche vise à nettoyer les bilans des banques de leurs actifs toxiques mais soumet ces banques à une nationalisation de fait.

- La relance de l'activité économique à travers un certain nombre de mesures budgétaires de court terme,

- L'engagement de réformes structurelles profondes afin de prévenir et de mieux gérer les problèmes qui peuvent surgir à l'avenir sur les marchés financiers. Les perspectives de l'économie mondiale sont pessimistes à court terme et, dans le meilleur des cas, les actions engagées ne permettront, selon les prévisions du FMI, qu'un léger redressement à partir de la fin de l'année 2009.

Les experts du FMI insistent sur la nécessité d'une coordination internationale des actions engagées par différents pays. Ils mettent l'accent également sur le danger des tentations protectionnistes qui présentent un risque préoccupant au redressement de l'économie mondiale.

Introduction :

L'économie mondiale est entrée dans une récession majeure avec le ralentissement brutal de la croissance mondiale enregistré en 2008. La situation est exceptionnellement incertaine et risque sérieusement de se dégrader davantage. Les prévisions du FMI tablent sur un léger et fragile redressement à compter de la fin de l'année 2009 dans le meilleur des cas.

Cette crise aiguë entraîne un réexamen profond de chaque composante du système financier: structures de contrôle et de réglementation, infrastructure du marché, processus de gestion des risques des banques et leurs stratégies commerciales.

De même, la situation appelle à une meilleure coordination au plan international des différentes stratégies nationales de lutte contre la crise financière et à une reconsidération du rôle et des règles de fonctionnement d'un certain nombre d'acteurs financiers : FMI, BIRD, fonds souverains, agences de notation, etc.

L'objectif immédiat est de stabiliser la situation financière tout en essayant de relancer l'activité économique en veillant à la maîtrise de l'inflation.

1. Origines de la crise :

Tout le monde s'accorde à dire que l'élément déclencheur (triggering effect) de la crise a pour origine le marché immobilier américain qui traverse sa pire récession depuis l'éclatement de la bulle qui a fait doubler la valeur des biens entre 2000 et 2006.

Compte tenu de la taille de ce marché (13 000 milliards \$), une variation même modeste peut entraîner d'énormes conséquences sur le marché financier. Par conséquent, on ne peut renouer avec la stabilité financière tant que le marché de l'immobilier américain ne s'est pas stabilisé.

Déjà beaucoup d'emprunteurs sur ce marché n'arrivent pas à honorer leurs dettes et leur nombre est appelé à accroître avec la révision des taux d'intérêt variables. Il est à prévoir que la crise va empirer dans les prochains mois avant de commencer à se résorber graduellement.

Les analystes pointent du doigt deux facteurs qui ont renchéri l'immobilier aux USA au-delà d'un niveau justifié par la démographie et les fondamentaux économiques. Il s'agit de l'abondance mondiale de liquidité et l'innovation financière (produits dérivés essentiellement) qui a connu un développement considérable suite à la déréglementation des marchés financiers durant les années quatre-vingts.

L'abondance de liquidité est la résultante des fonds excédentaires asiatiques placés dans les actifs financiers américains et de la politique monétaire américaine trop laxiste sous Alan Greenspan, président de la Federal Reserve Bank de l'époque.

Cette situation de taux d'intérêt peu élevés résultant de l'abondance de liquidités, conjuguée à la faiblesse de l'inflation, a conduit à une sous-évaluation du risque et à un recours excessif à l'endettement des entreprises et des particuliers (subprimes).

Parallèlement, certains investisseurs ont procédé à des transformations d'échéance via des véhicules d'investissements structurés (Structured Investment vehicles ou SIV) en émettant du papier commercial adossé à des actifs (mortgage-backed securities) en vue de financer les investissements dans les titres de créances hypothécaires.

Cette transformation en investissements à long terme des crédits d'une liquidité à court terme et à bon marché n'est soutenable que tant que la liquidité est abondante et que le marché de l'immobilier est en croissance.

Par conséquent, l'ampleur de l'éclatement de la bulle immobilière aux USA a été aggravée par ce recours effréné à ces innovations financières via la titrisation qui ont permis d'octroyer des volumes importants de crédits à bon marché à des acheteurs dont une large proportion n'est pas solvable (subprimes).

Le placement de ces titres auprès de nombreuses banques et établissements financiers à travers le monde a généré de graves déséquilibres dans le système financier au moment de l'éclatement

de la bulle immobilière aux USA. Plusieurs facteurs ont concouru à l'exacerbation de ces déséquilibres, notamment, la structure des marchés de capitaux, et les déficiences dans le processus d'octroi des crédits et dans la gestion du risque de beaucoup d'investisseurs.

2. Gestion des risques :

Les techniques et les méthodes de gestion du risque dans les banques ont accusé un grand retard dans leur évolution par rapport à celles de l'innovation financière. Par ailleurs, plusieurs banques ont axé leur priorité de gestion du risque sur l'application des normes prudentielles de Bâle II qui ont trait aux actifs détenus dans le portefeuille bancaire et non à ceux relevant du portefeuille de négociation (voire hors bilan) qui concerne justement la crise actuelle.

Les modèles de gestion du risque utilisés par les banques ont eu tendance à sous-estimer le volume de liquidité nécessaire et en même temps surestimer le degré de liquidité des actifs détenus à cette fin. Cette situation a entraîné des défaillances dans l'anticipation de la demande potentielle de liquidité au moment du dénouement des positions risquées prises par les banques. Cette insuffisance est attribuée par certains analystes à une mauvaise intégration de la gestion du risque de liquidité dans la gestion globale des risques. Il y a lieu donc d'intensifier les recherches sur le risque de liquidité dans un système financier marchéisé.

3. Impact macroéconomique

L'impact immédiat de la crise financière se traduit par des difficultés dans l'activité d'intermédiation bancaire qui peut conduire à un « credit crunch », c'est-à-dire à un assèchement des liquidités et ainsi à un arrêt des financements nouveaux. Deux mécanismes peuvent jouer et se renforcer pour générer cette situation :

- L'insuffisance de fonds propres, conjuguée aux règles prudentielles imposées aux banques par les autorités de régulation monétaires, peut conduire les banques à diminuer, subitement et de manière

drastique, le volume de crédits accordé à la clientèle en période de retournement économique et financier.

- L'insuffisance de liquidité due aux dérèglements des marchés en période de crise financière qui fait que les banques n'ont plus l'assurance de pouvoir se financer; elles cessent alors de distribuer du crédit.

En cas d'accumulation de crédits douteux dans certaines banques qui met en question leur solvabilité; des faillites bancaires sont alors envisageables avec les effets dominos associés (cas de la banque d'affaires LEHMAN BROTHERS aux USA) et le risque systémique devient alors prégnant. Tout le système se bloque et le financement de l'économie ne s'effectue plus.

4. Mesures urgentes : rétablir la stabilité des marchés financiers

Pour restaurer la confiance dans les marchés de capitaux, il faudra déployer des efforts concertés, ciblés et globaux. Face à une crise à forte composante bancaire il faut agir rapidement et, dans l'ordre suivant, pour :

- 1) recapitaliser le système bancaire,
- 2) rétablir les conditions monétaires et financières favorables au financement de l'économie,
- 3) et soutenir temporairement l'activité par des mesures budgétaires appropriées.

La dégradation de la situation des systèmes financiers est apparue rapidement et son traitement a constitué la priorité des pouvoirs publics : rachat de créances dépréciées ou franchement irrécupérables (toxiques), renforcement des fonds propres, restructuration et consolidation du système bancaire ont été rapidement mis en œuvre.

En pratique, il y a deux types d'actions à mener. Le premier vise à renforcer les fonds propres des institutions pour assurer leur solvabilité. Cela passe par une recapitalisation à des niveaux appropriés des banques soit par la souscription par les pouvoirs

publics de titres émis par les banques, soit par la prise de contrôle des établissements en difficulté.

Le second type d'actions consiste à régler la question de la liquidité afin que les banques puissent continuer d'assurer le financement de l'économie à court et long termes :

- Les garanties accordées par les gouvernements aux banques afin de leur faciliter l'accès à des ressources financières à long terme. Ainsi, toutes les banques européennes disposent désormais d'un accès illimité, et à taux fixe, à la liquidité à court terme et d'un accès facilité aux financements de moyen et long termes.
- Les baisses rapides et significatives des taux directeurs des banques centrales pour aboutir à une réduction substantielle des coûts de financement. Le taux de la BCE est descendu jusqu'à 1,5%.
- Les ajustements réguliers des cadres opérationnels des banques centrales pour accroître la liquidité disponible dans les systèmes bancaires. Ces ajustements portent notamment sur :
 - L'allongement de la maturité des financements : l'eurosystème a ainsi considérablement renforcé les quantités apportées à 3 mois et introduit du refinancement à 6 mois,
 - L'élargissement de la gamme des contreparties éligibles au refinancement,
 - L'extension du périmètre collatéral admissible au refinancement,
 - La modification radicale des modalités de refinancement : les quantités ne sont plus limitées à taux fixe (au lieu d'un système à taux variable via des adjudications),
 - L'intensification de la coordination internationale entre les banques centrales.

5. Mesures à court terme : relancer la machine économique

Pour avoir un effet significatif sur l'économie, les actions urgentes, décrites ci-dessus, doivent être suivies de mesures budgétaires massives qui doivent être temporaires pour éviter une dégradation

structurelle des finances publiques. Elles doivent être ciblées vers les ménages ayant la plus forte propension à consommer et vers les investissements les plus structurants pour l'avenir ; elles doivent enfin être coordonnées pour minimiser les « fuites », en fait de surcroît d'importations, vers les pays ne relançant pas leur économie.

De ce fait, des plans de relance très significatifs sont désormais en préparation dans l'ensemble des pays touchés par la crise. C'est dans ce cadre que se situe le plan de relance récemment présenté par la Commission Européenne qui correspond à un montant total de 200 milliards d'euros, soit 1,5 % du PIB de l'Union. Chaque Etat participerait à hauteur de 1,2% de son PIB national, le 0,3% restant étant apporté par la Banque Européenne d'Investissement (BEI).

En outre, la Commission européenne a décidé d'autoriser les pays membres à évoquer la clause de « circonstances exceptionnelles » prévues dans le Pacte de Stabilité et de Croissance au titre de 2009 et 2010 pour leur permettre de dépasser temporairement le seuil de 3% du déficit. Le retour à l'équilibre budgétaire de moyen terme, prévu jusque-là pour 2010 au plus tard, est désormais repoussé à une date ultérieure.

6. Mesures à moyen et long terme : restaurer la confiance dans le système financier

Les banques sont en général peu favorables au renforcement de la réglementation. Pourtant, de nombreux analystes estiment que la restauration de la stabilité financière et la confiance du public dans le système financier passe par la mise en place de nouvelles règles, notamment sur les marchés des produits de crédits structurés, accusés d'être au cœur de la crise actuelle.

Certains économistes vont jusqu'à prédire que la crise va entraîner carrément la disparition d'instruments financiers tels que les produits structurés. Cependant, ce point de vue n'est pas partagé par d'autres analystes qui font observer que comme la crise de 1929 n'a pas fait disparaître les titres d'actions, les produits structurés vont survivre à la crise d'aujourd'hui moyennant de profonds amendements.

La crise de 1929 a été aggravée par l'absence de transparence dans les comptes des entreprises et la confiance n'a pu être restaurée qu'en 1934 avec la création de la SEC (Securities and Exchange Commission) qui a fixé des règles strictes en matière de communication des comptes des entreprises cotées.

Pour rétablir la confiance dans le système financier actuel, les experts financiers proposent la mise en place de mécanismes ayant pour finalité la réduction du risque de règlement en recourant notamment à l'automatisation et à la compensation. Ils avancent également la piste d'une plus grande standardisation des produits de crédits structurés. Enfin, ils soulignent la nécessité de renforcer la transparence en regroupant les données sur les volumes de transactions et les prix.

La crise financière pose de nouveau une question récurrente relative à l'anticipation des bulles des prix des actifs par les banques centrales et à leur prise en compte dans l'élaboration de la politique monétaire.

Comme il est difficile de dire si une dynamique inhabituelle des prix sur le marché financier constitue une bulle, on reprocherait, le cas échéant, aux banques centrales de tenter de la faire exploser. Cependant, considérant les perturbations économiques de l'éclatement des bulles, il n'est pas illégitime d'attendre des banques centrales un rôle plus actif en prenant les devants pour prévenir, ou du moins réduire les dommages ultérieurs.

7. Perspectives de l'économie mondiale :

Les experts financiers observent que même si les actifs en difficulté sont éliminés des portefeuilles des banques, suite aux mesures prises les autorités monétaires, le risque de contrepartie va demeurer élevé pendant un certain temps encore ; ce qui ralentira le retour à une plus grande liquidité sur les marchés financiers.

Néanmoins, les experts du FMI notent que plusieurs facteurs devraient conduire à un redressement progressif à partir de la fin 2009 :

- Les cours des produits de base devraient se stabiliser même si c'est à leur plus haut niveau depuis vingt ans.
- Le secteur de l'immobilier américain devrait finalement atteindre son point le plus bas durant l'année 2009.
- Les pays émergents devraient encore offrir une source de résistance, profitant d'une croissance vigoureuse de la productivité et d'une amélioration de leur cadre d'action.

Selon le FMI, la croissance mondiale devrait tomber de 5,0% en 2007 à 3,9% en 2008 pour atteindre seulement 3,0% en 2009, soit le rythme le plus lent depuis 2002. Quant à l'inflation, elle devrait retomber au-dessous de 2% en 2009 dans les pays avancés sous les effets de la combinaison d'une augmentation des capacités disponibles et de la stabilisation des cours des matières premières. En revanche, dans les pays émergents et les pays en développement, l'inflation devrait reculer d'une manière plus progressive selon les prévisions du FMI.

Toutefois, le FMI avertit que des risques considérables pèsent sur cette prévision de référence :

- Les tensions financières pourraient rester très élevées et le resserrement du crédit découlant de la réduction du levier d'endettement pourrait être plus prononcé et plus long que prévu.
- La détérioration du marché immobilier américain pourrait être plus marquée et plus longue que prévue.
- les perturbations des flux des marchés de capitaux et la montée du protectionnisme constituent des risques supplémentaires sur le redressement.

Pour lutter efficacement contre la crise actuelle, le FMI recommande aux autorités nationales de s'attaquer aux problèmes systémiques en prenant en charge les actifs en difficulté, en favorisant la reconstitution des fonds propres des banques et en rétablissant la liquidité sur le marché du crédit. De même qu'il prône une coordination au plan international des stratégies nationales pour

s'attaquer aux problèmes communs, d'une part, et éviter de créer des incitations négatives à l'échelle internationale, d'autre part.

Ainsi, les pays avancés devraient axer leur politique macroéconomique sur le soutien de l'activité sans perdre de vue les risques d'inflation :

- Le ralentissement sensible de l'activité et l'augmentation des écarts de production devraient limiter l'inflation et permettre d'assouplir la politique monétaire
- Une impulsion budgétaire discrétionnaire peut soutenir la croissance pourvu qu'elle soit bien ciblée et qu'elle ne compromette pas les finances publiques.

En revanche dans les pays émergents et les pays en développement, les priorités de la politique macroéconomique varient considérablement en fonction des arbitrages des pouvoirs publics sur les risques pesant sur la croissance et l'inflation :

- Les pays devront réagir rapidement face à des sorties massives de capitaux pour garantir une liquidité adéquate tout en utilisant le taux de change pour absorber une partie de la pression.
- Les tensions inflationnistes demeurent préoccupantes dans plusieurs pays en raison des fortes hausses des prix des denrées alimentaires, de la persistance d'une croissance vigoureuse, de l'aggravation des contraintes pesant sur l'offre et de l'accélération des salaires, notamment dans le secteur public. Dans ces pays, un durcissement monétaire supplémentaire se justifie peut être encore.
- Un taux de change plus flexible (que le taux de change dirigé) contribuerait à limiter les tensions inflationnistes en présentant plus d'ajustement monétaire et offre davantage de marge de manœuvre face aux sorties de capitaux. Bien entendu, d'autres considérations rentrent en ligne de compte dans le choix d'un régime de change, notamment le niveau de développement financier et la diversité des exportations.

- Une meilleure maîtrise des dépenses publiques aiderait à atténuer les tensions inflationnistes dans plusieurs pays encore exposés à des risques de surchauffe.

Dans le cas des pays exportateurs de pétrole dont la monnaie est rattachée au dollar américain, le FMI préconise de concentrer les dépenses sur la réduction des goulots d'étranglement au niveau de l'offre. D'une manière générale, Le FMI considère que les subventions générales à l'alimentation et aux carburants sont de plus en plus coûteuses et sont inefficaces par nature. Aussi, il recommande de recourir aux programmes ciblés qui aident les pauvres à faire face à la hausse de leurs frais de subsistance.

8. Besoin de réformes des cadres d'action :

La crise de l'économie mondiale fait ressurgir la problématique du choix des cadres de politiques macroéconomiques et de l'adéquation des politiques menées sur les marchés financiers et les marchés des produits de base. L'accent est mis sur les moyens à mettre en oeuvre pour rendre les cadres de la politique budgétaire plus crédibles et la politique budgétaire plus efficace comme instrument anticyclique.

Le point faible d'une politique budgétaire active reste une prise de décisions sur des considérations de court terme qui empêche de nombreux pays de se donner des marges de manœuvre en période d'expansion leur permettant d'engager une impulsion discrétionnaire efficace en cas de récession ou de faire face aux problèmes de viabilité des finances publiques à long terme.

En ce qui concerne les marchés des produits de base, le FMI encourage les politiques visant un meilleur équilibre entre l'offre et la demande à long terme en évitant de prendre des mesures qui pourraient aggraver les tensions à court terme. On pourrait envisager de répercuter davantage les variations des prix internationaux sur les marchés intérieurs et d'accroître les économies d'énergie. La baisse des subventions aux biocarburants dans les pays avancés pourrait aussi atténuer la pression à court terme sur les prix des denrées alimentaires.

Pour ce qui est des fonds souverains, le FMI relève que les principes et des pratiques arrêtés récemment par ces fonds pour leur gouvernance, leur investissement et leur gestion du risque (les « principes de Santiago ») contribueront à apaiser les craintes concernant ce type de fonds qui pourraient conduire à des restrictions contre-productives de flux de capitaux. Par ailleurs, les directives pour les pays bénéficiaires, qui sont en cours d'élaboration au niveau de l'OCDE, assureront aux fonds souverains un accès équitable, transparent et libre aux marchés.

Toutefois, le FMI reste préoccupé par les pressions protectionnistes sur les courants d'échanges et de mouvements de capitaux qui représentent un risque majeur pour le redressement potentiel.

Conclusion :

A l'instar de la crise de 1929, la crise financière actuelle entraîne un profond réexamen des fondements mêmes de la finance et de l'économie mondiale. Au delà des mesures conjoncturelles prises en urgence pour enrayer les effets négatifs immédiats de la crise, des réformes structurelles profondes sont engagées en vue de restaurer une stabilité financière durable qui permettra à l'économie mondiale de renouer avec la croissance à long terme.

Ces réformes touchent aux règles de fonctionnement et de contrôle des institutions financières et notamment les processus de gestion des risques et de communication des données sur les actifs sous-jacents des produits des crédits structurés. La coordination entre les banques centrales et l'harmonisation des instruments financiers sont également à revoir de manière substantielle.

Enfin, la coopération étroite entre les nations (groupe des G20, par exemple) doit s'atteler à définir de nouveaux principes devant régir le fonctionnement d'un ensemble d'institutions telles que le FMI, les agences de notation, les fonds souverains, etc...