

SOMMAIRE

INTRODUCTION	1
Partie I : Les aspects théoriques et conceptuels relatifs à la contagion des crises financières.	4
Chapitre I : Notion et concept relatif au secteur financier	5
Section I : La globalisation du secteur financier	5
Section II : Les phénomènes de déséquilibres liés au système financier	9
Chapitre II : Revue de littérature sur la relation entre finance et croissance	14
Section I : Les partisans de la relation positive entre finance et croissance	14
Section II : Les effets controversés de la libéralisation financière sur la sphère réelle.....	21
Chapitre III : Contagion des crises financières	34
Section I : Les liens entre pays, source de transmission des crises	34
Section II : Contagion et propagation des chocs financiers	36
Partie II : Etude empirique du phénomène de contagion : cas de Madagascar	46
Chapitre I : Le secteur financier malgache	47
Section I : Etat du système financier malgache	47
Section II : L'évolution du secteur financier malgache	54
Chapitre II : Test économétrique de la vulnérabilité de l'économie malgache face à la crise mondiale	57
Section I : Outils empiriques pour traiter la vulnérabilité à la contagion des crises	62
Section II : Tests économétriques du modèle	70
Chapitre III : Analyse de la vulnérabilité de l'économie malgache face aux chocs financiers internationaux.	70
Section I : La quasi-invulnérabilité de Madagascar face aux phénomènes de contagions	70
Section II : Retour par rapport aux études déjà existantes	76
CONCLUSION	79

LISTE DES ABREVIATIONS ET ACRONYMES

ADF : Augmented Dickey Fuller

BCM : Banque Centrale de Madagascar

BCM : Banque centrale de Madagascar

BFC : Banque Française du Commerce

BICM : Banque Industrielle et Commerciale de Madagascar

BM : Banque Mondiale

BM : Banque mondiale

BMEC : Banque Malgache d'escompte et de crédit

BNCI-OI : Banque Nationale de Crédit pour l'Océan Indien

BNI : Bankin'ny Indostria

BNMD : Banque Nationale Malgache de Développement

BTM : Bankin'ny Tantsaha Mpamokatra

CDL : Créances Douteuses et Litigieuses

CEM : Caisse d'Epargne de Madagascar

CFA : Communauté Financière Africaine

CNaPS : Caisse Nationale de Prévoyance Sociale

CP : Crédit fourni au secteur privé

CSBF : Commission de Supervision Bancaire et Financière

FMI : Fonds monétaire international

IMF : Institut de microfinance

MAP : Madagascar Action Plan

MCB : Mauritius Commercial Bank

OCDE : Organisation de coopération et de développement économique

PAS : Programme d'ajustement structurelle

PIB : Produit intérieur brut

PME : Petite et moyenne entreprise

SME : Système monétaire européen

TC : taux de change

TIR : Taux d'intérêt réel

UCB : Union Commercial Bank

VAR : Vector Auto Regressive

LISTE DES TABLEAUX

Tableau 1 : Fonctions du système financier	7
Tableau 2 : Evolution du système bancaire à Madagascar	48
Tableau 3 : Structure du secteur financier de Madagascar	49
Tableau 4 : Test de stationnarité ADF	63
Tableau 5 : Décomposition de la variance du PIB	65
Tableau 6 : Résultat du test de causalité au sens de Granger	67

LISTE DES FIGURES

Figure 1 : Le lien entre l'intermédiation financière et la croissance économique	20
Figure 2 : Fréquence des crises financières pendant la période 1880 – 1997	30
Figure 3 : Fréquence des crises sur la période 1994-2000	30
Figure 4: Evolution de la structure financière de 2013-2015	50
Figure 5 : Evolution de l'actif total du secteur bancaire de 2010-2015	53
Figure 6 : Evolution du PIB de Madagascar sur la période 1990-2015	60
Figure 7 : Evolution du crédit fourni au secteur privé sur la période 1990-2015	61
Figure 8 : Evolution du taux d'intérêt réel sur la période 1990-2015	61
Figure 9 : Evolution du taux de change sur la période 1990-2015	62
Figure 10 : Graphe des différences	64
Figure 11 : Réponse impulsionnelle des 4 variables au TC	69
Figure 12 : Croissance du PIB réel et évènement politique	71
Figure 13 : Réponse impulsionnelle relative au TIR	72
Figure 14 : Réponse impulsionnelle relative aux crédits fournis au secteur privé	72
Figure 15 : Réponse impulsionnelle du PIB au TIR	73
Figure 16 : Mécanisme de variation du taux de change en régime flottant	74

Introduction

Dans un contexte de mondialisation où tous les pays entretiennent des relations économiques et accèdent à une certaine ouverture pour opérer à de divers échanges, la globalisation financière (Brender et Pisani, 2010) ne manque pas de jouer un rôle dans l'interdépendance des marchés financiers au niveau international. Toutefois, cette interconnexion implique certains enjeux d'ordre économique. L'existence de crises affecte les économies mondiales, les crises bouleversent les structures économiques de façon à plonger l'économie dans une situation morose. Les crises financières ont débuté vers les années '20, le système financier international a été victime d'un nombre considérable de crises, les unes plus intenses que les autres. Certains pays ont été victimes des crises qui se sont propagées dans le monde. Depuis, des économies se sont confrontées à des crises financières résultant notamment des attaques spéculatives violentes sur certaines monnaies et des fluctuations considérables des cours sur les marchés dérivés (matières premières). Depuis l'effondrement du système de Bretton Woods, la fréquence des crises financières s'est notablement accrue. On peut constater également l'évolution de la nature de ces crises par leur ampleur, leur mode de contagion et leur vitesse de propagation. En 1992, on peut citer la crise du Système Monétaire Européen ; en 1994, la crise a d'abord frappé la Thaïlande puis s'est diffusée sur d'autres pays asiatiques dont la Malaisie, la Corée du Sud, l'Indonésie et les Philippines; en 1998, la crise financière qui a frappé la Russie a affecté les marchés financiers de l'Amérique Latine (Boyer et al, 2004, p33-34). Ces crises se sont intensifiées jusqu'à en provoquer la plus pire : "Le monde traverse la pire crise financière et économique qu'il ait connue depuis la grande dépression. Cette crise, en évolution constante et qui a débuté sur les principales places financières du globe, s'est propagée à toute l'économie mondiale et elle a de graves incidences dans les sphères sociale, politique et économique" (Nations Unies, 2009, p2). La plus récente est celle des crédits « *subprimes* » aux Etats Unis en 2007, qui fut d'une sévérité accablante, la crise des crédits immobiliers connue par l'économie américaine fut la plus coriace depuis celle des années 1930, elle a engendrée des perturbations dans les différents pays du monde (Matei, 2010). Ces transmissions de crises ont poussé les économistes à étudier ces phénomènes pour mieux les signaler et ainsi mettre en place des stratégies de prévention.

Depuis quelques décennies, l'ampleur des crises à l'échelle mondiale a suscité l'intérêt des économistes à l'issu duquel plusieurs travaux sur la diffusion des crises ont été développés. La mondialisation a accentué le développement des marchés financiers et a renforcé leur

interdépendance. Toutefois, la globalisation financière n'est pas sans conséquences, les nouvelles initiatives financières ont engendré des risques pour les marchés financiers qui ont généré des répercussions sur ceux des autres économies. Notre étude traite de la contagion fondamentale qui se caractérise par la transmission des chocs *via* les liens réels, où les pays présentent une connexion commerciale ou financière. Nous essayerons d'identifier empiriquement les aspects susceptibles de fragiliser une économie à la survenue d'une crise financière étrangère. Notre étude s'articule par conséquent autour de la question suivante : ***Dans quelle mesure une économie est-elle vulnérable aux phénomènes de contagion des crises financières étrangères ?***

Le traitement de ce sujet de recherche a nécessité de mener une méthodologie de recherche : d'abord, faire une rétrospective des études relatives à la globalisation financière, et au développement financier qui s'en est suivi, ainsi que sa participation à la croissance économique d'un pays. Cette étude aura comme objectif de ressortir les éléments susceptibles d'éclairer sur un possible effet controversé du développement financier sur la croissance économique. Puis, étudier quelques crises financières et en déduire les différents canaux de transmission des chocs financiers. Etudier ces éléments sera question de déterminer les liens entre les pays susceptibles de véhiculer les chocs. Enfin, établir un modèle explicatif de la manifestation des phénomènes de contagion sur une économie à travers une étude du cas de Madagascar sur sa vulnérabilité face aux phénomènes de contagion financière. Ces étapes de recherche seront organisées autour de deux grandes parties.

Comme tous travaux de recherche, l'élaboration de cette étude sous-entend des hypothèses à vérifier. L'objectif de cette recherche nous amène à formuler les hypothèses suivantes :

Hypothèse 1 : le secteur financier affecte le secteur réel à travers le taux d'intérêt.

Hypothèse 2 : le degré de développement financier d'une économie détermine sa vulnérabilité face aux chocs financiers externes.

L'élaboration de cette étude pourrait connaître des limites éventuelles qui seraient susceptibles d'entraver la pertinence de la recherche. Du point de vue documentation, étant donné que le sujet de notre étude ne fait que l'objet d'un débat encore récent, peu d'auteurs traitent notre thème de recherche, parmi toutes les revues existantes, l'accès limité à certaines d'entre elles affecte la qualité et la pertinence de notre base théorique. L'existence de données pertinentes mais inexploitable voire inaccessible, notamment pour le cas de Madagascar, ce

qui handicape de manière non négligeable notre recherche. Aussi, le temps mis à notre disposition étant restreint, cela ne nous permet pas de nous étendre sur le sujet et d'en approfondir les réflexions.

Dans une première partie, nous essayerons de présenter différents concepts et théories nécessaires, les types de crises financières, ainsi que la manifestation de quelques crises financières internationales. Cette partie comprend trois chapitres, dont la première traite des différents concepts relatifs au secteur financier ; la seconde nous permet d'exposer une revue de littérature sur les aspects de la relation entre la sphère financière et la sphère réelle ; et finalement le dernier chapitre nous exposera les différentes théories de la contagion.

La deuxième partie de l'étude sera consacrée à une étude empirique qui nous permettra de déterminer les aspects rendant une économie vulnérable ou non. Ainsi, nous présentons le marché financier malgache et sa résistance aux crises étrangères. Cette partie est décomposée en trois chapitres, dont la première nous étudions d'une part les différentes caractéristiques du système financier et son évolution au fil du temps. Le second chapitre sera consacré à l'étude économétrique où on exposera les tests effectués sur un modèle VAR sur une période qui s'étend sur 16 ans, soit de 1990 à 2015. Pour finir, le dernier chapitre analysera les statistiques et les résultats obtenus de la modélisation pour en déduire la réponse à notre problématique.

Partie I : Les aspects théoriques et conceptuels relatifs à la contagion des crises financières.

La rapidité de la propagation des turbulences financières d'un pays à l'autre, a fait renaître le débat sur la nature des crises financières de ces dernières années par rapport aux crises antérieures. Le résultat a été un profond travail de réflexion sur la question aussi bien par les autorités et institutions financières nationales et internationales que par les milieux académiques. Dans cette partie nous allons d'abord entamer avec quelques notions et concepts nécessaires à la compréhension de notre étude, puis on exposera une revue de littérature sur le lien entre finance et croissance, enfin nous allons parler de la contagion, de ses théories et des canaux de transmission des crises.

Chapitre I : Notion et concept relatif au secteur financier

Avant d'aborder le vif du sujet, il est nécessaire d'appréhender certains concepts relatifs à la compréhension de notre étude. Ainsi, dans une section première, nous exposerons les divers concepts à la globalisation du secteur financier. Puis dans la seconde section, nous aborderons les phénomènes de déséquilibres.

Section I : La globalisation du secteur financier

1. Le système financier : définition et fonctions

Le système financier tient un rôle important dans la mobilisation des fonds vers les investissements des activités économiques. En d'autres termes, en fournissant un système de financement pour les acteurs économiques, il rend possible les transactions financières. Le système financier est le résultat d'un déséquilibre entre les agents économiques, ceux qui disposent plus de ressources mais qui en dépensent moins et ceux qui en disposent moins mais veulent consommer davantage que ce qu'ils détiennent.

1.1. Définition

Le un système financier consiste en des unités institutionnelles et de marchés qui interagissent, typiquement d'une manière complexe, dont le but de mobiliser des fonds vers les investissements, et fournir des facilités dont les systèmes de paiement, pour le financement des activités commerciales. (FMI, 2010).

Mishkin (2001) affirme dans son article : « *A financial system performs the essential function of channeling funds to those individuals or firms that have productive investment opportunities* ». Ainsi, les systèmes financiers, dont l'existence est justifiée par la nécessité d'optimiser l'organisation des transactions financières entre les épargnants et les autres agents qui ont besoin de financement, ont pour rôle principal de diriger l'épargne disponible vers les investissements ayant la plus forte rentabilité économique.

L'épargne constitue les excès d'argent non actuellement consommé par les agents économiques et qui sont mis de côté pour une consommation futur. L'épargne affecte la croissance économique dans la mesure où elle est utilisée pour financer les activités économiques. Selon Anton Brender (2004) : « *Epargne sans financement affaiblit la croissance* ». La réaffectation de l'épargne dans le circuit économique, permet l'enrichissement de l'économie et l'amélioration du bien-être des individus. « *Plus notre système financier est*

efficace et plus un franc épargné permettra de connaître, sur le long terme, une croissance élevée » affirme l'auteur.

Stiglitz et Walsh (2004, p568) dans "*Principes D'économie Moderne*" affirme que le système financier compte sur toutes les institutions ayant pour rôle essentiel de mobiliser l'épargne des ménages et des entreprises dont les revenus sont supérieurs aux dépenses pour la transférer ensuite vers les ménages et les entreprises à capacités d'autofinancement insuffisantes.

De manière assez simple, un système financier peut être défini comme l'ensemble d'agents et de mécanismes assurant la conciliation des besoins et les capacités de financement.

1.2. Fonctions du système financier

Les institutions financières diffèrent généralement d'un pays à l'autre, pour un grand nombre de raisons, notamment la taille et la complexité des économies. Elles changent également au fil du temps.

Le rôle des institutions financières dans le système est principalement l'intermédiation entre ceux qui disposent des fonds et ceux qui en ont besoins, et de manière secondaire la transformation et la gestion des risques (FMI, 2010).

Bodie et Merton (2011) distingue six fonctions primordiales dans un système financier qu'on a récapitulé dans le tableau ci-après :

Tableau 1 : Fonctions du système financier

Fonctions	Commentaires
Transférer des ressources dans le temps et dans l'espace	Un système financier fournit des moyens de transfert des ressources économiques dans le temps, le système financier joue un rôle important dans le transfert des ressources d'un endroit à un autre.
Gérer le risque	Il transfère des fonds, mais il transfère aussi des risques. Souvent les fonds et les risques sont liés ensemble et sont transférés en même temps dans le système financier. Les flux financiers sont également des flux de risques.
Les systèmes de compensation et de paiement	Un système financier fournit des moyens de compensation et de paiement pour faciliter l'échange des biens, des services et des actifs.
Mis en commun les ressources et subdiviser la propriété	Un système financier fournit un mécanisme pour mettre en commun les ressources, comme les banques pour mettre en commun ou agréger la richesse des ménages et en faire des ressources en capital utilisables par les entreprises.
Fournir de l'information	Un système financier fournit une information sur les prix pour faciliter la prise de décision décentralisée dans les différents secteurs de l'économie. Comme tous les marchés, le marché financier joue un rôle de signalement.
Gérer le problème des incitations	Un système financier fournit des moyens permettant de gérer le problème des incitations, qui arrive quand une partie prenante d'une transaction a des informations que l'autre partie n'a pas.

Source : Auteur, adapté des propos de Bodie et Merton (2011)

2. La libéralisation financière et l'intégration financière

2.1. L'intégration financière

La mondialisation financière et l'intégration financière sont en principe deux concepts différents. La mondialisation financière est un concept global qui fait référence à l'interconnexion croissante du monde qu'opèrent les flux financiers internationaux (Knight, 1999). L'intégration financière fait référence aux liens d'un pays donné avec les marchés de capitaux internationaux. Il est clair que ces concepts sont étroitement apparentés (Prasad et al, 2003).

On parle d'*intégration* pour un marché financier, quand les activités sur ce dernier exercées par les investisseurs et l'ensemble des opérateurs, sont soumis à un ensemble cohérent

et uniforme de règles régissant les échanges ; ont un accès non différenciés a l'ensemble d'instruments et services financiers et ; bénéficient d'un traitement équitable quand ils décident d'intervenir sur le marché (Bael et al, 2004).

Elle fait référence aux liens individuels des pays avec les marchés internationaux de capitaux. Elle se distingue de la globalisation financière qui fait référence à l'augmentation des liaisons entre les pays à travers l'échange des flux financiers (Prasad et al, 2003).

La *globalisation financière* est le degré d'intégration financière de chaque pays (Boyer et al, 2004). De toute évidence, plus le degré d'intégration financière est élevé moins il existe de barrière à l'entrée susceptible de réduire l'accès des concurrents éventuels au marché et d'empêcher l'exercice de la concurrence (OCDE, 2009). Elle se distingue également de la *libéralisation financière* qui désigne un processus de désintégration des règles ou des formes de contrôle, tant quantitatives que qualitatives, imposées par l'Etat sur les structures institutionnelles, les instruments et les activités des agents sur le secteur financier, au niveau national comme au à l'échelle mondiale (Boyer et al., 2004).

2.2. La libéralisation financière

Il est difficile de dater l'émergence de la libéralisation financière, mais il est généralement admis qu'elle est apparue d'abord aux Etats-Unis durant les années 70. Cependant, sa définition reste complexe et diffère avec le temps et les économies. De même pour son déclenchement, il peut être dicté par le marché ou par les institutions financières internationales.

Elle consiste à démonter le contrôle réglementaire sur les structures institutionnelles, les instruments et les activités des agents dans les différents segments du secteur financier (Ghosh, 2005). Selon McKinnon et Shaw (1973) : « *La libéralisation financière est la solution idéale pour sortir du régime de gestion financière centralisée et le moyen simple et efficace pour accélérer le rythme de la croissance économique dans les pays en voie de développement* ». D'après Chatelain et De Bandt (1997, p397) : « *C'est la politique qui conduit à l'accroissement de l'épargne et à l'utilisation optimale des ressources financières disponibles pour l'investissement* ». Selon Ucer (2000, p1) : « *C'est un processus qui comporte un ensemble des procédures qui s'appliquent à la suppression des restrictions imposées sur le secteur financier et bancaire des pays en voie de développement, tels que ; la libéralisation des taux d'intérêt bancaires et la suppression des restrictions imposées aux opérations liées au compte de capital. L'objectif de ce processus est de réformer le secteur financier interne et externe de l'État* »

La libéralisation financière s'est rapidement propagée dans le monde et son rôle consiste à participer au développement financier qui, à son tour, participe au développement de l'économie. Elle conduit à des entrées de capitaux, augmente l'investissement et la croissance, et développe le marché financier national (Papaïonnou, 2009). Toutefois, de nombreuses critiques ont été formulées à son égard. Ainsi, les crises bancaires sont plus susceptibles de se produire dans les systèmes financiers libéralisés à faibles supervision bancaire (Demirgüç-Kunt et Detragiache, 1998) puisque la libéralisation financière précède les crises bancaires de cinq années et parfois moins (Kaminsky et Reinhart, 1999).

Section II : Les phénomènes de déséquilibres liés au système financier

1. Du choc au risque systémique

Selon Brant et Hartman (2000), un choc ou un évènement systémique peut avoir deux sens : *« Dans un sens étroit, un évènement systémique correspond à un choc spécifique où la diffusion de « mauvaises nouvelles » sur un marché financier, voir même la faillite d'une institution ou un krach boursier, conduit à des réactions en chaîne provoquant par la suite des effets indésirables sur une ou plusieurs autres institutions financières et d'autres marchés. Les faillites et les krachs de ces autres institutions et ces autres marchés sont dus à la survenue du choc initial et à un phénomène de contagion. Au sens large, un évènement systémique correspond à un choc systématique où la diffusion d'information déclenche un effet défavorable sur un nombre important d'institutions et de marchés en même temps ».*

Dans son rapport, Lepetit (2010) avance que le choc peut résulter du dysfonctionnement d'un marché ou d'une institution financière ; il peut également provenir d'une situation de déséquilibres macroéconomiques. Il avance également qu'un choc peut déclencher une crise systémique dans la mesure où le choc se propage à l'ensemble du secteur financier, bien que celui-ci ne déclenche pas nécessairement une crise systémique. *« Celle-ci suppose que le choc soit propagé à l'ensemble du secteur financier, puis à l'économie réelle »* affirme Lepetit (2010).

Selon les termes du communiqué du FMI-BRI-CSF (2009), une crise systémique est une rupture dans le fonctionnement des services financiers, il est d'une part causé par la dégradation de tout ou partie du système financier ; et d'autre part il a un impact négatif généralisé sur l'économie réelle.

Le risque systémique peut être appréhendé à travers la notion d'externalités négatives (Lepetit, 2010). A l'échelle du secteur financier, le risque systémique correspondrait donc aux coûts que fait supporter le secteur financier à l'économie réelle en cas de crise systémique (De Boissieu, 2004). En effet, la faillite d'un établissement financier peut, au-delà de l'impact direct qu'elle a sur ses actionnaires et ses créanciers, fragiliser les autres institutions financières en raison de ses interconnexions (Laurent, 2009). De cette façon, l'ensemble du système financier et l'économie réelle sont susceptibles d'être affectés par la matérialisation d'un risque pris par un seul établissement (De Bandt et Hartmann, 2000).

2. Les crises financières

2.1. Définitions

Le terme de « crises financières » ne commençait à apparaître dans les analyses théoriques qu'après la crise de 1929. Les premières études sérieuses ont été l'œuvre de Keynes (1930) par sa théorie de l'insuffisance, de Fisher (1933) par sa théorie de surendettement et de Minsky (1992) par sa théorie de la fragilité financière et instabilité économique. A partir de 1997, ce terme trouve un intérêt particulier à la suite de la crise asiatique qui a suscité de nombreux modèles théoriques et empiriques explicatifs du phénomène.

Pour approcher la notion de « crise financière », les économistes ont formulé des définitions expliquant le phénomène. Quelques-unes sont proposées comme suit :

✓ Première définition de Nyahoho E. (2002, p57) : « *La crise financière est une situation de perturbation généralisée telle que les marchés financiers sont dans l'incapacité d'allouer efficacement les fonds vers les agents de bonne cote de crédit et susceptibles de réaliser les investissements productifs* ».

Cette définition décrit l'allure de la crise financière une fois déclenchée et ses conséquences éventuelles sur les marchés financiers. Le terme « perturbation » laisse entendre que les crises financières empêchent le fonctionnement et le déroulement normal des marchés financiers. Ce même terme est choisi pour montrer à quel point les marchés financiers sont bouleversés et incapables d'exercer le rôle qui leur est attribué.

✓ Deuxième définition de Gilles P. (1996, p28) : « *La crise financière est définie comme la dévalorisation brutale du prix d'actifs financiers conduisant à une altération des circuits de financement, recouvrait un champ assez large* ».

Cette définition décrit la crise financière comme une crise boursière qui provoque des détériorations dans l'ensemble du système financier. La chute des prix d'actifs financiers est utilisée comme une caractéristique importante dans l'explication de la crise. Suite à ce fait, le financement de toute l'économie est arrêté.

✓ Troisième définition de Krugman et Obsfeld (2006, p225) : « *La crise financière apparaît généralement lors d'une attaque spéculative contre la monnaie nationale du pays, qui oblige les autorités monétaires, notamment la banque centrale à intervenir pour défendre le taux de change en achetant la monnaie nationale contre des devises. En cas d'échec de l'action des autorités monétaires, le pays subit une dévaluation ou une forte dépréciation de la monnaie* ».

Cette définition renvoie la crise financière à un problème entre les autorités monétaires du pays et les agissements des investisseurs étrangers qui les amènent à lancer leurs attaques spéculatives contre la monnaie de ce même pays. Cette définition a le mérite de faire comprendre que la crise financière est une conséquence de la mauvaise gestion macroéconomique qui conduit les investisseurs étrangers à vendre subitement leurs avoirs libellés de la monnaie nationale et demander à acheter des devises étrangères. Cela provoque l'incapacité du pays à offrir suffisamment de devises pour répondre aux demandes brusques et croissantes. Par conséquence, la valeur de la monnaie baisse et le pays subit une profonde perturbation qui fait déclencher la crise.

En général, il n'existe pas une définition « conventionnelle » et partagée par tous les théoriciens et les analystes des crises financières. Par contre, on peut parvenir à une définition plus acceptée en définissant deux concepts liés à la crise financière. Selon Tovar (2006, p25) : « *les économistes utilisent les concepts de stabilité et d'instabilité financière pour mieux expliquer le phénomène de crises financières* ».

2.2. Les différents types de crises

On distingue différents types de crises, on peut observer des crises de change, des crises bancaires, des crises boursières et les crises de la dette publique. Aussi, on peut observer des crises jumelles qui sont, essentiellement, l'association des crises de change avec des crises bancaires.

2.2.1. Les crises de changes

Boyer et al (2004) affirment que les crises représentent des situations où apparaissent de brusques variations des taux de change, prenant forme de dévaluation forcée ou de flottement de la monnaie dans le cas d'un régime fixe, ou d'une dépréciation forte ou subite dans le cas d'un régime de change plus flexible ; au-delà du changement brutal du taux de change, une crise de change est, généralement, caractérisée par un assèchement rapide des réserves de change. Une crise financière peut être une crise de change, définie par Kaminsky et al. (1998) comme une situation dans laquelle une attaque, réussie ou non, sur la monnaie, mène à une dépréciation aiguë, un déclin dans les réserves internationales ou une combinaison des deux cas quel que soit le régime de change.

La décennie des années 1990 a connu plusieurs épisodes de crises de change, tant dans les pays développés que dans les pays émergents, notamment avec les crises du SME (1992-1993), mexicaine (1994-1995), asiatique (1997-98).

2.2.2. Les crises bancaires

La banque est un facteur principal du déséquilibre financier et les échecs des systèmes bancaires engendrent d'importantes pertes au détriment des systèmes financiers (Caprio et Klingebiel, 1997). Krugman (1999) donne une explication à ce type de crise par le mécanisme de « l'aléa moral », il observe que les banques ont tendance à développer des prêts et des placements très risqués parce qu'elles souffrent de l'asymétrie d'information et elles bénéficient de garanties du moins implicites de la part des autorités monétaires.

La plupart des analyses, de nature principalement macroéconomique, mettent en avant deux séries d'explications aux crises bancaires : d'une part, la libéralisation financière rend les banques plus vulnérables aux chocs macroéconomiques et, d'autre part, la fragilité financière de ces dernières serait aggravée par l'inadaptation des politiques publiques et par l'insuffisance des dispositifs de supervision, particulièrement patents dans les pays émergents (Miotti et Plihon, 2001).

On peut distinguer deux formes de crises bancaires selon leurs ampleurs et leurs intensités. Les crises bancaires systémiques sont beaucoup plus graves et plus intenses que les détresses financières. Une crise bancaire peut être dénotée par deux types d'évènements ; le premier fait référence à l'existence de paniques bancaires menant à la fermeture, la fusion ou la prise de contrôle par le secteur public d'une ou plusieurs institutions financières ; par ailleurs,

le second n'est pas caractérisé par une panique, mais par des effets semblables¹ au niveau des autres institutions financières (Reinhart et Rogoff, 2010).

« Les crises bancaires conduisent presque inéluctablement à une forte baisse des recettes fiscales, tandis que d'autres facteurs entraînent une augmentation des déficits, comme les stabilisateurs fiscaux automatiques, les politiques fiscales contra-cycliques ou l'alourdissement des intérêts payés à cause du relèvement des primes de risque et de la dégradation des notations » (Reinhart et Rogoff, 2010). Il a été montré que l'accroissement du crédit bancaire est l'un des indicateurs qui permet le mieux de prévoir les crises financières (Kaminski et Reinhart, 1999).

2.2.3. Les crises de la dette publique

Les dettes peuvent être extérieures mais également intérieures. Les dettes sont définies par Reinhart et Rogoff (2011) comme suit :

✓ La dette extérieure correspond au *« montant total des dettes d'un pays envers des créanciers étrangers, publics et privés. Les conditions des contrats de prêt, normalement régies par la loi du pays ou par le droit international (pour les crédits multilatéraux), sont souvent déterminées intégralement par les créanciers »*.

✓ La dette publique intérieure constitue *« l'ensemble des dettes d'un Etat émises dans le cadre national et soumises au droit national, quelles que soient la nationalité du créancier ou la devise dans laquelle la dette est libellée ; ce poste comprend donc la dette publique intérieure en devises². Les conditions des emprunts peuvent être déterminées par le marché ou fixées unilatéralement par le gouvernement »*

Reinhart et Rogoff (2011) distingue deux crises de la dette, la crise de la dette extérieure et la crise de la dette intérieure. La crise de la dette extérieure est également appelée un défaut souverain, c'est l'incapacité d'un Etat à assurer le paiement du principal ou d'un intérêt à la date convenue (ou dans la période de grâce spécifiée ; quant à la crise de la dette intérieure, la définition citée précédemment s'applique, et de plus, les crises de la dette intérieure comportent le gel des dépôts en dollars dans la monnaie locale.

¹ Fermeture, fusion, prise de contrôle public, renflouement public d'une institution financière.

² Emprunts d'un Etat émis dans le cadre national et néanmoins libellés dans une devise différente de la monnaie du pays

Chapitre II : Revue de littérature sur la relation entre finance et croissance

Ce chapitre développe les différentes littératures relatives au lien entre finance et croissance. D'une part, des auteurs affirment une relation positive entre la finance et la croissance, dont Schumpeter (1911), McKinnon (1973) et Shaw (1973), ainsi que Levine (1996). D'autre part, certains auteurs avancent la négativité du développement financier sur la croissance d'une économie, notamment Miotti et Plihon (1999), Demetriades et Andrianova (2003) et Diaz Alejandro (1985).

Section I : Les partisans de la relation positive entre finance et croissance

Plusieurs études ont été développées durant les dernières décennies sur la corrélation entre la finance et la croissance économique afin de discerner les contributions du secteur financier dans le décollage économique d'un pays. La place de la finance a pris une importance au sein des économies actuelles, En effet, quasiment tous les domaines d'activités se trouvent liés au secteur financier. Cela a suscité l'intérêt de certains auteurs, dont les trois suivants nous intéressent particulièrement, à savoir : Schumpeter (1911), un auteur qui prône le développement financier pour parvenir à une croissance économique ; McKinnon (1973) et Shaw (1973) qui dénonce les effets négatifs de la répression financière sur l'économie et soutiennent une restriction de l'autorité étatique dans le secteur financier ; ainsi que Levine (1996) qui apporte les soubassements de l'influence positive de l'approfondissement financier sur l'économie.

1. Le développement financier et la croissance économique de Schumpeter

Schumpeter (1911), pour faire le lien entre le développement financier et la croissance économique, a avancé une théorie sur l'importance des crédits créés par les banques dans le circuit économique afin de permettre aux entrepreneurs de concevoir de nouvelles combinaisons de facteurs de production. L'auteur a souligné : « Produire c'est combiner les choses et les forces présentes dans notre domaine. Produire autrement, c'est combiner autrement ces forces et ces choses ». La théorie de la productivité du crédit part de l'idée selon laquelle tous les facteurs étant tous mobilisés, ne peuvent être modifiés de manière quantitative, seule une modification qualitative est envisageable. Dans un circuit où tous les facteurs de production sont liés, c'est-à-dire non-disponibles, les entrepreneurs doivent composer de nouvelles combinaisons de facteurs de production pour améliorer, de manière qualitative, la production de leur entreprise. Pour souligner, Schumpeter annonce : « *La forme et la matière*

de l'évolution au sens donné à ce terme sont alors fournies par la définition suivante : exécution de nouvelles combinaisons. Ce concept englobe les cinq cas suivants :

1° Fabrication d'un bien nouveau, c'est-à-dire encore non familier au cercle des consommateurs, ou d'une qualité nouvelle d'un bien.

2° Introduction d'une méthode de production nouvelle, c'est-à-dire pratiquement inconnue de la branche intéressée de l'industrie; il n'est nullement nécessaire qu'elle repose sur une découverte scientifiquement nouvelle et elle peut aussi résider dans de nouveaux procédés commerciaux pour une marchandise.

3° Ouverture d'un débouché nouveau, c'est-à-dire d'un marché où jusqu'à présent la branche intéressée de l'industrie du pays intéressé n'a pas encore été introduite, que ce marché ait existé avant ou non.

4° Conquête d'une source nouvelle de matières premières ou de produits semi-ouvrés; à nouveau, peu importe qu'il faille créer cette source ou qu'elle ait existé antérieurement, qu'on ne l'ait pas prise en considération ou qu'elle ait été tenue pour inaccessible.

5° Réalisation d'une nouvelle organisation, comme la création d'une situation de monopole (par exemple la trustification) ou l'apparition brusque d'un monopole.». Cette action ne peut se concrétiser qu'à travers des crédits générés par les banques. En effet, pour déployer de nouvelles combinaisons, un entrepreneur doit acquérir des fonds préalables ou du capital afin de les financer. Toutefois, l'entrepreneur peut accéder à ce financement par le biais des crédits émis par les banques, « sa considération et la possibilité qu'il a de donner une garantie le mettent dans une situation meilleure - s'il veut exécuter une combinaison nouvelle, qui ne peut être financée, comme une combinaison existante, par les profits qui lui arrivent déjà; il lui faut emprunter un crédit en monnaie ou en succédanés de la monnaie, et par ce crédit acheter les moyens de production nécessaires ».

L'auteur se focalise essentiellement sur une meilleure allocation des facteurs de production à travers l'octroi de crédits. Ainsi, il distingue le rôle de la monnaie dans le concept d'évolution de celui que la monnaie joue dans le circuit. En effet, la monnaie étant uniquement un moyen d'échange dans le circuit, elle joue un rôle plus important dans l'évolution, elle est la condition même de l'octroi de crédit. Néanmoins, Schumpeter n'accorde pas autant

d'importance au rôle que tient l'épargne forcée³ dans ce système d'octroi de crédit, l'essentiel pour lui *n'est pas l'abstinence involontaire, mais l'emploi meilleur et différent des facteurs de la production grâce au crédit créé par les banques*. Pour ainsi dire, la théorie avancée par Schumpeter met l'accent sur l'importance de la fonction du crédit octroyé par les banques dans l'activité de l'entrepreneur, ce n'est que par ce crédit que les entreprises puissent produire davantage (Schumpeter, 1911).

Dans la théorie économique telle que le conçoit Schumpeter, la monnaie, le crédit et la banque prennent une place fondamentale. Ils sont au cœur de l'évolution.

2. La libéralisation financière et la croissance économique de McKinnon et Shaw

D'autres auteurs comme McKinnon (1973) et Shaw (1973) ont également prôné la contribution du développement du secteur financier dans le processus de croissance économique. Ils soulignent l'importance du rôle que joue le taux d'intérêt dans la séquence allant de « la libéralisation financière »⁴ à la croissance économique.

Dans un contexte de répression financière⁵, qui est une notion proposée par McKinnon (1973) et Shaw (1973), les deux auteurs ont avancé l'idée selon laquelle la libéralisation financière constitue un facteur clé du décollage économique. Aussi, faut-il substituer la répression financière par la libéralisation financière. La répression financière est caractérisée par l'autorité exercée par l'Etat sur les institutions financières. Elle se reflète par un taux d'intérêt nominal plus ou moins fixe ne permettant pas d'atteindre l'équilibre de l'offre et de la demande de fonds prêtables, il en est de même pour les montants des réserves obligatoires des banques qui sont imposés à un niveau élevé, et une application de la politique d'encadrement et de sélectivité de crédits, ainsi qu'un contrôle de change (McKinnon, 1973 et Shaw, 1973).

Selon McKinnon et Shaw, en forçant les banques et les institutions financières à pratiquer des taux d'intérêt bas et parfois négatifs, la répression financière décourage l'épargne et nuit à l'accumulation du capital productif. Dans ce cadre d'analyse, les politiques de libéralisation financière consistent en l'ensemble des mesures permettant d'abandonner le régime, jugé néfaste, de répression financière. En effet, ces réglementations forment une

³ L'expansion de crédit provoque une hausse des prix, qui restreint la consommation des détenteurs de revenus fixes. Cette restriction entraîne l'apparition d'une plus grande quantité de moyens de production. Schumpeter accueille ces considérations mais leur assigne un rôle secondaire. Cf. Schumpeter (1911), Introduction, p80

⁴ La notion de la libéralisation a été introduite par McKinnon (1973) et Shaw (1973)

⁵ La « répression financière », est définie comme une situation dans laquelle le secteur financier est administré par les pouvoirs publics dans le but de financer les déficits publics et de subventionner les secteurs prioritaires

barrière ne favorisant pas l'efficacité du secteur financier de sorte à déclencher un processus de croissance pour l'économie. Parce que la répression financière conduit à une allocation inefficace du capital, à des coûts élevés de l'intermédiation et à des taux d'intérêt relativement faibles désinvitant l'épargne, il est théoriquement clair que la répression financière enfreint le développement (Roubini et Sala-i-Martin, 1992).

Ainsi, pour entamer une démarche vers la croissance économique, McKinnon (1973) et Shaw (1973) incite une libéralisation financière, donc un développement financier afin de déployer tous les ressources financières encourageant davantage l'investissement et donc accroître la production.

A cet effet, ils ont montré qu'une hausse du taux d'intérêt permet d'accroître le capital domestique et donc la productivité. En effet, selon ces deux auteurs, l'amélioration du rendement de l'épargne va inciter les agents économiques à épargner davantage. Ainsi, la capacité des banques à octroyer des crédits afin de stimuler le niveau d'investissements par leurs rôles d'intermédiaires financiers va s'amplifier. Les banques réaffectent ainsi les ressources par le biais des crédits allouer aux investisseurs qui, engendrant un accroissement de la production, vont par voie de conséquence initier une croissance économique (McKinnon, 1973 et Shaw, 1973).

Pour initier le processus de croissance économique, le rôle de l'Etat est appelé à se restreindre, l'implication de l'autorité étatique dans le système financier réduit considérablement le niveau de l'épargne et limite par conséquent la disposition des banques à accorder des crédits essentiels à l'augmentation de la production nationale. La libéralisation financière est en effet le détachement de toute forme de correction sur le secteur financier, elle permet alors de réduire les contraintes de crédit (McKinnon, 1973 et Shaw, 1973).

McKinnon (1973) considère une situation économique faiblement monétarisée où une hausse du taux d'intérêt réel⁶ permet d'encourager un processus de monétarisation de l'économie à travers la mobilisation de l'épargne. En outre, il présume que l'épargne existe au préalable mais qu'un élément stimulateur est nécessaire pour la susciter davantage afin de financer les investissements. Le raisonnement de McKinnon repose essentiellement sur l'importance des dépôts bancaires. Selon l'auteur, un faible taux d'intérêt décourage tant l'épargne que l'investissement de sorte que les agents économiques préfèrent détenir de

⁶ La hausse du taux d'intérêt réel peut se faire grâce à une augmentation du taux d'intérêt nominal et/ou à une diminution de l'inflation.

l'encaisse réelle, et à contrario, un taux élevé permettra de motiver l'épargne engendrant l'émission de crédit.

Par ailleurs, la thèse de Shaw (1973) se base sur l'équilibre du marché de crédits. Il annonce que le taux d'intérêt est déterminé par l'équilibre entre l'offre et la demande de fonds prêtables sur le marché de crédit. Le plafonnement de ce taux à un niveau inférieur à celui de l'équilibre prévu ne permet pas à une économie de jouir amplement de l'efficacité attendue du secteur financier. Ainsi, la répression financière ne favorise pas l'octroi de crédits aux investisseurs. En effet, l'auteur dénonce deux effets négatifs du plafonnement du taux d'intérêt, d'une part, il provoque une réduction de l'épargne dû aux taux d'intérêt réels négatifs limitant ainsi le financement de nouveaux projets d'investissement par les banques. D'autre part, le plafonnement du taux d'intérêt créditeurs réduisant le montant à allouer aux investisseurs, incite les banquiers à sélectionner les sollicitateurs selon leurs aptitudes à rembourser. Ainsi, les crédits seront uniquement accordés aux bons payeurs.

Shaw (1973, p86) affirme cela en éclairant dans son ouvrage : « *Les plafonnements effectifs à la baisse des taux créditeurs réels intensifient l'aversion pour le risque et la préférence pour la liquidité des intermédiaires. Les banques accordent une place privilégiée dans leur portefeuille aux emprunteurs à la réputation bien établie, aux entreprises commerciales qui ont connu une longue période de stabilité. Il n'y a que peu d'incitation à l'exploration de prêts nouveaux et plus risqués* ».

En définitive, les analyses de McKinnon et de Shaw présentent quelques divergences bien qu'elles convergent vers la préconisation d'une libéralisation financière. L'approche de McKinnon et Shaw sur le propos de la libéralisation financière peut se récapituler à travers l'abrogation des intrusions de l'Etat afin de permettre la détermination d'un prix d'équilibre par le marché lui-même. En conséquence, la libéralisation financière va de l'abolition des mesures étatiques régissant le secteur financier pour permettre un « *Laisser-faire financier* » en passant par la libéralisation du secteur bancaire⁷ et enfin le développement du marché des capitaux.

3. L'approfondissement financier et la croissance économique selon Levine

Levine (1996) avance cinq preuves pour fonder théoriquement l'existence de la liaison positive entre approfondissement financier et croissance économique.

⁷ Le décloisonnement des activités bancaires, la réduction des barrières à l'entrée, la privatisation des banques

- Il permet d'allouer les ressources de manière optimale

Concernant encore l'existence des asymétries d'informations, celles-ci rendent difficile l'allocation optimale des ressources. Les coûts d'accès à l'information pour trouver un investissement meilleur se trouvent élevés pour l'investisseur, ainsi un secteur financier pourrait jouer le rôle d'intermédiaire entre les agents qui détiennent les informations et l'investisseur. Cela conduirait à une meilleure allocation des ressources et favoriser le développement de la sphère réelle (Diamond, 1984).

Schumpeter (1911) appuie également l'idée du rôle du banquier dans l'allocation des ressources. En effet, le banquier permet à l'entrepreneur d'innover en « détournant » des moyens de production.

- Le système financier permet de protéger les investisseurs contre le risque et le partage de ce dernier

Celui qui s'investit s'expose indubitablement à des risques, qu'il soit lié à la liquidité ou bien un risque individuel. Concernant le risque de liquidité, il y a une éventuelle incertitude concernant la conversion d'un actif en moyen d'échange dû à l'asymétrie d'information. Pour ainsi dire, le marché financier réduit les imperfections de marché et le risque lié à la liquidité, par conséquent il permet de favoriser le développement de l'économie. Quant au risque individuel, il s'agirait pour l'investisseur de réduire les risques liés aux investissements en ne finançant que des projets à fiables rentabilités bien que moins risqués. Ainsi, la présence du secteur financier va pouvoir limiter la crainte de l'investisseur en offrant à lui des différents choix de portefeuille pour l'investisseur (Gurley, 1960 et Shaw, 1960).

- Il faciliterait l'échange de biens et services

En définitive, l'approfondissement financier aide à la spécialisation du fait de l'extension des possibilités de production et l'adoption de techniques plus efficaces. Cependant, une plus grande spécialisation nécessite plus de transactions qu'une situation où chaque agent produirait l'ensemble des biens dont il a besoin. Par conséquent, cela encourage les entrepreneurs à se spécialiser d'où la croissance (Greenwood, 1995 et Smith, 1995).

- Il permet aux actionnaires de mieux contrôler les dirigeants et l'entreprise

La mise en place d'un contrôle accru des actionnaires sur les dirigeants et sur l'entreprise conditionne d'une manière non négligeable l'influence positive de l'approfondissement financier sur la croissance. En effet, l'approfondissement financier peut favoriser la croissance

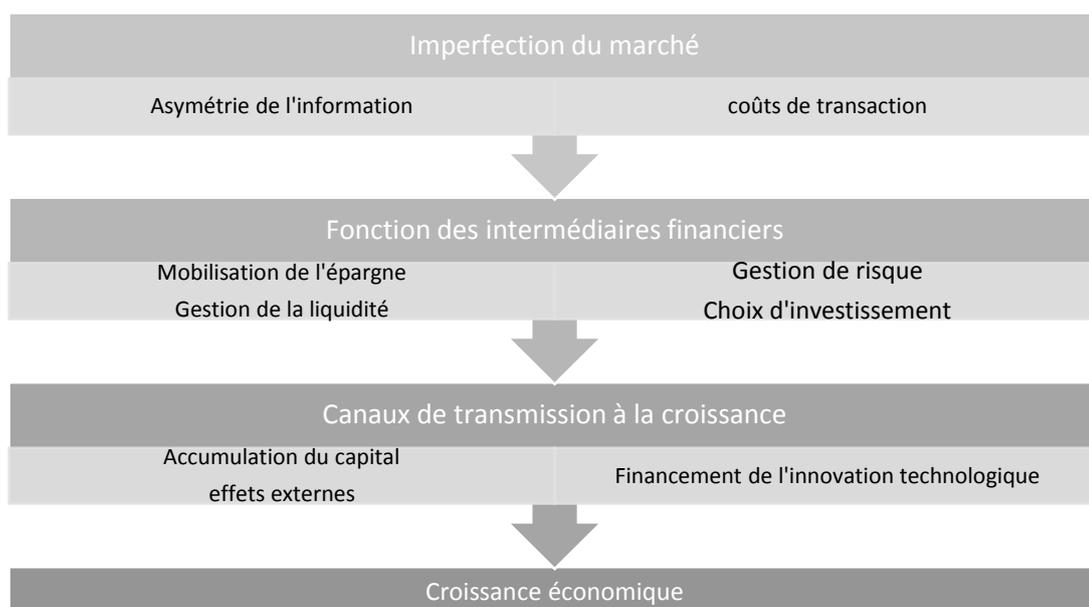
par la réduction du coût d'acquisition de l'information, d'abord permettre à l'investisseur d'acquérir des informations sur la valeur de l'entreprise et de sa direction avant l'achat des titres ; puis il peut être onéreux pour un investisseur externe de vérifier les rendements d'un investissement entrepris par le dirigeant de l'entreprise. A cet effet, l'établissement d'un contrat optimal dans lequel sont spécifiés les rendements potentiels de l'investisseur permet de promouvoir les investissements. La présence d'un système financier où existe une multitude de contrats financiers se charge donc des vérifications et peut donc favoriser la croissance. Townsend (1979) et Hellwig (1985)

L'optimisation de la mobilisation de l'épargne tant domestique qu'externe par le biais de l'approfondissement permet d'influencer la croissance économique. En l'absence de système financier, les agents sont incités à autofinancer leurs projets d'investissement. C'est le modèle du «petit paysan pauvre » de McKinnon (1973) : « il est incapable de financer la mise en place de techniques de production plus efficaces parce que cela représente un sacrifice trop important en terme de consommation ».

Pour ainsi dire, le développement des structures financières permet de faciliter la constitution de l'épargne qui encourage l'investissement. Etant donné que la mobilisation de l'épargne est à l'origine de l'accumulation du capital, elle permet d'accéder à la croissance.

Ce cheminement théorique est synthétisé par un schéma inspiré de R. Levine (1997)

Figure 1 : Le lien entre l'intermédiation financière et la croissance économique



Source: Levine (1997, p 45)

Section II : Les effets controversés de la libéralisation financière sur la sphère réelle

La réalité montre des figures toutes autres que celles prophétisées par les théoriciens du libéralisme financier. Selon Miotti et Plihon (1999, p4), la montée de l'instabilité financière est l'un des faits marquants de la période récente. Les crises bancaires sont la forme la plus spectaculaire de cette instabilité. Plusieurs travaux ont dénoncé les effets pervers de la libéralisation financière, les auteurs tels que Demetriades et Andrianova (2003) ; Diaz Alejandro (1985) ; Miotti et Plihon (1999), ont contredit les avancements de McKinnon (1973) et Shaw (1973) sur le développement financier promu par la libéralisation financière. En effet, l'idée de ces auteurs converge vers l'hypothèse que la libéralisation financière provoque l'instabilité financière et par la suite réduit l'efficacité des systèmes financiers sur la croissance.

1. La libéralisation financière source d'instabilité et de fragilité financière

La libéralisation financière, au lieu d'entraîner le développement financier qui engendrera la croissance économique dégénère en instabilité financière dans la plupart des cas. De nombreuses études fournissent l'évidence empirique du lien surprenant entre la libéralisation financière et la récurrence des crises. Miotti et Plihon (1999) apportent des éléments d'explication à la survenue des instabilités financières dans leur article «Libéralisation Financière, Spéculation et Crises Bancaires », où les banques se trouvent au centre de leur analyse. L'analyse de ces auteurs est essentiellement macroéconomique en ce qui concerne l'explication des crises bancaires, tandis qu'une approche microéconomique soulève plutôt la raison des défaillances bancaires.

1.1. Approche macroéconomique

Dans leur article, ces auteurs distinguent deux figures de crises bancaires. D'une côté, le problème de ressource bancaire dû au déficit de dépôts génère un processus de panique se manifestant par la fermeture, la fusion ou une prise de contrôle par le secteur public. D'un autre côté, la dégradation de la qualité des actifs bancaires remet en cause la solvabilité des banques, bien que ce type ne provoque pas de panique ; il s'annonce par la fermeture, la fusion ou la mise en place de plan de sauvegarde sur l'ensemble des institutions financières et cela à grande échelle.

Pour expliquer l'instabilité des systèmes financiers provoquée par la libéralisation financière, l'article passe par l'explication d'un lien entre les crises bancaires et les crises financières. En effet, de manière empirique, l'on a constaté la succession d'une crise de change

(ou crise de la balance des paiements) à la crise bancaire. Toutefois, cette succession n'est pas due à une relation de causalité entre ces deux types de crises, le caractère gémellaire de ces crises proviennent plutôt d'une cause commune qui n'est nulle doute « la libéralisation financière ». En effet, selon Kaminsky et Reinhart (1996) : « *La libéralisation financière stimule les entrées de capitaux, ce qui a deux séries de conséquences :*

- ✓ *un accroissement rapide des crédits bancaires et de la masse monétaire favorisant l'inflation et la constitution de bulles spéculatives ;*
- ✓ *une surévaluation de la monnaie qui freine les exportations et ralentit la croissance, amenant une montée du chômage.*

*Cette évolution macroéconomique défavorable fragilise les agents financiers et cause les défaillances bancaires ; puis, avec un certain décalage, elle amène une perte de confiance des non-résidents, lesquels retirent brutalement leurs capitaux, créant ainsi les conditions d'une crise de change ».*⁸

Pour ainsi dire, la libéralisation est la cause commune déclenchant la plupart des crises financières et bancaires. De plus, la banque est au cœur du processus des crises financières.

1.2. Approche microéconomique

Par ailleurs, les défaillances des banques sont notamment dues à deux principales raisons dont la prise de risque excessive à laquelle s'ajoute l'aléa de moralité d'une part ,et le comportement spéculatif des banques d'autre part.

En ce qui concerne *la prise de risque excessive par les banques*, la libéralisation financière y joue un rôle important du fait qu'elle permette aux banques de prendre des initiatives risquées qui sont sources de leurs défaillances (Diarra, 2013). En effet, si la qualité de leurs engagements se dégrade et leurs fonds propres insuffisants, les politiques des banques sur la gestion des risques s'avèrent être défectueuses (Alunbas, Manganeli et Ibanez, 2011). Les banques ont pris le dessein de financer des projets risqués en contrepartie d'un rendement meilleur, cette volonté est principalement incitée par un environnement règlementaire que la libéralisation de la finance procure aux institutions financières (Paligorova et Jiminez, 2012). Deux grandes raisons se trouvent à l'origine de cette prise de décision, la première réside dans la forte concurrence au niveau du secteur bancaire dégradant par conséquent le profit des banques. En effet, l'augmentation du nombre des banques et de la concurrence n'est pas tout à

⁸ Dans Miotti L. et Plihon D. (2001), p7

fait bénéfique (Paligorova et Santos, 2012). Elle tend à réduire la longévité des relations entre banques et clients, en passant plus facilement d'une banque à l'autre, et elle diminue ainsi l'incitation de la banque à dévoiler des informations dans la mesure où le rendement de cet investissement est à long terme (Diarra, 2013). La forte concurrence sur le secteur bancaire amène les banques à prendre des risques pour maximiser leurs profits (Boot, 2000). Deuxièmement, le comportement risqué des banques est également favorisé par le mécanisme de protection publique, tels que l'assurance d'une intervention du prêteur en dernier ressort et les plans de sauvetages des banques en difficultés qui créent un aléa de moralité (Macklem, 2002).

Quant au *comportement spéculatif des banques*, la vulnérabilité des banques ne serait pas due uniquement à un effet transitoire d'apprentissage et à la persistance d'une régulation publique, source d'aléa de moralité. Il y aurait, en fait, un comportement actif et délibéré de prise de risque de la part des banques lié au fonctionnement même des marchés libéralisés et concurrentiels. La forte concurrence sur le secteur bancaire incite les banques à hausser leur taux d'intérêt afin d'attirer davantage des dépôts bancaires. Toutefois, cette perspective a engendré une baisse de la marge bancaire faisant diminuer par conséquent la valeur de leur privilège. Pour tenter d'y remédier, les banques ont alors pris le risque d'acquérir davantage des actifs bien que risqué mais permettant d'accroître leur rendement. D'où le comportement spéculatif des banques (Hellmann et al, 2000).

Ces opérations spéculatives ont quatre caractéristiques selon Miotti et Plihon (2001):

- ✓ *« elles impliquent une prise de risque, c'est-à-dire des prises de position sur les taux d'intérêt, les prix d'actifs ou les taux de change ;*
- ✓ *ces opérations sont motivées par l'espoir de plus-values liées aux variations anticipées des prix des actifs ;*
- ✓ *elles sont « pures » ou « sèches », c'est-à-dire qu'elles sont auto-suffisantes et qu'elles n'ont pas de contrepartie directe dans la sphère réelle de l'économie ;*
- ✓ *elles s'effectuent le plus souvent « à crédit », c'est-à-dire que les capitaux engagés sont empruntés par les spéculateurs qui cherchent à faire jouer des effets de levier »*

Kindleberger (1989, 1994 en français) annonce que la plupart des grandes crises dans l'histoire financière sont l'aboutissement d'un épisode spéculatif (caractérisé par deux concepts, l'euphorie et la détresse financière) qui résulte lui-même d'un changement majeur

(déplacement) : « *Dans notre modèle, le déplacement, l'euphorie et la détresse sont en général suivis d'une panique, elle-même annonciatrice du krach* ». Le « déplacement »⁹ est un événement extérieur, d'une ampleur importante, qui apporte des changements aux perspectives, aux attentes, aux centres de profits, aux comportements, tandis que « l'euphorie » constitue la première phase de la spéculation, caractérisée par une perte de contact des agents économiques avec la réalité (les fondamentaux) et par des phénomènes de psychose collective, notamment des comportements mimétiques (Miotti et Plihon, 2001) . La « détresse financière », phase finale de la spéculation qui précède la panique, résulte des tensions expérimentées par les spéculateurs lorsque, à la suite de prises de risque excessives, ceux-ci se trouvent en situation de ne plus pouvoir faire face à leurs engagements (Kindleberger, 1989).

Ainsi l'instabilité financière dans les économies capitalistes s'explique par le développement déséquilibré entre les dettes bancaires et les revenus générés par les investissements productifs (Miotti et Plihon, 2001). Pendant les périodes de boom économique, les agents économiques deviennent euphoriques quant aux perspectives de profits. Les banques feignent d'ignorer le désastre et spéculent, espérant réaliser des gains sur des opérations purement financières qui ne sont pas directement liées aux revenus de la sphère productive, la progression de ces derniers étant contrainte par l'évolution de la productivité, il en résulte une fragilisation des structures financières propice aux crises d'ajustement brutal. (Minsky, 1980)

Tout compte fait, l'instabilité financière est provoquée par la vulnérabilité des banques causées elles aussi par la libéralisation du système financier. La vulnérabilité des banques résulte de leurs comportements spéculatifs en faisant preuve d'aveuglement face au drame que cela pourrait causer.

2. Les crises financières en tant qu'affirmation de l'instabilité du système financier

Depuis les années soixante-dix, les crises financières se sont accrues dans les pays émergents et ont donné lieu à des commentaires divergents quant à leurs mécanismes de déclenchement, de déroulement et de propagation (Dehove, 2003 et Cartapanis, 2003). Dans le même cadre de l'étude menée par Reinhart et Rogoff (2010), on distingue trois grandes catégories de crises : « *D'abord, les défauts souverains, qui surviennent quand un gouvernement se trouve incapable de rembourser ses obligations extérieures et/ou intérieures. Puis, les crises*

⁹ Dans l'histoire financière, de tels déplacements peuvent être constitués par des événements politiques (guerres, changements de régimes...) ou économiques (découverte de nouvelles colonies ou de mines d'or...).

bancaires, qui se sont multipliées dans le monde vers la fin des années 2000. Lors d'une crise bancaire majeure, en général, un pays s'aperçoit qu'un vaste pan de son secteur bancaire est devenu insolvable par la suite de lourdes pertes sur ses investissements, de paniques bancaires ou des deux. Une autre catégorie importante est celle des crises monétaires, ou crises de change, à l'instar de celle qui ont frappé l'Asie, l'Europe et l'Amérique latine dans les années 1990. Classiquement, une telle crise voit chuter à pic la valeur d'une devise nationale, même si souvent le gouvernement a garanti qu'il ne le permettra pas». Les crises financières révèlent la fragilité du système financier. En effet, ils font l'objet des systèmes ne résistant pas aux chocs systémiques, ce sont des altérités de la stabilité financière définit comme l'habilité d'un système à résister à une crise dû à un choc systémique.

2.1. Historique des crises financières

Les crises financières ne datent pas d'hier et ne sont pas des phénomènes économiques nouveaux. L'histoire des faits économiques retiendra au moins une quarantaine de crises financières de l'an 1637 à ce jour (Kindleberger, 1984, p15). De ces crises recensées, on cite quelques-unes de celles après 1990.

2.1.1. La Crise mexicaine de 1994

Avant la crise, le pays avait mis en place de nombreuses réformes d'inspiration libérale. Il avait libéralisé les échanges, supprimé le contrôle des changes, modernisé son marché, levé les restrictions sur les investissements étrangers et procédé à une dérégulation de son économie, avec l'aide du FMI. Il a renforcé le processus de stabilisation et a mis en place une stratégie basé sur la libéralisation de l'économie. (John Kenneth et Galbraith, 1989, p 59)

Cette stratégie visait à réaliser la viabilité externe et à créer les bases d'une croissance tirée par le secteur privé. Puis, ces politiques de stabilisation et de réformes avaient eu des résultats remarquables. Ainsi, le Mexique commença l'année 1994 avec une économie bien renforcée, mais en second trimestre la donne changea et le pays connut une crise financière.

Les experts du FMI expliquent cette détérioration par une progression des investissements qui stimulent la production et les exportations nettes à l'avenir. Mais, elle signifie aussi l'effet que la monnaie mexicaine ait tellement appréciée que le pays a fini par perdre toute sa compétitivité, ce qui a dégradé les exportations mexicaines. De plus, l'augmentation des dépenses intérieures de consommation ont contribué davantage au déficit de la balance des transactions courantes qui devenaient insoutenable par l'institution du FMI.

Au second trimestre de 1994 le Mexique a connu une série d'événements qui avaient eu un impact négatif sur l'économie nationale dû à deux faits qui avaient marqué l'environnement politique et contribuaient à créer un climat d'incertitude.

Sur le plan extérieur, le Mexique avait fait face à une remontée des taux américains au cours de l'année 1994 ce qui a déclenché une hémorragie de sortie de capitaux pour investir aux USA. De ce fait, ils ont pratiqué des taux d'intérêt comportant des primes de risque pour faire revenir les investisseurs à nouveau. Le pays se retrouva dans une sale situation au début 1995. La production industrielle chuta de 15% et le PIB de 6.2%

Par la suite, la crise se propagea sur les places d'Amérique latine (Argentine, Brésil, Chili et le Pérou avaient enregistré une chute de 20%), Asie du sud et l'Europe de l'est c'est ce qu'on a appelé « effet tequila » (Camdessus, 1995, p 36)

2.1.2. La Crise asiatique de 1997

La crise asiatique de 1997-1998 a touché, à la fois, la Thaïlande, le Malaisie, l'Indonésie, les philippines et la Corée du sud. Elle a produit plus d'effets dévastateurs par rapport aux autres crises. Non seulement sur les pays émergents mais aussi sur les pays développés.

Vers les années 90, sous la pression très ferme des marchés et surtout des autorités américaines, une dérégulation financière s'engagea dans le sud-est asiatique dans une parfaite immaturité. La libération des mouvements de capitaux se faisait sans contrôles et sans contreparties. Par conséquent, les bourses asiatiques explosaient et toute personne pouvait créer une banque, sans aucun système sérieux de règles prudentielle.

Cette crise a été marquée par l'introduction d'un nouveau phénomène attaché à l'occurrence des crises financières. On parle, alors, de l'extension des perturbations d'un marché financier vers les autres marchés. Autrement dit, c'est le phénomène de la contagion des crises financières qui a comme cause : l'abolition des barrières nationales et l'interdépendance des marchés financiers à l'échelle internationale (Le page, 2003).

2.1.3. La crise des « subprimes » 2007-2008

Quand la crise financière des « subprimes » a commencé à se développer à l'été 2007, la presse financière internationale a montré que l'économie mondiale naviguait en eaux sombres et inconnues (Reinhart et Rogoff, 2011).

Toutefois, cette crise peut être interprétée de deux manières : la première l'annonce comme la seule conséquence des dérèglements qui se sont produits dans un compartiment financier particulier : le secteur des crédits hypothécaires à risque, les fameux crédits subprimes¹⁰ (Bricogne et al, 2009). La seconde considère que les dysfonctionnements des crédits subprimes se sont produits à partir d'une base fragile (Jorion, 2008). En effet, derrière la cause immédiate de la crise des subprimes, existent des causes plus profondes relatives à la micro et macroéconomiques, que expliquent pourquoi ce déséquilibre localisé initialement au niveau immobilier a pu se propager et s'aggraver (Le page, 2003). Ce sont donc les facteurs micro et macroéconomiques, qui constitue le moteur de cette mécanique infernale.

Cette crise trouve son origine dans le fait que les banques et organismes de crédit immobilier, préoccupés essentiellement par la recherche d'un profit le plus élevé possible, ont été amenés à prêter massivement à la partie la plus défavorisée de la population américaine, avec des risques importants d'insolvabilité des emprunteurs et donc de pertes pour les prêteurs. L'explication tient aux mécanismes des crédits subprimes et à la titrisation.

Il existe des courtiers qui jouent le rôle d'intermédiaire entre les banques et les emprunteurs, une fois qu'ils ont fait signer les demandes d'emprunts, les courtiers les passent aux banques en touchant leur commission et ils ne sont plus concernés par la suite des événements (Hugon et Salama, 2010). En principe ce sont les banques qui devraient porter le risque de crédit, on se dit qu'elles vont être prudentes sur la probabilité de défaut des ménages. Fourberie ! Les banques se débarrassent de ces crédits en les vendant à des banques d'investissement qui les regroupent, les mettent en pool avec d'autres types de crédits pour les transformer en titres financiers (Titrisation) et peuvent ensuite changer de main sur les marchés (Bouzid, 2010). Pour les banques ce mécanisme l'aide à contourner les réglementations dites « prudentes » en faisant sortir les crédits de leur bilan et lui permettra de renforcer ces fonds propres quand elles consentent davantage de prêts, mais vendre des crédits accordés conduit à des comportements dangereux, la banque sait qu'elle pourra se débarrasser de ces crédits donc elle n'est pas motivée à prêter une grande attention aux risques qui se présentent, de même pour les courtiers qui poussent les ménages à s'endetter (Hugon et Salama, 2010).

Ce mécanisme de titrisation n'a pas touché que les crédits immobiliers. Des prêts de toutes natures sont transformés en produits financiers négociables (les prêts à la consommation,

¹⁰ Les crédits subprimes désignent des crédits hypothécaires accordés à des emprunteurs à risque, c'est-à-dire à faible solvabilité, gagés sur la valeur du bien immobilier qu'ils achètent par opposition aux crédits primes qui sont accordés à des emprunteurs qui offrent d'excellentes garanties de remboursement

les crédits aux PME...) et les titres liquides vendus ne présentent pas tous le même degré de risque cela dépend du crédit en question, les titres sont découpés en tranches différenciées selon leur exposition au risque (Le page, 2003).

Quand le marché de l'immobilier a baissé et le bien acheté à crédit vaut moins que les crédits obtenus ce mécanisme s'est transformé en un terrible mécanisme. Si l'emprunteur ne peut plus faire face aux échéances, sa maison est saisie, la famille est expulsée et le bien immobilier est mis en vente, ce qui conduit à une baisse du marché de l'immobilier (Reinhart et Rogoff, 2011).

Puis deux facteurs majeurs du boom des subprimes ont précipité les choses : la baisse des taux d'intérêts et l'augmentation des prix de l'immobilier. Puisque les prix des actifs augmentent quand les taux d'intérêts baissent, la hausse de l'immobilier anticipe l'investissement (Le page, 2003). L'inverse, dans le cas de dégonflement de la bulle immobilière la hausse de l'intérêt provoque la baisse de l'immobilier : elle réduit les achats, augmente les dépenses des remboursements, provoque l'accroissement du nombre de défaillance des emprunteurs et donc celui des saisies et des ventes qui à son tour, aggrave la baisse de l'immobilier. Pour les emprunteurs qui ne disposaient pas d'apport personnel important au moment de l'achat de leur habitation, il arriva un moment où la valeur de marché de l'habitation devenait inférieure au montant du prêt restant à rembourser. Cette situation est qualifiée aux Etats-Unis « underwater » être sous l'eau (Reinhart et Rogoff, 2011). Dans ce cas, la solution pour un propriétaire est de rendre la maison à la banque qui lui avait accordé le prêt, en échange de celle-ci d'abandonner la créance. Les banques se montraient disposées en 2007 à accepter cette solution préférable pour elles à une disparition pure et simple de l'emprunteur. Mais la situation défavorable continuait, c'était les prêts jumbos Alt-A et prime qui étaient menacés par l'effondrement des prix de l'immobilier. Et il en résultait un nombre croissant de maisons à vendre, associé à une baisse accélérée des prix de l'immobilier (Jorion, 2008).

La titrisation a été la cause majeure de propagation de la crise (Bouzid, 2010). Les produits titrisés devenant de plus en plus abstraits et fortement hétérogènes, les investisseurs ont été amenés à acheter ces titres à haut rendement (15% à 20%) sans se rendre compte des risques auxquelles ils s'exposaient, l'acheteur final des titres n'a qu'une connaissance très limitée des risques auxquels il s'expose, il n'a pas d'information suffisante sur les titres et la fin est inconnue de cette technique. C'est une pièce importante pour comprendre la crise des subprimes et sa propagation sur le monde (Le page, 2003, p78).

2.2. Fréquence des crises financières

L'idée que le phénomène réapparaisse régulièrement et d'une manière pro cyclique est approuvée par le court récit historique des crises financière. Cette idée confirme la fréquence des crises financières. Kondratiev (1926) a abordé dans sa théorie du cycle économique cette tendance Il explique que l'activité économique est marquée par le phénomène des cycles. Il estime qu'après chaque entre 40 ou 60 ans, il y a un retournement de conjoncture qui indique la fin d'un cycle et le début d'un autre cycle.

Après l'effondrement de Bretton Woods, les économistes constatent que les crises financières sont devenues de plus en plus fréquentes. Bordon et al (2001) ont démontré que la « fréquence des crises financières »¹¹, notamment crises bancaires ou de change, s'est accrue après 1971. Cette date coïncidait avec le début de l'abandon du système de Bretton Woods qui régissait les relations internationales et avait institué le régime de taux de change fixes.

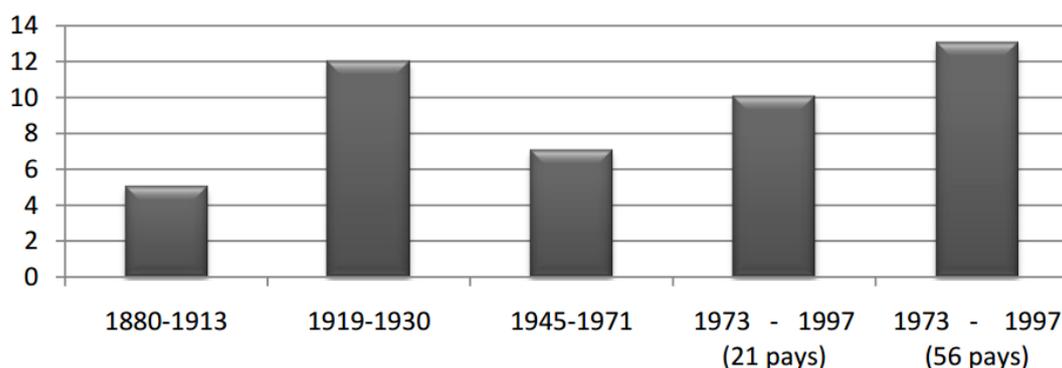
Bordon et al (2001) ont étudié et analysé les crises financières, pendant 120 ans, et ont pu prouver qu'elles sont plus fréquent dans nos jours que dans les décennies passées. Ils concluent que si ces phénomènes se produisent davantage et à des périodes peu distancées, cela est dû à des événements de plus en plus troublant dans notre époque.

Ils parviennent à des résultats sur la fréquence des crises financières selon leurs types pendant la période 1880-1997 qu'on reproduit dans la figure 2. Ils distinguent en particulier quatres périodes:

- ✓ les périodes de 1880-1913 signifiantes périodes d'étalon-or ;
- ✓ les périodes de 1919-1939 considérées comme périodes d'entre-deux guerres ;
- ✓ les périodes de 1945-1971 observées comme périodes de régime de Bretton Woods
- ✓ et les périodes de 1973-1997 qualifiées de périodes post Bretton Woods en fonction des périodes retenues, la taille de l'échantillon varie entre 21 et 56 pays.

¹¹ Selon Bordon et al (2001), la fréquence des crises financières est égale au nombre de crises divisé par le nombre d'années multiplié par le nombre de pays pour chaque période.

Figure 2 : Fréquence des crises financières pendant la période 1880 – 1997

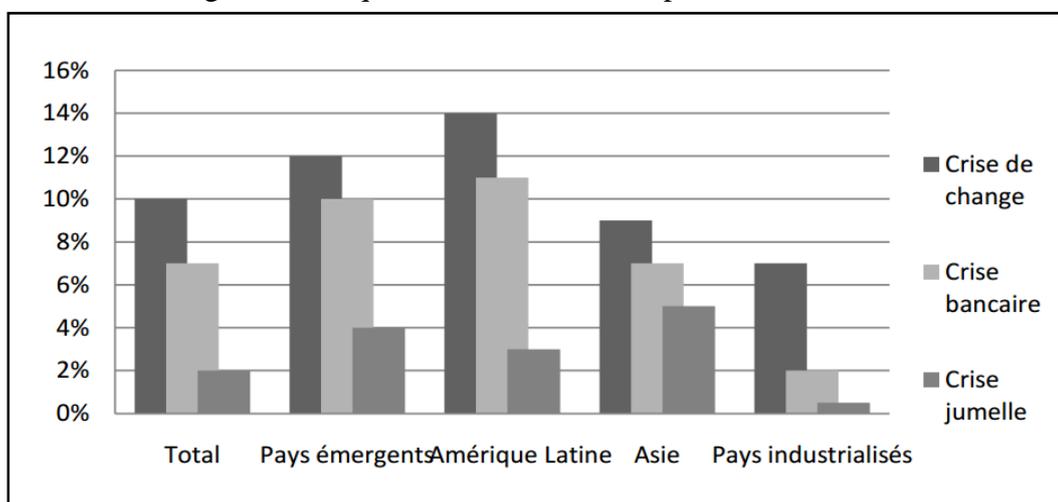


Source : Bordon et al. (2001)

Stone et Weeks (2001) ont conclu également, dans leurs travaux, que les crises financières, bancaires ou de change, n'ont pas accéléré au cours des années quatre-vingt-dix dans les pays industrialisés mais elles deviennent plus nombreuses dans les pays émergents sur l'ensemble de la période 1997-1999.

Benabdellah et Diallo (2004) ont fait, similairement, l'étude de la fréquence des crises financière pendant la période 1994 -2000 et ils ont parvenu à des résultats qu'on illustre dans la figure 3.

Figure 3 : Fréquence des crises sur la période 1994-2000



Source : Benabdellah & Diallo (2004)

Le graphique montre que la fréquence est plus élevée dans les pays émergents que dans les pays industrialisés quel que soit le type de ces crises. Ainsi, il existe une probabilité de 12%, soit une chance sur 8, d'avoir une crise monétaire dans un pays émergent au cours d'une année contre 7% dans les pays industrialisés. Ensuite, pour les pays émergents, on constate que les

pays d'Amérique Latine sont plus susceptibles de connaître une crise monétaire ou bancaire que les pays d'Asie du-Sud-Est. Au niveau d'ensemble, on constate que la fréquence d'une crise monétaire est plus élevée que celle d'une bancaire.

Ces analyses illustrent parfaitement le phénomène de la répétition des crises financières dans les pays émergents de la période 1880-1997 (Bordon et al, 2001) et 1994-2000 (Benabdellah et Diallo, 2004).

3. Les effets pervers de la libéralisation du système financier et des crises financières sur la sphère réelle

La majorité des économistes ont avancé la contribution du développement financier dans le développement économique. Il faut toutefois reconnaître que les crises financières ont entravé la croissance des pays en développement, notamment les pays émergents. Ainsi, des auteurs ont développé des travaux analysant les conséquences défavorables de ces crises qui enrayent la croissance.

La réalité des politiques du "laisser faire" en matière financière dans les années 70 a été différente des "prophéties de bonnes perspectives" prescrites par McKinnon et Shaw. Dès le début des années 70, les taux d'intérêt s'élèvent sans précédent, témoignant de l'affluence de la concurrence entre les banques et de la frénésie dans la prise du risque. La morosité économique n'en fut pas une des conséquences attendues. Comme l'affirme Demetriades et Andrianova (2003, p11) : "*Instead of more growth, there was more unemployment. Instead of more prosperity there was more poverty. Instead of a better, more developed, financial system there were failed banks that had to be rescued by the government.*"

Diaz Alejandro (1984, p19-26), dans son article « *Good-Bye Financial Repression, Hello Financial Crash* » évoque les différentes raisons de la situation générée par la libéralisation financière :

- ✓ La fausse croyance des déposants concernant l'intervention du gouvernement en cas de faillite des institutions.
- ✓ La conduite laxiste des banques centrales soit car elles croient que les banques fonctionnent comme les « Butcher shop » soit par un manque de volonté personnelle d'où la négligence de la réglementation prudentielle.
- ✓ Les nouvelles institutions financières attirent les nouveaux entrepreneurs et stimulent la formation des conglomérats ainsi que les groupements économiques. Toutefois,

ces nouveaux entrepreneurs, n'ayant pas acquis l'expérience nécessaire, ont un risque de faillite plus élevé.

✓ La libéralisation des taux d'intérêt et le relâchement du contrôle bancaire n'ont encouragé que l'intermédiation à court terme tandis que l'intermédiation à long terme est restée à l'état embryonnaire.

✓ La fin de la répression financière a sans aucun doute encouragé plusieurs formes d'épargne financière. Par contre, la libéralisation financière ne s'est pas traduite par une augmentation du taux d'épargne malgré la hausse des taux d'intérêt¹² et les investissements réalisés ne sont pas plus efficaces.

✓ La fixité du taux de change, l'afflux des capitaux et les imperfections des marchés financiers ont entraîné l'instabilité macroéconomique et l'explosion de la dette publique.

Mishkin (1999) soutient que la contraction du crédit, particulièrement des crédits bancaires, qui suivent les crises financières aggrave directement ces crises et réduit l'investissement et l'activité économique.

Il faut noter que de l'instabilité des taux annuel influe de manière négative sur le taux de croissance moyen d'un pays. Ainsi, l'instabilité financière provoque une fragilité du taux de croissance, d'où un ralentissement de la croissance d'un pays. L'effet défavorable du déséquilibre financier sur la croissance, se lie à l'impact des mouvements successifs d'accélération et de ralentissement du développement financier sur la productivité (Ramey et Ramey, 1995).

Généralement, le déséquilibre du système financier engendre l'instabilité des prix, les prix des biens et services varient en fonction du taux de change dans la mesure où les biens échangés sont influencés par les prix étrangers et le taux de change (biens échangeables internationalement), par contre le taux de change est influé par le niveau de crédit contracté, donc l'instabilité des prix est liée à l'instabilité du système financier (Mishkin et al, 2001). L'instabilité du taux de change réel est souvent considérée comme un facteur de moindre productivité. Elle entrave le rôle de signalé joué par le marché et induit également une mauvaise allocation des ressources. On s'attend donc qu'elle abaisse le rendement de l'investissement. De plus, l'incertitude générée par cette instabilité du taux de change peut

¹² Ce fut en l'occurrence le cas de l'Amérique Latine et la Chili (Arellano, 1983)

diminue de manière non négligeable le taux d'investissement des agents économiques (Guillaumont et Paraire, 1991).

Guillaumont et al. (1999) ont montré que l'instabilité du taux d'investissement et celle du taux de change réel exercent un effet négatif sur la croissance. Durant deux décennies, les années 80 et 90, le taux de croissance du produit par tête d'un échantillon de pays en développement est apparu comme une fonction décroissante simultanément de la variabilité du taux d'investissement et de celle du taux de change effectif réel pendant une période assez longue. Lorsque le taux d'investissement moyen sur la décennie est introduit dans la régression, le coefficient de l'instabilité du taux de change réel reste significatif mais est légèrement réduit, ce qui suggère que cette instabilité réduit la croissance en diminuant la productivité du capital mais aussi le niveau de l'investissement (Guillaumont et Kpodar, 2006).

De manière empirique, Husson (2008), en étudiant la récente crise des *subprimes* de 2007-2008 affirme que les effets des chocs financiers se transmettent à l'économie réelle à travers plusieurs canaux :

- ✓ Les restrictions sur le crédit concernent aussi bien la consommation des ménages que l'investissement des entreprises. Cet effet sera plus marqué dans les pays comme les Etats-Unis ou le Royaume-Uni où la consommation des ménages est tirée par l'endettement ;
- ✓ La dévaluation du patrimoine financier et immobilier des ménages va les inciter à moins consommer : c'est ce que l'on appelle effet de richesse ;
- ✓ L'incertitude générale pèse sur les comportements de consommation et d'investissement ;
- ✓ La crise immobilière contribue en tant que telle au ralentissement économique général
- ✓ Les dépenses publiques destinées à nationaliser de fait les institutions en difficulté (comme Freddie Mas et Fannie Mae aux Etats-Unis) représentent des sommes considérables qui vont nécessiter une réduction des dépenses ou une augmentation des impôts ;
- ✓ Enfin, le ralentissement se transmet à l'ensemble de l'économie mondiale à travers le commerce et les investissements.

On remarque ainsi que les premières théories sur la relation « finance-croissance économique » est défavorable au développement du secteur financier, jugé générateur de sérieux déséquilibres économiques. Ces débats ont été surtout alimentés par des auteurs d'inspiration keynésienne.

Chapitre III : Contagion des crises financières

De manière générale, le phénomène de contagion fait référence à la diffusion des perturbations des marchés financiers d'un pays vers les marchés financiers d'autres pays. La littérature théorique identifie deux principales formes de contagion : une contagion qui se manifeste en présence des liens économiques et financiers entre pays (« contagion par les fondamentaux » selon Kaminsky et Reinhart, 1999) et une contagion psychologique marquée par l'absence de liens économiques entre pays (« contagion pure » selon Masson, 1999 ou « shift contagion » selon Forbes et Rigobon, 2000)

Section I : Les liens entre pays, source de transmission des crises

Les pays sont interconnectés, interdépendants, ces liens qu'ils entretiennent semblent véhiculer les chocs financiers d'un Etat à l'autre. Ces liens peuvent être de la filière financière comme de la filière réelle.

1. Les liens commerciaux et la dévaluation compétitive

Un choc local, une crise qui touche une économie, peut affecter les fondamentaux économiques d'autres pays à travers les liens commerciaux et les dévaluations. Tout grand partenaire commercial d'un pays qui souffre d'une crise financière qui a conduit à une forte dépréciation de monnaie peut connaître une baisse du prix de ses actifs et une sortie massive de capitaux, ou bien il devient la cible d'attaques spéculatives si les investisseurs anticipent une baisse des exportations vers le pays en crise et donc une détérioration de sa balance commerciale. (Haïthem, 2003)

On dit que les pays entretiennent une interdépendance commerciale, lorsqu'une première dévaluation réduit la compétitivité-prix des pays qui sont des partenaires commerciaux ou des concurrents à l'exportation (Eichengreen, Rose et Wyplosz, 1996 ; Glick et Rose, 1998).

La dévaluation compétitive peut représenter une source de contagion. La dévaluation dans un pays touché par une crise réduit la compétitivité en matière d'exportation d'autres pays avec lesquels il est en concurrence sur un troisième marché, mettre la pression sur les monnaies des autres pays surtout lorsque ses monnaies ne sont pas en taux de change flexible (Haïthem, 2003). Corsetti et al (1999) stipulent que le jeu de dévaluation compétitive peut provoquer une dépréciation plus forte que celle qui aurait pu avoir lieu suite à la détérioration des fondamentaux. De plus, la nature non coopérative du jeu peut conduire à une forte dépréciation comparée avec le résultat d'un équilibre coopératif. Si les participants du marché s'attendent à

ce que la crise de change conduit à un jeu de dévaluation compétitive, ils vont naturellement vendre leurs actifs dans d'autres pays, diminuer l'accord des crédits ou refuser de reconduire les crédits de court terme aux emprunteurs de ces pays¹³.

2. Les liens financiers

Elle peut également être financière, lorsqu'une économie est dépendante des flux financiers en provenance du pays en crise, notamment si son système bancaire porte d'importantes créances sur ce dernier (cas du Japon vis-à-vis de l'Asie du Sud-Est).

La montée en puissance des liaisons financières a aussi entraîné des effets de contagion. À terme, à mesure que les liaisons financières s'étofferont et que les investisseurs, grâce à la baisse des coûts d'information et de transaction, accéderont à une gamme plus vaste de possibilités d'investissement internationales et accroîtront leurs avoirs internationaux pour améliorer le rendement et la diversification de leurs portefeuilles, on peut s'attendre à ce que les éventuels effets de contagion deviennent plus importants (Prasad et al, 2003)

L'intégration économique d'un pays dans l'économie mondiale met en jeu à la fois les liens commerciaux et les liens financiers, donc une crise financière dans un pays peut conduire à des effets financiers directs des réductions des crédits commerciaux, des investissements directs étrangers et autres flux de capitaux étrangers¹⁴. (Haïthem, 2003)

3. Le comportement des investisseurs

La propagation des crises dépend du degré d'intégration du marché financier. Si un pays est très intégré dans les marchés financiers internationaux, ou si les marchés financiers dans une région sont étroitement liés, les prix des actifs et les autres variables économiques vont évoluer ensembles. Plus le degré d'intégration est important, plus l'effet de contagion d'un choc commun ou un choc réel est important (Haïthem, 2003). Cependant, les pays qui ne sont pas financièrement intégrés à cause des contrôles de capitaux et du manque d'accès au financement international sont par définition immunisés contre la contagion (Prasad et al, 2003). Dans ce sens, les marchés financiers facilitent la transmission des chocs communs ou réels mais ne les

¹³ Cette théorie gagne en crédibilité du fait que durant la crise du Sud-Est asiatique de 1997, il y a eu dépréciation des taux de change dans des économies comme Singapour, Taiwan et la Chine qui ne sont pas nécessairement vulnérables à des attaques spéculatives compte tenu de leurs fondamentaux.

¹⁴ Par exemple, si des entreprises de l'Asie de l'Est sont liées, disons, à la Thaïlande par le commerce, les investissements et les transactions financières vont être touchées, si une crise aura pour effet de limiter les possibilités des firmes thaïlandaises d'investir à l'étranger ou d'augmenter les crédits, alors, une crise financière en Thaïlande peut se traduire par des co-mouvements des prix des actifs et des flux de capitaux dans d'autres pays

déclenchent pas. Les réactions des investisseurs qui sont individuellement et collectivement rationnels même s'ils peuvent donner lieu à une volatilité et un changement de politique, peuvent être considérées comme étant des causes de la contagion. Cependant le comportement des investisseurs qu'ils soient rationnels ou non, permet aux chocs de se propager d'un pays à un autre. Dans la littérature, les avis sur l'importance du comportement des investisseurs qu'il soit, rationnel ou non, collectif ou individuel, diffèrent (Haïthem, 2003).

Pritsker (2000) avance une classification des différents types de comportements des investisseurs :

- ✓ Les investisseurs peuvent prendre des décisions qui sont ex-ante individuellement rationnel mais qui donnent lieu à des co-mouvements excessifs – excessifs dans le sens où ils ne peuvent pas être expliqués par les fondamentaux réels. A travers cette voie, la contagion se fait par les réactions des investisseurs en dehors du pays. Chacun d'eux se comporte de façon rationnelle. Ce type de comportement peut conduire à des problèmes de liquidité, de rendement, d'asymétrie d'information et de coordination des marchés.

- ✓ En cas d'équilibre multiple, similaire aux modèles des ruées des banques commerciales implique un comportement contagieux entre les investisseurs.

- ✓ Les changements dans le système financier international ou dans les règles du jeu peuvent amener les investisseurs à modifier leur comportement suite à une crise initiale.

L'interconnexion des différentes économies véhicule facilement et rapidement les chocs d'une économie à l'autre. Cette interdépendance constitue également un facteur d'amplification des chocs locaux ou nationaux en crise mondiale. Toutefois, selon Prasad et al (2003), la transmission par les filières financières est beaucoup plus rapide que par les filières réelles, la vitesse comme l'ampleur des effets de contagion internationale des chocs réels sont considérablement accrues par les liaisons financières.

Section II : Contagion et propagation des chocs financiers

Forbes et Rigobon (2000) définissent la contagion comme une augmentation significative des liens entre les marchés financiers due à un choc spécifique à un pays ou à un groupe de pays. Ces liens peuvent être mise en évidence de plusieurs façons, par le biais de plusieurs statistiques telles que : la corrélation entre les rendements des actifs, la probabilité d'attaque spéculative ou bien par une simple mesure de volatilité. Ils considèrent ainsi que la grande similarité de deux économies rend évident la transmission d'un choc négatif notamment celui de l'économie brésilienne à l'économie argentine et vice-versa. Par conséquent, cette

transmission ne constitue pas un effet de contagion selon leur point de vue. Forbes et Rigobon utilisent plutôt le terme "interdépendance" pour désigner ce type de scénario. Toutefois, cette définition ne fait pas l'unanimité. En effet, certains économistes montrent que si le choc d'un pays se transmet à un autre, même en l'absence d'un changement significatif de liens entre les marchés de deux pays, cette transmission constitue un effet de contagion¹⁵. D'autres affirment qu'aucune définition de la contagion ne peut être avancée sur la base de changement de lien entre les marchés. Dès lors, nous présentons et discutons dans un premier temps les différentes conceptions de la contagion développées dans la littérature. Dans un second temps, nous étudions les différents types de contagion avec leurs différents canaux de transmissions.

1. Les théories de la transmission des crises

La littérature sur la contagion est restée embryonnaire jusqu'à la récente crise des Subprimes. Depuis, beaucoup d'économistes ont étudié ce phénomène tant du point de vue théorique qu'empirique. Ces derniers n'arrivent pas à s'accorder sur le concept de la contagion, Rigobon (2001) affirme : «*paradoxically, ...there is no accordance on what contagion means* » ou encore : «*... there is no consensus on exactly what conctitutes contagion or how it should be defined* ».

1.1. Définition de la contagion

Calvo et Reinhart (1996) analysent la contagion comme étant «*la transmission d'une crise à un pays particulier à cause de son interdépendance réelle et financière avec le(s) pays déjà en crise* »

Eichengreen et al. (1996) déterminent la contagion comme «*un effet systémique sur la probabilité d'une attaque spéculative provenant d'attaques sur d'autres monnaies, et qui est de ce fait un effet additionnel à ceux des fondamentaux domestiques* »

Park et Song (2001) définissent la contagion comme «*la propagation des troubles financiers d'un pays à un autre. Elle est observée à travers le Co-mouvement excessif des variables financières (telles que les taux de change, les cours boursiers et les taux d'intérêt) d'un groupe de pays pendant une crise financier* »

Une autre définition explique que la contagion analyse les crises qui ne sont pas expliquées par les liens réels entre les économies, où Fratzscher (1999) définit «*la contagion*

¹⁵Par exemple, selon eux, l'impact d'un crash de la bourse américaine sur la bourse mexicaine est considéré comme un effet de contagion

est la transmission d'une crise, qui n'est pas causée par les fondamentaux du pays affecté au second plan (bien que la transmission a un impact sur les fondamentaux du pays ex post de facto), mais par sa proximité au pays initialement affecté.»

Forbes et Rigobon (2001) se basent sur ces dernières définitions, et conçoivent leur propre définition qui est beaucoup utilisée dans les tests de la contagion : « *La contagion est définie comme une augmentation significative dans les liens entre les marchés, après la réalisation d'un choc sur un pays ou un groupe de pays* »

Favero et Giavazzi, 2002 définissent la contagion comme « *un changement de la manière de la transmission des chocs entre les pays* ». Kaminsky et Schmukler (1999) définissent la contagion comme « une propagation de l'humeur des investisseurs ». Réside et Gochoco-Bautista (1999) définissent la contagion comme les « *spillover effects* » de troubles domestiques aux environs ou aux économies affiliées.

Ainsi, il n'existe pas malgré l'abondance de la littérature de consensus pour la définition exacte et ainsi pour l'identification de la contagion. Toutefois, l'évolution de la définition pourrait être marquée par deux phases importantes : la première fait référence à la notion de contagion dans son sens large, c'est-à-dire qu'il suffit qu'il y ait la transmission de crise pour identifier la contagion quel que soit le canal de transmission ; la seconde met en évidence la contagion dans son sens strict qui cherche à distinguer les canaux de transmission existants indépendamment de la crise de ceux dont l'existence et l'activité sont conditionnées par la crise

1.2. Les théories sur la contagion

Les littératures économiques sur les crises mettent en évidence l'existence de deux principales théories sur la transmission d'une crise débutant dans un pays vers le reste du monde. D'une part, on a celle qui montre l'existence d'un phénomène de contagion pendant une crise particulière, on parle de la théorie de contagion contingente qui préconise la transmission des chocs par la crise elle-même (Kaminsky et Reinhart 1999). D'autre part, il y a celle qui remet en cause cet existence en expliquant la transmission des chocs par les interdépendances normaux entre les pays c'est la théorie de contagion non contingente où la propagation des chocs est indépendante de la crise (Forbes et Rigobon, 2002, Billio et Pelizzon, 2003).

1.2.1. Contagion pure ou théorie contingente aux crises

Ce premier type de contagion utilise la notion d'équilibre multiple pour expliquer la transmission des crises : une crise dans un pays va être utilisée comme un « sunspot signal » pour d'autres pays (Masson 1998). En effet, Masson (1998) évoque le mécanisme de l'effet de mousson selon lequel un choc commun (augmentation du taux d'intérêt, baisse de la demande, contraction des capitaux etc.) pourrait affecter les fondamentaux de plusieurs économies qui connaissent à la suite la crise. Il définit la contagion comme « *un phénomène incluant des changements dans les anticipations du marché, qui n'est pas expliqué par la bifurcation dans les fondamentaux macroéconomiques* » (Masson, 1999).

Ce type de contagion atteste qu'une crise qui survient dans un premier pays affecte ou change les prévisions des investisseurs dans le deuxième pays, puis déstabilise l'équilibre économique de ce dernier et provoque une crise. Cette théorie explique le fait qu'il y ait plusieurs crises en même temps et aussi les attaques spéculatives qui peuvent avoir lieu contre des économies qui sont en principe en bonne santé (Radelet, Sachs et Velasco).

Masson (1999) juge qu'une variable exogène est corrélée entre un ensemble de pays, et peut déclencher plusieurs crises de manière simultanée dans des différents pays et cela isolément de leurs caractéristiques fondamentales qui sont dans une zone d'équilibre multiple. Donc l'étude de Masson (1999) montre qu'une crise dans un pays, formant une variable exogène, peut combiner les anticipations des acteurs avec les attaques spéculatives en les conduisant vers le mauvais équilibre. L'appellation « contagion pure » montre que cette contagion n'est pas expliquée ni par des interdépendances avec le pays originaire de la crise, ni par des problèmes de fondamentaux du pays contaminé (Masson, 1999). Masson (1999) affirme que durant les périodes de crises, la transmission des chocs se fait par un changement des anticipations des investisseurs et non par des liens réels.

Masson (1999), donne trois explications de la contagion pure : La première est celle des modèles de « *wake-up-call* » qui stipulent qu'une crise dans un pays n'est qu'un signal d'alarme (*wake-up-call*) qui mène les marchés financiers du reste du monde à réexaminer leurs données fondamentales. La deuxième analyse le rôle de l'asymétrie d'information et de l'hétérogénéité des investisseurs face à une crise dans le reste du monde. La dernière explication est donnée à travers le facteur risque qui joue un rôle important dans le rééquilibrage des portefeuilles.

1.2.1.1. Les modèles « wake-up-call »

Goldestein (1998) est à l'origine de l'hypothèse du « wake-up-call » qui explique les nouvelles informations issue d'une crise dans un pays est à l'origine du mécanisme de polarisation des anticipations sur le mauvais équilibre avec attaque spéculatives. C'est à dire, cette crise conduit à une prise de conscience soudaine et partage la mauvaise santé des fondamentaux des autres pays. Ensuite, les pays qui ont des fondamentaux faibles risquent de d'avoir des effets de contagion dus à un changement d'opinion du marché.

Par ailleurs, Chang et Majnoni (2002) démontrent que la réalisation de la contagion est due à des anticipations auto-réalisatrices accompagnées par une défaillance dans les fondamentaux. Et que l'apparition d'une crise dépend des croyances des investisseurs qui sont rattachés à des fondamentaux. Etant donné que ces derniers sont exogènes pour tous les pays, ce qui provoque des crises contagieuses liées aux anticipations. Ainsi, la contamination est facilitée par la nouvelle rationalisation des investisseurs.

Les auteurs pensent que même dans le cas où les investisseurs ne sont pas en mesure de déterminer les causes de la première crise (crise par les fondamentaux ou crise par le mimétisme), leur anticipation se fait mimétiquement, ce qui engendre la contagion à « la Masson ».

1.2.1.2. Mimétisme et asymétrie d'information

Drazen (1999) avance que les modèles de comportement mimétique, sont importants dans le cas où les investisseurs n'ont pas les mêmes informations. En effet, quelques investisseurs particuliers se trouveront obligé de se retirer du marché financier à cause d'une crise dans un pays. Cette action est remarquée par tous les agents. Ainsi, face à cette asymétrie d'information, d'autres opérateurs se trouvent vont devoir adopter un comportement mimétique en suivant les croyances des autres. Cette explication reflète le mécanisme de la coordination, face à une crise ailleurs, qui mène à la contagion pure.

Calvo (1999) analyse le rôle de l'asymétrie de l'information dans le cas d'une crise dans le reste du monde. Généralement, la population comporte des spéculateurs informés et d'autres non informés. Ceux qui sont informés émettent des signaux qui ne sont pas reliés aux fondamentaux. Ces signaux sont représentés par les ventes des actifs pour des motifs qui ne sont pas en relation avec l'état des fondamentaux. Face à la crise, cette action est interprétée

par les spéculateurs non informés, comme un signal de la faiblesse dans les rendements futurs de ces pays, ce qui les conduit à réagir impulsivement en se retirant (Masson, 1999).

Le passage vers le mauvais équilibre est alors conduit par ces brusques retraits des investisseurs du reste du monde dû au comportement aveugle prétendant minimiser les pertes. Ainsi, ces pays sont contaminés par la contagion de la crise.

1.2.1.3. Risque et information incomplète

Dans le cadre de l'équilibre multiple et des anticipations auto-réalisatrices, Masson (1999) souligne, le rôle du risque comme un facteur clé permettant de comprendre la coordination des investisseurs suite à une crise dans un autre pays. De plus, les attaques spéculatives auto-réalisatrices sur la monnaie sont menées par le changement des croyances du marché au sujet de la prime du risque (Flood et Marion, 2000).

Choueiri (2002), en se basant sur l'étude de Flood et Marion (1996), analyse la contagion à travers la prime du risque : une augmentation des primes de risque relatives aux obligations est causée par la propagation d'une crise de change d'un pays à d'autres pays. Il pense que ce mécanisme de transmission est dû au comportement aveugle et non pas à la « contagion fondamentale ». De manière théorique, il considère des investisseurs internationaux voulant diversifier le risque, détenir des actifs dans plusieurs marchés émergents. Ainsi, dans l'incertitude, une crise dans un pays peut pousser ces investisseurs à rééquilibrer leurs portefeuilles en se retirant d'un autre marché dont les actifs sont libellés en une monnaie liée à la monnaie du pays originaire de la crise (Masson, 1999). Ce qui explique une augmentation de la prime du risque qui figure dans la fonction de rendement des actifs de ce marché, et déclenche un effet de contagion.

Goldestein et Pauzner (2004) en prenant comme point de départ les travaux de Morris et Shin (1998), ont permis de saisir explicitement la « mécanique » de la contagion pure. Ils ont analysé le rôle de l'information incomplète sur l'état des fondamentaux qui influence d'une manière significative le comportement stratégique des investisseurs internationaux. En effet, l'insertion d'une incertitude sur l'état des fondamentaux éloigne de la situation d'équilibres car la réalisation d'une crise dans un pays réduit les gains des investisseurs et les rend plus averse au risque, ce qui diminue la motivation d'investir dans le deuxième pays puisque cela expose à un risque stratégique accompagné par l'ignorance du comportement des autres agents (Masson, 1999). Un investisseur peut avoir plus de rendement s'il maintient ses actions dans le 2ème pays à condition que les autres investisseurs maintiennent aussi leurs actions. Par ailleurs, si

une coordination vers le mauvais équilibre avec attaques spéculatives se réalise, la probabilité de l'occurrence d'une crise dans ce 2ème pays va augmenter (Goldestein et Pauzner, 2004).

1.2.2. Contagion fondamentale ou théorie non contingente aux crises

Le travail de Masson (1999) présenté précédemment, a mis d'une part l'accent sur la complémentarité de la contagion auto-réalisatrice (contagion pure) et les fondamentaux et a montré d'autre part la présence des autres mécanismes de propagation des crises financières comme la contamination à travers une dévaluation ou un choc commun. Forbes et Rigobon (2001) ajoutent à ces deux derniers vecteurs le canal des liens financiers

Selon Kaminsky et Reinhart (2000), il existe une interdépendance entre les pays permettant la transmission des chocs. Cette interdépendance véhicule les crises de manière régionale mais également mondiale, et ce à travers des liens commerciaux ou financiers. La transmission de la crise d'un pays à un autre tendrait à s'opérer par l'effet d'interdépendance, c'est-à-dire selon des mécanismes qui ne dépendent pas des caractéristiques fondamentales des économies affectées (Brana et Lahet, 2005). Dans les pays affectés par ce type de contagion, ce n'est pas la vulnérabilité de l'économie qui provoquerait la crise mais c'est la transmission de la crise qui dégraderait les fondamentaux des pays contaminés (Kaminsky et Reinhart, 2000).

Dès lors, les mécanismes d'interdépendance ou de contagion fondamentale, traitent des chocs macroéconomiques communs dont leurs répercussions se situent à l'échelle globale et des chocs locaux d'un pays à un autre pays voisin, transmis à travers les liens commerciaux, le marché tiers et les liens financiers. Ces liens ou canaux de transmission des crises seront approfondies dans la sous-section suivante.

2. Les principaux canaux de transmission des crises financières

Selon Boivin et al. (2010), l'analyse des canaux de transmission est l'un des champs les plus étudiés en économie financière.

2.1. Le canal du crédit bancaire

Les recherches de Bernanke et Blinder (1988) et Bernanke et Gertler (1995, 1996) ont mis en relief les imperfections des marchés financiers qui proviennent des asymétries informationnelles et stimulent l'accroissement et la transmission des chocs monétaires, réels et financiers. En fait, le canal du crédit bancaire est composé de différents outils à savoir la prime de financement externe, le rationnement de l'offre de crédit et les ratios prudentiels qui amènent à des phénomènes d'amplification financière (Bernanke et Blinder, 1988). Dans le modèle de

l'accélérateur financier, les emprunteurs subissent une prime de financement externe dont le coût augmente lorsque les asymétries d'information sont élevées et diminue avec leur richesse nette (Bernanke et Gertler, 1995). Dans ce cas, tout choc financier, monétaire ou réel qui se manifeste par un durcissement des conditions financières et un accroissement de la prime de financement externe détériore automatiquement la situation financière des agents et relâche les perspectives de croissance future (Brana et Lahet, 2005). L'accélérateur financier est donc un vecteur important par lequel le choc influencera la sphère réelle par une dégradation de l'investissement et de la consommation qui dépasse les effets associés à la richesse et au coût de capital (Bernanke et Gertler, 1996).

Le choc de la crise actuelle a amplifié l'inquiétude envers le risque de «credit crunch», c'est-à-dire de rationnement de crédit, qui a engendré le blocage du marché interbancaire ainsi que l'affaiblissement des activités de titrisation. Selon Altunbas et al. (2007), la titrisation a diminué la portée du canal de crédit en ajoutant une source alternative de liquidité aux banques et en les autorisant de se soustraire aux exigences des fonds propres. En effet, ce canal sera réactivé si les opportunités de titrisation se réduisent brusquement et les banques trouvent d'autres sources de financement.

Enfin, les établissements de crédit suite à un choc financier ont la possibilité de choisir entre la diminution de leur exposition aux risques (amélioration de la qualité de leurs actifs) en restreignant leur offre de crédit ou en accroissant la quantité de leurs fonds propres pour satisfaire les ratios prudentiels. Dans ce cadre, le canal de crédit sera renforcé lorsque les chocs sur le capital bancaire conduisent les banques à diminuer leur offre de crédit car elles sont entravées par des exigences règlementaires en fonds propres (Peek et Rosengren, 1995).

2.2. Le canal du taux d'intérêt

Selon Mishkin (1995, 1996), le canal du taux d'intérêt ou de coût du capital ne se manifeste qu'à travers deux conditions, il s'agit d'abord du taux d'intérêt réel et non pas nominal qui stimule les décisions d'investissement des entreprises et des ménages dans un cadre de rigidité des prix et des salaires. En effet, la baisse du taux d'intérêt réel entraîne la chute du coût de l'emprunt et par conséquent elle augmente l'investissement des entreprises et des ménages (logement et acquisition des biens durables) ce qui provoque la demande globale et la production (Hayek, 1928). Compte tenu du fait que c'est le taux d'intérêt à long terme et non pas à court terme qui dirige les décisions des agents non financiers, il est nécessaire que la valeur du taux d'intérêt réel à long terme corresponde à chaque modification sur le taux d'intérêt

à court terme. En général, le taux d'intérêt réel constitue un outil puissant pour les banques centrales à stimuler la production de l'économie, puisque chaque nouvelle diminution du taux d'intérêt nominal (très proche de zéro) provoque un regain d'inflation anticipée (c.à.d. anticipations déflationnistes) et une baisse du taux d'intérêt réel qui encourage l'investissement des entreprises notamment des ménages et accélère la machine productive Mishkin (1996).

2.3. Le canal des effets de richesse

Théoriquement, l'effet de richesse est conçu comme étant le revenu permanent des ménages (selon la thèse de Friedman). En effet, l'individu a une richesse initiale qui est composée de l'ensemble de ses revenus salariaux, de son patrimoine financier (actions et/ou obligations) et non financier (immobilier). Cette richesse dégage son revenu permanent qui est la moyenne actualisée de ses revenus présents et futurs anticipés. Or, tout choc a un effet négatif sur la richesse du ménage qui abaisse son revenu permanent et par la suite sa consommation. Si ce choc négatif est momentané¹⁶, l'influence sur la consommation sera elle-même momentanée et aura un faible effet à cause de l'actualisation des flux financiers présents et futurs. Mais si le choc est permanent¹⁷, l'effet sur le revenu permanent sera grand et sur la consommation durable. Empiriquement, l'utilisation des effets de richesse pour expliquer la consommation des agents non financiers a été insuffisante pour la plupart des pays sauf les Etats-Unis et le Royaume-Unis à cause de plusieurs divergences dans la composition de la richesse des individus comme la part des placements financiers, la part des dettes, la part des dépenses etc. dans la richesse (Braham, 2015).

2.4. Le canal du choc et de l'incertitude

Dans un environnement risqué et régi par l'incertitude, les entreprises et les ménages doivent prendre leurs décisions d'investissement et de consommation, ce qui implique des comportements opportunistes. En période de crise, l'incertitude augmente la précaution des agents non financiers ce qui favorise l'épargne au dépend de la consommation et de l'investissement. En raison de l'irréversibilité des dépenses d'investissement et des coûts d'installation du capital élevés en cas d'engagement, la décision d'investir devient semblable à l'exercice d'une option (Pyndik, 1988).

En effet, la firme n'investit que dans le moment opportun et rentable c'est-à-dire lorsque les gains sont supérieurs aux coûts d'installation du capital. Or, le prix implicite de l'option

¹⁶ Exemple : baisse de prix des actions

¹⁷ Exemple : éclatement de bulles sur le marché mobilier ou immobilier

augmente avec la volatilité des risques sur les marchés et l'incertitude globale quant à la situation macroéconomique d'un pays. La crise financière internationale a entravé le commerce et la demande mondiale dans les économies avancées et en même temps a entraîné la baisse des exportations des pays émergents et en développement. La plupart des économies émergentes sont particulièrement sensibles aux fluctuations du commerce mondial puisque leurs activités économiques sont fortement attachées aux exportations. C'est le cas des pays asiatiques spécialisés dans la production manufacturière dont les exportations ont été gravement affectées par le canal commercial (Allegret, 2010).

Nous avons pu voir les différentes théories avancées par quelques auteurs sur l'impact de la libéralisation financière et du développement qui s'en est suivi sur l'économie nationale et internationale. L'occurrence des crises financières sur les différentes économies du monde prouve l'instabilité financière qui règne, notamment dans les pays émergents et développés. Ces crises ne sont pas isolées, elles se propagent au reste du monde à travers les différents canaux de transmission. Etant donné les liens qui existent entre les pays – liens financiers et liens commerciaux – la propagation des crises financières sont beaucoup plus véloce. Ces liens semblent véhiculer les chocs à travers les canaux de transmissions, qui mettent également certains pays dans une situation de crise. Toutefois, certains pays se trouvent être épargnées par ces phénomènes de contagion financières, ce qui nous incite à étudier la vulnérabilité ou non d'une économie face à ces crise dans la partie suivante.

Partie II : Etude empirique du phénomène de contagion : cas de Madagascar

Les phénomènes de contagion touchent certains pays par contre n'en touchent pas d'autres. Ainsi, certains pays se trouvent être vulnérables que d'autres. Cette partie a pour objectif d'étudier la vulnérabilité d'une économie face aux phénomènes de contagion, où nous étudierons particulièrement le cas de Madagascar. Dans un premier temps, nous allons voir un bref aperçu de l'état des lieux du système financier malgache où nous pourrions analyser ses différentes caractéristiques du système financier et son évolution au fil du temps. Dans un second temps, nous présenterons le modèle VAR qui nous permettra, dans le dernier chapitre, de mieux appréhender la situation de Madagascar face aux phénomènes de contagion financière qui nous permettra de répondre à notre problématique et à valider nos hypothèses à travers les interprétations des résultats du modèle et finalement faire un retour d'expérience sur ce qui a été vu dans notre étude par rapport à ceux effectués pas d'autres auteurs.

Chapitre I : Historique et état des lieux du système financier malgache

Afin de mieux appréhender la situation de l'économie malgache face aux phénomènes de contagion, ce chapitre est dédié à la présentation de son système financier. Ce qui nous amène alors à analyser l'état des lieux à travers les historiques du système financier malgache. Dans une première section, nous aborderons ses différentes caractéristiques du système financier malgache, et dans la seconde section, son développement au fil du temps.

Section I : Etat du système financier malgache

Généralement, quand on parle de système financier, notamment à Madagascar, il s'agirait plus du secteur bancaire, les banques et les établissements financiers représentent 96,7% des actifs du secteur à fin 2008 (CSBF, 2008). En effet, le système financier malgache est largement dominé par le secteur bancaire. Ainsi, dans un premier temps on abordera l'histoire du système financier qui s'appuierait davantage sur l'évolution du secteur bancaire du pays ; puis nous analyserons la structure du système financier et finalement la solidité des institutions financières.

1. Histoire du système financier malgache depuis 1960

Selon la BCM, la première banque d'émission malgache appelée « Banque de Madagascar » fut créée par une loi du 22 décembre 1925 fut, à laquelle fut confié le privilège d'émission de billets et de monnaies sur le territoire de Madagascar. Plus tard le 10 mars 1962, la Banque de Madagascar et des Comores s'est substituée à la Banque de Madagascar dans l'émission du Franc est devenue en 1945 le Franc de la Communauté Financière Africaine (Franc CFA).

Depuis l'accession du pays à l'indépendance, en 1960, d'autres banques ont fait leur apparition sur le territoire malgache. L'Institut d'Emission Malgache fut créé le 18 Mai 1962, laquelle assura dans le cadre de la zone franc l'émission du Franc CFA. A compter du 1^{er} juillet 1963, le Franc Malgache a remplacé le Franc CFA (décret N°63-397 Bis du 30 Juin 1963). Ainsi, les premiers FMG furent émis en 1964.

Le tableau ci-après résume l'évolution du secteur bancaire depuis 1960 jusqu'à nos jours :

Tableau 2 : Evolution du système bancaire à Madagascar

Période	Système bancaire	Observations
1960-1972	- BMEC - BNCI-OI - BFC - BNMD	-Absence d'une réelle indépendance politique et économique du pays. -Appartenance à la zone Franc
1973-1987	- BNCI-OI - BNI - BTM	-Politique autocentrée encadrée par la Charte de la Révolution Socialiste -Augmentation des dépenses publiques -Nationalisation des banques -Expansions des créances douteuses des banques
1988-1993	- BFV - BNI - BMOI (1988) - UCB (1992)	-Début 1980: Première phase du PAS -Assainissement des portefeuilles de crédit et libéralisation du secteur bancaire -Début 1990: Réduction de participation de l'Etat dans le secteur bancaire
1994-2002	Nouvelles banques - SBM (1998) -BOA (1999)	-DCPE (1996-1999) et DSRP (1997-2001) Deuxième phase d'ajustement structurel: ouverture extérieure en favorisant les exportations, incitations des investissements étrangers -Désengagement de l'Etat du secteur bancaire (BFV, BNI, BTM)
2002-2009	-MCB (2007) - BICM (2003) - Accès Bank Madagascar (2007)	-DSRP (2003) Susciter et promouvoir une croissance économique à base élargie -MAP: Réformer le système bancaire et financier -Créer un environnement favorable au développement du secteur privé
Situation actuelle	11 banques commerciales	PND : Préservation de la stabilité macroéconomique et appui au développement

Source : RANDRIAMANAMPISOA, Conférence 2016

2. Structure du système financier

De manière générale, le système financier prend en compte les marchés financiers et les institutions financières ainsi que les infrastructures y afférentes. Toutefois, le système financier à Madagascar est peu diversifié et de taille modeste. Le système financier à Madagascar comprend : (i) les marchés financiers, (ii) les intermédiaires financiers et (iii) les infrastructures financières. Les marchés financiers sont limités au marché monétaire, au marché interbancaire de liquidités et au marché interbancaire de devises étrangères (BCM, 2013).

(i) Les marchés financiers comprennent uniquement un marché monétaire de dette publique, un marché interbancaire de liquidités et de devises étrangères (BCM, 2015).

(ii) Les intermédiaires financiers regroupent le secteur bancaire (11 banques territoriales), les IMF (23 institutions), les autres institutions collectrices de dépôts (1 société), le secteur des assurances (4 compagnies et une mutuelle d'assurances), le secteur des pensions de retraite (3 caisses de pension publiques et un fonds de pension privé), et les autres sociétés financières (3 établissements financiers non collecteurs de dépôts) (BCM, 2015).

(iii) Les infrastructures financières ont deux composantes : les systèmes de paiement (télécompensation et RTGS), et les différents textes réglementaires et légaux qui régissent le système financier (BCM, 2015).

Tableau 3 : Structure du secteur financier de Madagascar

	2004			2010			2015		
	Nbr	Assets ¹⁸	% du PIB	Nbr	Assets	% du PIB	Nbr	Assets	% du PIB
Institution collectrices de dépôts	14	2399	29.0	38	5173	28.3	38	8091	28.3
Banques	7	1994	25.0	10	4,523	24.8	11	7,010	23.5
Micro-finance	5	165	1.0	26	184	1.0	25	401	1.4
Caisse d'épargne	1	135	1.7	1	245	1.3	1	329	1.2
Poste	1	105	1.3	1	221	1.2	1	351	1.2
Autres institutions financières	5	267	3.3	12	961	5.2	16	1800	6.5
Etablissements financiers	1	3	0.0	7	36	0.1	3	32	0.1
Compagnies d'assurance	2	159	2.0	3	508	2.8	5	705	2.5
Fonds de retraite	2	105	1.3	1	417	2.3	1	728	2.5
Fonds d'investissement							7	335	1.4
Total	19	2666	32.3	50	6134	33.5	54	9891	34.8

Source : FMI, juin 2016

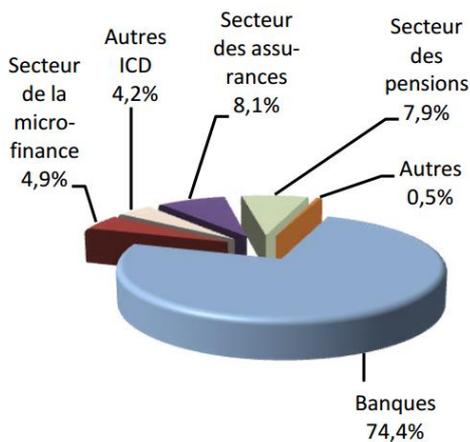
¹⁸ En milliards d'Ariary

La structure du système financier malgache a connu une évolution de 2004 à 2015. En effet, la structure a connu un certain développement, de 19 institutions en 2004 à 54 institutions en 2015. De même qu'il a connu l'apparition des fonds d'investissement en 2015. Par ailleurs, la contribution du secteur financier au PIB n'a pas connu un grand succès, de 2004 à 2015 son apport a varié de 2,5%. Par contre, l'actif de chaque institution a considérablement haussé. Fort est de constater que le secteur bancaire tient une place capitale dans ce système, en 2004 l'apport de l'actif bancaire au PIB représente 74,79% du total du secteur financier. En 2010, cet actif bancaire a connu une légère baisse.

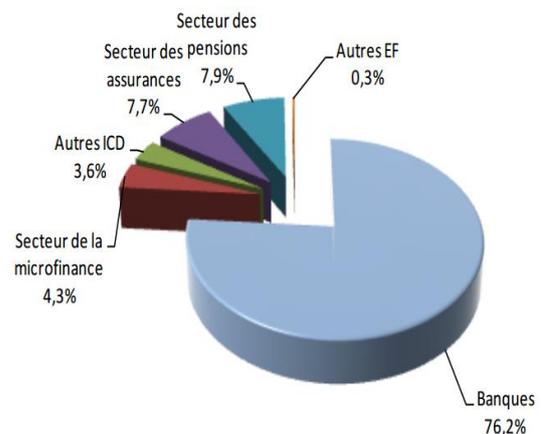
Quant à l'émergence des institutions de microfinance (IMF) à Madagascar, cela remonte à la fin des années '80, les premières créations se situant entre 1990 - 1995. Il faut signaler que la microfinance à Madagascar a d'abord été rurale. En effet, les microfinances sont au nombre de 25 en 2015, contre 5 en 2004 (Adéchoubou et Woodfin, 2003). Le secteur de la microfinance a atteint des taux de pénétration relativement élevés concernant les services de dépôts mais l'accès aux services de crédit et de paiement reste limité à cause, en partie, de la segmentation entre les composantes bancaires et non bancaires du système financier. Ces implantations massives sont notamment motivées par les insuffisances et défaillances du secteur bancaire vis-à-vis des zones rurales, et se sont finalement étendues sur tout le territoire malgache.

D'autant plus Madagascar n'a pas de marché boursier et le marché obligataire ne finance que l'Etat (RANDRIAMANAMPISOA, 2016). Ainsi, le secteur financier malgache se résume à une structure archaïque et primitive.

Figure 4: Evolution de la structure financière de 2013-2015



Source : BCM, 2013



Source : BCM, 2015

On constate que le système financier malgache n'a pas connu de changement majeur dans sa structure depuis 2013. Le secteur bancaire est resté prédominant dans le système financier. Déjà en 2013, le secteur bancaire a représenté 74,4% du total de l'actif du secteur financier, puis 76,2 % en 2015. Il a été composé de 10 banques étrangères et d'une banque locale. Les 4 plus grandes banques ont détenu 87 % du total des actifs du secteur bancaire et ont collecté 88,8% des dépôts. Par ailleurs, l'intermédiation financière est un secteur dominé par les banques, le marché financier reste peu profond. Sur le marché des BTA, le secteur bancaire a été le principal souscripteur de BTA. Quant au secteur non bancaire, les secteurs des assurances, des pensions et des marchés de capitaux restent marginaux à Madagascar.

3. Solidité et stabilité des institutions financières

La structure financière malgache est notamment dominée par le secteur bancaire. Nous allons ainsi voir sa solidité et sa stabilité.

3.1. La solidité des institutions financières

Un système financier est considéré comme solide lorsqu'il arrive à fournir des services financiers tout en ayant la capacité d'absorber des chocs imprévus, grâce à une gestion efficace des risques de crédit, de liquidité ou opérationnels (BCM, 2015).

Les indicateurs de solidité financière (ISF) laissent penser que l'ensemble du secteur bancaire devrait être robuste face aux fluctuations économiques normales (tableau 2). En effet, Le ratio de solvabilité est adéquat en termes absolus et les fonds propres semblent être, pour leur plus grande part, de haute qualité. De plus, le secteur bancaire affiche une bonne rentabilité en raison d'écart élevés entre les taux débiteurs et créditeurs, du revenu substantiel tiré des commissions et des gains de réévaluation sur les positions longues en devises, mais certaines banques peuvent à peine couvrir leurs coûts et ont parfois encouru des pertes.

La solidité du secteur financier – plus précisément le secteur bancaire – de Madagascar est principalement dû à la participation étrangère au capital des banques. Toutefois, le secteur peut être exposé à d'éventuel risque dans la mesure où la société mère venait à éprouver des difficultés. Les filiales peuvent normalement compter sur le soutien de leur société mère lorsqu'elles sont soumises à des tensions dues à la détérioration des conditions économiques intérieures. Un grand nombre de banques malgaches ont des ressources excédentaires qu'elles placent auprès de leur société mère. En conséquence, elles ne sont pas vulnérables face à un retrait soudain de fonds extérieurs. Cependant, si une société mère fait l'objet d'une

intervention, la banque correspondante siégeant à Madagascar pourrait subir de grosses pertes, néanmoins le risque ne concerne pas tout le secteur, s'agit d'une vulnérabilité idiosyncratique (FMI, 2016).

Quant aux institutions financières non bancaires, le secteur des IMF est liquide, sa capitalisation est adéquate et ses provisions sont suffisantes, en dépit de la présence de quelques faibles institutions. En ce qui concerne les compagnies assurances, leurs comptes font apparaître de hautes marges de solvabilité, mais l'évaluation de certains investissements est contestable, la rentabilité est peu élevée et l'efficacité opérationnelle est faible (Cf. annexe tableau A3). Les principales institutions d'épargne — CNAPS, CEM et système d'épargne postale — prennent des décisions d'investissement qui paraissent, à des degrés divers, peu judicieuses, ne constituent pas suffisamment de provisions et présentent des déficiences opérationnelles (FMI, 2016).

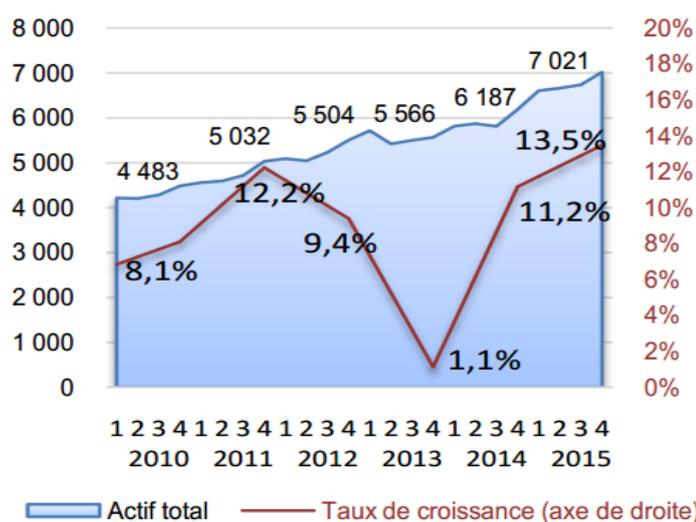
Ainsi, le secteur financier, étant dominé par le secteur bancaire est composé de banques appartenant à des groupes étrangers dotés de solidité financière. La solidité du secteur financier peut se résumer par sa résilience, son aptitude à contenir les risques systémiques, la liquidité du secteur bancaire et le dynamisme de ce dernier.

3.2. La stabilité des institutions financières

La stabilité financière est évaluée par l'aptitude de ce système à accomplir ses fonctions et rôles économiques clés, sans défaillance significative, sans défauts en cascades, ni d'impacts systémiques défavorables. Elle est aussi jugée à travers ses capacités à résister aux chocs endogènes et exogènes, à faciliter le suivi, la valorisation et la gestion des risques et à promouvoir la confiance des agents économiques. L'évaluation de la stabilité financière inclut également l'analyse de l'environnement économique tant international que national dans lequel évolue le secteur financier (BCM, 2015).

En fin 2015, le secteur bancaire a poursuivi sa progression soutenue. Aucun changement majeur n'a été observé dans la structure du secteur. Le secteur est demeuré suffisamment capitalisé, liquide et rentable (Cf. Annexe Tableau A3). La qualité des actifs s'est sensiblement améliorée malgré un niveau de Créances Douteuses et Litigieuses (CDL) relativement élevé. La situation financière du secteur bancaire devrait rester solide et saine dans un avenir prévisible (BCM, 2015).

Figure 5 : Evolution de l'actif total du secteur bancaire de 2010-2015



Source : BCM, 2015

En 2015, l'actif total du secteur bancaire a continué de croître à un rythme supérieur à celui enregistré ces cinq dernières années. Il est passé à 7 021 milliards d'Ariary en 2015 contre 6 187 milliards d'Ariary en 2014, soit une hausse nominale de 13,5%. Rapporté au PIB, une tendance à la hausse a été observée.

Par ailleurs, basés sur les informations à fin juin 2016, les résultats des études menées par le FMI montrent que, dans l'ensemble, le secteur bancaire semble présenter une résistance raisonnable aux chocs exogènes sur l'environnement macroéconomique et aux accroissements importants des risques de crédit, de liquidité et opérationnels sur le court terme (FMI, 2016).

Cependant, on peut constater que les facteurs d'atténuation des risques sont faibles. Le contrôle prudentiel est généralement irrégulier et les problèmes de gouvernance du système judiciaire rendent difficiles l'exécution des contrats et le recouvrement des créances. Il se pourrait ainsi que certaines banques ne gèrent pas bien le risque de crédit et voient leurs pertes sur prêts augmenter brusquement si la conjoncture se détériore. La rentabilité actuelle du secteur bancaire peut conduire à un assouplissement des critères de prêt et à une sur-expansion. En cas de tensions généralisées, la BCM et l'État n'ont guère de moyens de préserver la stabilité du système financier ou d'agir rapidement face à la détérioration de la situation de telle ou telle banque (FMI, 2016).

Section II : Le développement du secteur financier malgache

1. Développement du système financier et gestion des risques à Madagascar

1.1. Développement financier

L'année 2008 a été marquée au plan international par la crise bancaire et financière qui a culminé au dernier trimestre avec la faillite de la banque Lehman Brothers. Avec la paralysie des marchés financiers et l'assèchement des liquidités qui en ont découlé, la crise s'est étendue au secteur réel, l'année s'achevant alors sur un climat de récession mondiale. Le secteur bancaire malgache n'a pas été véritablement affecté par le phénomène, ayant été quelque peu préservé par ses caractéristiques plutôt traditionnelles, loin des turbulences des marchés financiers internationaux (BCM, 2009).

En 2009, le système financier à Madagascar se trouve encore à un stade embryonnaire. En effet, La masse monétaire (M2) ne représente que 19,1 % du PIB par rapport à une moyenne de 30,9 % en Afrique subsaharienne (ASS), tandis que le crédit au secteur privé n'atteint que 10,9 % du PIB (Ouattara, 2011).

En 2013, l'actif du secteur financier représente 31,6% du PIB. Les institutions financières sont dominées par le secteur bancaire, lui-même peu développé. Ce secteur demeure cependant bien capitalisé, rentable et liquide. L'actif du secteur bancaire représente 74,4% de l'ensemble de l'actif du système financier et son ratio de solvabilité avoisine les 15 %, largement supérieur au seuil minimum réglementaire de 8%. Les poids respectifs du secteur des assurances, du secteur de la microfinance, et du secteur des pensions, en termes d'actifs, d'acteurs et de bénéficiaires demeurent modiques. Par ailleurs, les marchés financiers se limitent aux marchés de court terme que sont le marché monétaire, le marché interbancaire et le marché de changes (BCM, 2013).

Du côté juridique, l'amélioration de l'efficacité et de l'intégrité du système judiciaire est d'une importance cruciale pour le développement de l'intermédiation financière et la stabilité financière. La législation sur le crédit et la faillite est dans l'ensemble acceptable. Cependant, son application est lente et erratique. Les décisions de justice sont pour la plupart incohérentes et mal fondées que de nombreuses parties prenantes ont perdu confiance dans le système judiciaire. Notamment, les prêteurs ne peuvent pas connaître les délais d'application, coûts ou résultats des procédures visant à assurer le règlement d'une créance. Aussi, limitent-ils en grande partie leurs apports de crédit aux emprunteurs. De plus, les garanties et sûretés sont moins utilisées à Madagascar que dans le reste de la région car il est difficile d'en assurer la

réalisation. Les prêteurs font face à des frais d'enregistrement élevés, à l'absence de titres négociables et à la difficulté de réaliser les garanties, même dans les cas les plus simples.

1.2. Gestion des risques systémiques

En l'état actuel des choses, le risque systémique¹⁹ à Madagascar devrait être contenu. Selon la FMI (2015), aucun secteur (état, foyers, entreprises ou secteur financier) ne semble très endetté. En effet, toutes les banques, sauf une²⁰, sont la propriété de grands groupes étrangers et financent principalement des besoins commerciaux à court terme.

Le risque systémique temporel²¹ devrait être limité puisque le système financier est limité, et ne peut donc fournir un effort de crédit tel qu'il aurait une incidence notable sur la croissance du PIB (la corrélation est faible). Ceci s'explique par la petite taille du secteur bancaire et le faible endettement. De plus, le secteur financier malgache ne connaît pas d'importantes entrées ou de sorties de capitaux qui sont généralement au cœur du risque systémique temporel.

De même, la plupart des risques systémiques transversaux semble négligeable. L'interconnexion entre les banques est faible du fait de la petite taille du marché interbancaire. Les risques découlant des vulnérabilités partagées sont néanmoins plus élevés du fait que de nombreuses banques ont le même type de clients (l'Etat et les grandes entreprises). De plus, l'interconnexion entre les banques et les autres entités financières, notamment les institutions de micro-financement, mérite d'être suivi de près. En effet, les banques possèdent ou refinancent les sociétés de micro-financement ce qui laisse penser que leurs difficultés pourraient se répercuter sur les banques (FMI, 2015).

En somme, le système financier malgache semble gérer les risques malgré certaines défaillances et imperfections du marché. Son archaïsme et sa simplicité semble être sa force à rester stable face aux éventuels risques systémiques. Le faible développement du système financier, dominé par le secteur bancaire, et l'interconnexion limitée entre les différentes

¹⁹ Par risque systémique on entend toute menace de perturbation des services financiers causée par une déficience d'une partie ou de l'ensemble du système financier, qui peut avoir des conséquences négatives graves pour l'économie réelle. C'est une forme d'externalité négative qui se produit lorsqu'une défaillance bancaire, le blocage des marchés ou un dysfonctionnement de l'infrastructure (le système de paiement, par exemple) peut avoir des conséquences négatives graves pour les participants du marché.

²⁰ Quand la BICM a connu la faillite, la CSBF a décidé de retirer l'agrément de la banque en 2014, suite à laquelle la banque a dû fermer ses portes.

²¹ La dimension temporelle désigne l'interaction entre l'accumulation de risques au fil du temps et le cycle macroéconomique : les établissements financiers et les emprunteurs peuvent s'endetter de façon excessive pendant la phase ascendante du cycle et avoir une aversion excessive pour le risque en cas de récession. Cela a pour effet d'amplifier l'alternance des périodes d'expansion et de repli de l'offre de crédit et de liquidité — et par extension des prix des actifs —, ce qui peut être dommageable pour l'économie réelle

institutions financières réduisent les risques systémiques. De plus, les restrictions en matière de réglementation de change, réduit la vulnérabilité du secteur vis-à-vis des facteurs de risques tant nationaux qu'internationaux.

2. La libéralisation financière à Madagascar

Le développement du secteur financier a été un des objectifs majeurs du Gouvernement malgache depuis le début des années 1990. D'abord, un processus de privatisation et de libéralisation du secteur avait été lancé, puis succédé par un objectif d'accroître l'accès à la finance rurale mentionné en 2006 dans le Madagascar Action Plan (MAP). La libéralisation fut ainsi amorcée avec le soutien du FMI et de la Banque mondiale, qui a permis d'introduire d'importantes améliorations au niveau financier et bancaire malgache. Depuis, le secteur financier classique est caractérisé par :

- une politique monétaire libéralisée (libéralisation du système de change notamment)
- un secteur bancaire entièrement libéralisé (privatisation des banques étatiques, installation de nouvelles banques...)
- une loi bancaire (Loi n° 95-030) réglementant l'activité sous la supervision de la CSBF. (Adéchoubou et Woodfin, 2003)

Plus récemment, une première version de la stratégie du secteur financier a été rédigée en octobre 2008 avec un financement de FIRST Initiative²² et sous la direction du Ministère des Finances. L'accent est mis sur l'amélioration de l'accès aux services financiers par : l'élargissement de la base des participants, des produits et instruments des marchés ; l'amélioration des infrastructures légales et financières ; et le renforcement de la supervision du secteur financier, surtout des institutions financières non bancaires, dont les assurances, les caisses privées de pension, les services financiers postaux et les institutions de microfinance. La mise en œuvre de la stratégie est ensuite appuyée par les partenaires techniques et financiers y compris la Banque mondiale. (Ouattara, 2011)

De ce fait, le secteur financier malgache a accédé à la libéralisation, se reflétant par un système de change flottant, des secteurs bancaires privatisés et un cadre juridique soutenant cette libéralisation. Toutefois, une collaboration entre l'Etat et les bailleurs de fonds ont été mise en place afin d'améliorer le système financier malgache.

²² L'initiative FIRST est la mise à disposition de fonds par plusieurs bailleurs de fonds auprès de la Banque mondiale qui les gère pour fournir de l'assistance technique en vue de promouvoir le renforcement du secteur financier.

Chapitre II : Test économétrique de la vulnérabilité de l'économie malgache face à la crise mondiale

Le but de cette étude est de répondre à la problématique posée dans l'introduction au préliminaire de notre ouvrage. Nous nous appuyerons pour cela sur le logiciel Eviews afin d'effectuer les différentes étapes de ce modèle. Dans notre étude, nous allons utiliser « l'analyse des séries temporelles » afin de montrer les déterminants rendant une économie vulnérable à la contagion d'une crise financière dans le reste du monde. Dans une première section de ce chapitre, nous allons présenter le modèle VAR ainsi que les différentes variables et dans une seconde section nous allons réaliser les différents tests du modèle.

Section I : Outils empiriques pour traiter la vulnérabilité à la contagion des crises

Cette section sera consacrée à une brève présentation des outils empiriques nécessaires au traitement de la vulnérabilité d'une économie à la contagion d'une crise financière survenant dans le reste du monde. Dans un premier temps, nous allons exposer le modèle VAR pour comprendre son utilité et ses spécificités. Dans un second temps, nous avancerons les différentes variables retenues pour effectuer le test empirique.

1. Présentation du modèle VAR

Les processus VAR(p) (Vector Auto Regressive) est une généralisation des processus AR (Auteurégressifs) au cas multivarié. Ils ont été introduits par Sims (1980), en réponse à la modélisation classique à plusieurs équations structurelles qui comportent des manques, telles que les restrictions a priori trop fortes sur les paramètres par rapport à ce que prédit la théorie ; l'absence de tests sérieux sur la structure causale et le traitement inadéquat des anticipations (Régis Bourbonnais, 2005). Sims (1980) a proposé une modélisation multivariée sans autre restriction a priori que le choix des variables sélectionnées et du nombre des retards. La modélisation VAR repose sur l'hypothèse selon laquelle l'évolution de l'économie est bien approchée par la description du comportement dynamique d'un vecteur de N variables dépendant linéairement du passé.

1.1. Définition

En considérant deux variables stationnaires X_{1t} et X_{2t} , chaque variable est en fonction de ses propres valeurs passées mais aussi des valeurs passées et présentes des autres variables. Supposons que l'on ait $p=4$ le modèle VAR (4) décrivant ces deux variables s'écrit :

$$\begin{cases} X_{1t} = a_1 + \sum_{i=1}^4 b_{1i} x_{1t-i} + \sum_{j=1}^4 c_{1j} x_{2t-j} - d_1 x_{2t} + \varepsilon_{1t} \\ X_{2t} = a_2 + \sum_{i=1}^4 b_{2i} x_{1t-i} + \sum_{j=1}^4 c_{2j} x_{2t-j} - d_1 x_{1t} + \varepsilon_{2t} \end{cases}$$

Où $\varepsilon_{1t}, \varepsilon_{2t}$: sont deux bruits blancs non corrélés

L'estimation de ce modèle implique 20 coefficients. Le nombre de paramètres à estimer augmente rapidement avec le nombre de retards, PN^2 où P est le nombre de retards et N le nombre de variables du modèle.

Sous forme matricielle, ce modèle s'écrit :

$$B X_t = \varphi_0 + \sum_{i=1}^4 \varphi_1 x_{t-i} - \varepsilon_t$$

$$\text{Où } B = \begin{pmatrix} 1 & d_2 \\ d_1 & 1 \end{pmatrix}; X_t = \begin{pmatrix} x_{1t} \\ x_{2t} \end{pmatrix}; \varphi_0 = \begin{pmatrix} a_1 \\ b_2 \end{pmatrix}; \varphi_1 = \begin{pmatrix} d_{1i} & c_{1i} \\ d_{2i} & c_{2i} \end{pmatrix}; \varepsilon_t = \begin{pmatrix} \varepsilon_{1t} \\ \varepsilon_{2t} \end{pmatrix}$$

Généralement, X_t contient N variables et pour un ordre de retards p quelconque, l'écriture usuelle du modèle VAR(p) à N variables s'écrit sous forme matricielle :

$$X_t = \varphi_0 + \varphi_1 x_{t-1} + \varphi_2 x_{t-2} + \dots + \varphi_p x_{t-p} + \varepsilon_t$$

$$X_t = \begin{pmatrix} x_{1t} \\ x_{2t} \end{pmatrix}; \varepsilon_t = \begin{pmatrix} \varepsilon_{1t} \\ \vdots \\ \varepsilon_{Nt} \end{pmatrix}; \varphi_0 = \begin{pmatrix} a_{1p}^N \\ \vdots \\ a_N^0 \end{pmatrix}; \varphi_p = \begin{pmatrix} a_{1p}^1 & a_{1p}^2 & a_{1p}^N \\ a_{Np}^1 & a_{Np}^2 & a_{Np}^N \end{pmatrix}$$

1.2. Caractéristique du modèle VAR

Pour étudier les caractéristiques du modèle VAR, on va considérer le processus VAR(1) :

$$X_t = \varphi_0 + \varphi_1 x_{t-1} + \varepsilon_t$$

1.2.1. Espérance

$$E(X_t) = E(\varphi_0 + \varphi_1 x_{t-1} + \varepsilon_t)$$

Etant donné que nous avons ici un processus stationnaire, $E(X_t) = E(X_{t-1})$; de plus nous savons que $E(\varepsilon_t) = 0$

$$\text{Ainsi, } E(X_t) = (I - \varphi_1)^{-1} \varphi_0$$

1.2.2. Fonction d'autocovariance

En considérant le processus centré $Y_t = X_t - E(X_t)$

La matrice d'autocovariance d'ordre 1 s'écrit:

$$\gamma(1) = E[Y_t Y_{t-1}] = E[\varphi_1 Y_{t-1} + \varepsilon_t] = \varphi_1 E[Y_{t-1} Y_{t-1}] = \varphi_1 \gamma(0)$$

Où $\gamma(0) = \varphi_1 E[Y_t Y_{t-1}] + \sum \varepsilon$

Par récurrence, on peut déduire la matrice d'autocovariance d'ordre h d'un processus VAR(1) :

$$\gamma(h) = \varphi_1 \gamma_{h-1}; \forall h \geq 1$$

1.3. Justification du modèle VAR

Afin d'étudier la vulnérabilité économique d'un pays face à la crise internationale, l'estimation d'un modèle VAR simple nous permet de tester au sens de Granger les liens de causalité entre les variables retenues, puis nous analysons les fonctions de réponse impulsionnelles aux chocs et la décomposition de la variance des erreurs de prévisions pour analyser l'impact et l'amplitude d'un choc. En utilisant les données annuelles des indices de Madagascar sur la période 1990 à 2015.

Nous avons choisi d'utiliser le modèle VAR, pour étudier la vulnérabilité d'une économie face à des chocs financiers. Le modèle VAR est un outil économétrique suffisamment pertinent quand il s'agit d'étudier la relation dynamique entre plusieurs variables ; puisqu'il permet d'avoir peu de limitations sauf concernant le choix des variables sélectionnées et du nombre de retards. Il constitue également un système d'équations dans lequel chacune des variables est fonction de ses propres valeurs passées et celles des autres variables.

Le modèle VAR a le privilège d'être un outil économétrique très simple par le fait qu'on ne peut relever de distinction entre variables endogènes et variables exogènes ; toutes les variables étant considérées comme des endogènes. De plus, il est réputé pour son caractère dynamique, il a la capacité de capter et de mesurer l'interaction entre plusieurs variables. Cette caractéristique du modèle nous intéresse particulièrement dans notre étude. D'ailleurs, le choix en faveur d'un modèle VAR pour analyser la vulnérabilité à la transmission des chocs pour un pays repose en grande partie sur l'avantage que celui soit à la fois un outil économétrique opérationnel très simple et dynamique.

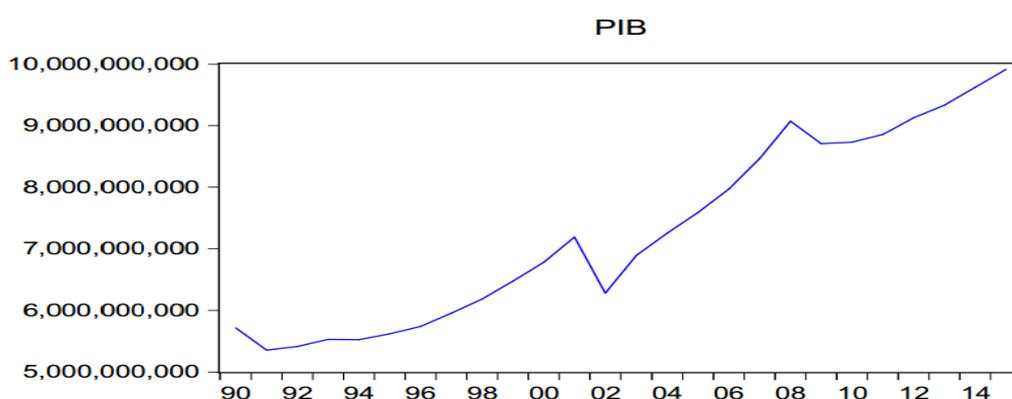
2. Les différentes variables

Les données utilisées dans cette étude proviennent de la Banque mondiale, qui a permis d'obtenir les données sur le produit intérieur brut réel, le taux d'intérêt réel, le taux de change et le crédit fourni au secteur privé.

2.1. La variable « PIB » :

Le choix de cette variable est justifié par le fait que celle-ci est une variable de flux permettant de mesurer la richesse créée par les activités de production. La dimension de la croissance est mesurée à travers l'évolution du PIB. Le PIB permet d'indiquer la situation de la sphère réelle du pays, une variable concrète qui mesure la production globale du pays.

Figure 6 : Evolution du PIB de Madagascar sur la période 1990-2015

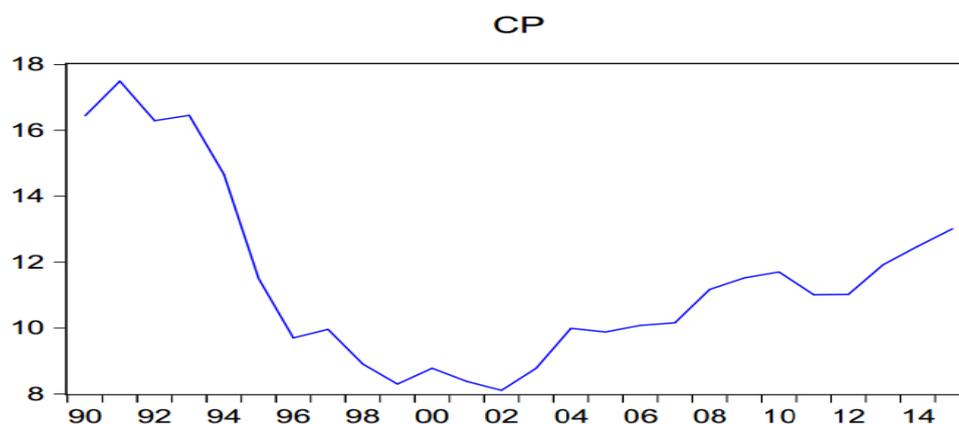


Source : Auteur, Eviews7, issu des données de la Banque Mondiale

2.2. Les indicateurs de développement financier (IDF) :

Les crédits accordés au secteur privé (CP) est un indicateur de développement financier. Le choix de ce variable est justifié par le fait que celui-ci permet de voir le degré de développement financier d'un pays, plus ce ratio est important, plus le degré de développement financier l'est également. En effet, il renvoie la disposition des banques à allouer l'épargne et à améliorer son rendement. Il permet d'apprécier la mobilité du capital dans le circuit économique, selon Levine (2005), la mobilisation du capital est le processus coûteux de collecte de l'épargne auprès des agents excédentaires pour combler le besoin de financement des agents déficitaires. Ainsi, cette mobilisation doit surmonter les défaillances du marché.

Figure 7 : Evolution du crédit fourni au secteur privé sur la période 1990-2015

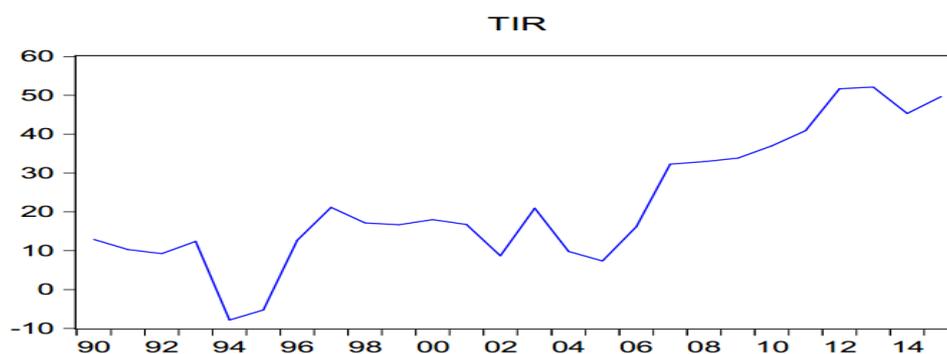


Source : Auteur, Eviews7, issu des données de la Banque Mondiale

2.3. L'indice de libéralisation financière

Pour évoquer l'indice de libéralisation financière, nous allons considérer le taux d'intérêt réel (TIR). Ce choix se justifie par l'aptitude de celle-ci à refléter la capacité du secteur financier à pourvoir les emprunts et à rentabiliser les placements des tiers. De plus, cette variable est directement liée à la variable PIB car la baisse du TIR entraîne l'écroulement du coût de l'emprunt et par conséquent elle accroît l'investissement des entreprises, donc de la production et de la croissance. Ce qui nous permet de voir l'impact de cette variable sur l'économie réelle du pays.

Figure 8 : Evolution du taux d'intérêt réel sur la période 1990-2015



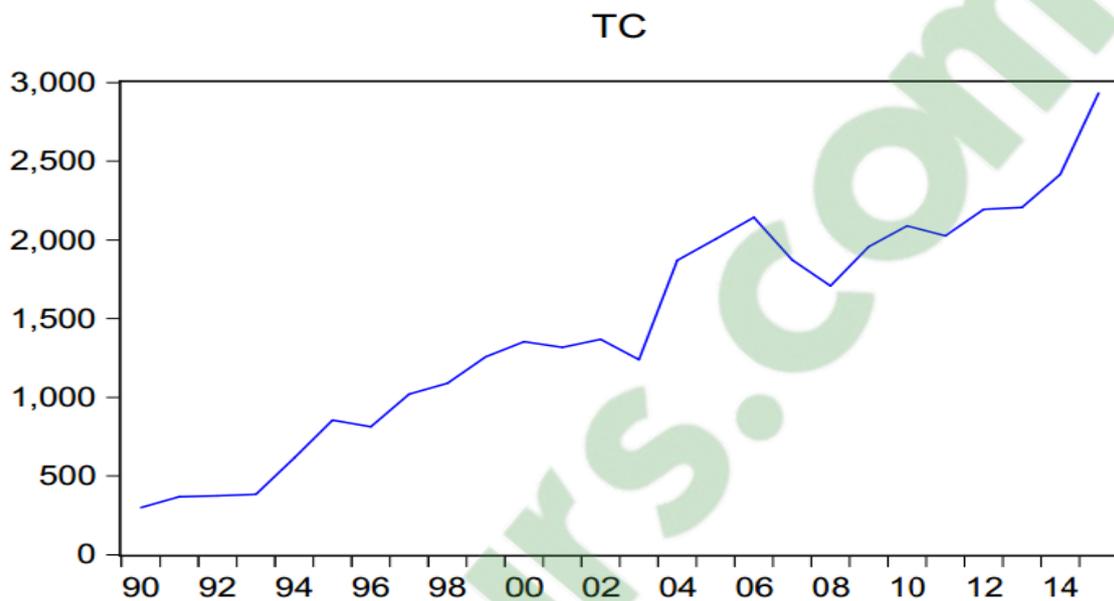
Source : Auteur, Eviews7, issu des données de la Banque Mondiale

2.4. L'indicateur de compétitivité commerciale

Nous allons considérer le taux de change (TC) comme indicateur de compétitivité et d'ouverture dans le commerce mondial. Plus le taux de change est relativement bas, plus le pays est compétitif. Cette variable a été choisie car elle nous permet d'apprécier la globalité de la

relation internationale du pays avec le reste du monde, non seulement en termes d'échange de biens et services, mais pour toute autre relation que pourrait entretenir l'économie malgache à l'échelle internationale.

Figure 9 : Evolution du taux de change sur la période 1990-2015



Source : Auteur, Eviews7, issu des données de la Banque Mondiale

Section II : Tests économétriques du modèle

Dans cette section, nous essayons d'identifier empiriquement le déterminant influençant le plus la contagion d'une crise sur un pays, notamment Madagascar. Pour cela, nous allons effectuer de différents tests sur le modèle VAR.

1. Test de stationnarité

Les graphiques plus hauts montrent déjà la non-stationnarité des variables. Toutefois, il convient de faire un test pour confirmer nos dires et différencier les variables étudiées sur le même niveau. Pour ce faire, le test d'Augmented Dickey Fuller (ADF) permettra d'étudier la stationnarité des variables de notre modèle (ADF, 1981).

1.1. Test d'ADF ou test de la racine unitaire

Le test d'ADF consiste à évaluer la présence de la racine unité, ce qui revient alors à tester la significativité du coefficient φ_1 ;

Le test de Dickey Fuller Augmented a pour hypothèses (Phillips et Perron, 1988):

$$\begin{cases} H_0 : \beta = 1 \text{ ou } \beta - 1 = \alpha = 0; \exists \text{ racine unitaire} \\ H_1 : \beta < 1; \nexists \text{ racine unitaire} \end{cases}$$

La règle de décision s'écrit :

- ✓ Si la valeur calculée de l'ADF est inférieure à la valeur critique, on rejette H_0 : la série est stationnaire.
- ✓ Si la valeur calculée de l'ADF est supérieure ou égale à la valeur critique, on accepte l'hypothèse H_0 : la série est non stationnaire.

1.2. Résultat du test d'ADF

Les valeurs critiques sont à un seuil de 5%

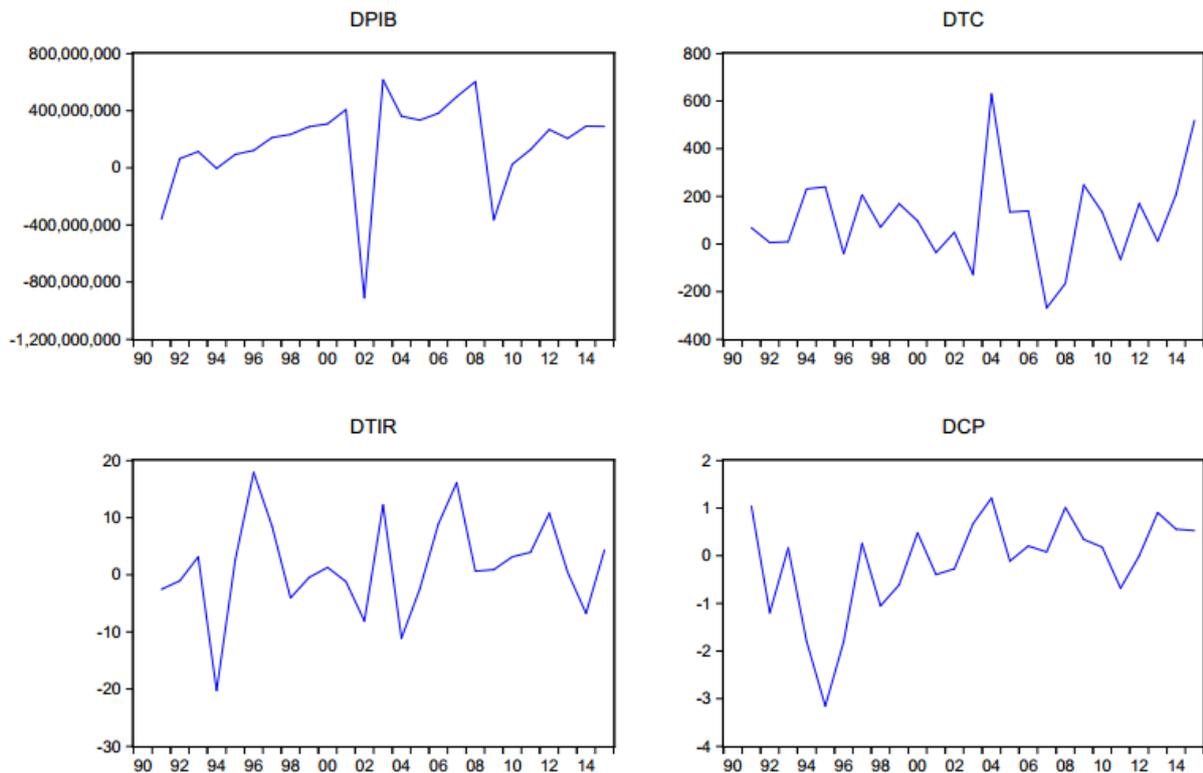
Tableau 4 : Test de stationnarité ADF

Variables	Différence	Valeur calculée	Valeur critique	Commentaires
PIB	Level	-0.402112	-3.020686	On accepte H_0
CP	Level	-0.460946	-3.020686	On accepte H_0
TC	Level	-0.010218	-3.020686	On accepte H_0
TIR	Level	-1.482816	-3.020686	On accepte H_0
D(PIB)	1 ^{ère} différence	-5.177855	-3.029970	On rejette H_0
D(CP)	1 ^{ère} différence	-4.634186	-3.029970	On rejette H_0
D(TC)	1 ^{ère} différence	-3.917805	-3.029970	On rejette H_0
D(TIR)	1 ^{ère} différence	-4.706636	-3.029970	On rejette H_0

Source : Auteur, Eviews7, issu des données de la BM

Comme on l'a constaté, la série n'est pas stationnaire, elle est intégrée. Une série est intégrée d'ordre d (notée $x_t \rightarrow I(d)$), s'il convient de la différencier d fois afin de la rendre stationnaire. Ce qui fut le cas, la première différenciation nous a permis d'avoir une série stationnaire. Nous pouvons vérifier la stationnarité de nos séries en différences premières par un examen visuel. Comme nous le voyons, chacune des séries semblent stationnaires.

Figure 10 : Graphe des différences



Source : Auteur, Eviews7, issu des données de la BM

Avant de parcourir les différents tests, il est primordial de déterminer le nombre de retard de notre modèle. L'annexe Tableau A1 nous fournit le nombre de retard optimal de notre modèle, qui est 2.

2. Décomposition de la variance

La décomposition de la variance permet de connaître sur une période donnée, le degré d'influence d'une variable du modèle par une autre variable de celui-ci. Ainsi, nous allons utiliser la décomposition de Cholesky. Le but de la décomposition de la variance est d'analyser l'effet et la participation des innovations des variables explicatives à la variance des erreurs.

Tableau 5 : Décomposition de la variance du PIB

Variance Decomposition of PIB:					
Period	S.E.	PIB	TIR	TC	CP
1	2.88E+08	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000
2	3.54E+08	89.47471	0.275564	10.12492	0.124802
3	4.57E+08	74.70606	1.267221	23.80209	0.224625
4	5.87E+08	63.59062	2.048877	33.03469	1.325811
5	7.07E+08	56.69108	2.135277	38.32603	2.847613
6	8.21E+08	50.73234	2.180197	43.03076	4.056699
7	9.38E+08	45.68395	2.359925	46.99192	4.964206
8	1.06E+09	41.72670	2.540329	49.93803	5.794940
9	1.18E+09	38.60560	2.653162	52.16596	6.575277
10	1.29E+09	36.02391	2.735426	53.99459	7.246069

Source : Auteur, Eviews7, issu des données de la BM

Les résultats sur la décomposition de la variance permettent d'invoquer l'analyse suivante:

Le taux d'intérêt réel qui représente le niveau de libéralisation financière basé sur un système bancaire, contribue de 0,27% à la variation du PIB pour la 2^{ème} période.. Toutefois, cette influence tend à s'intensifier jusqu'à un taux de 2,73% en 10^{ème} période. Ce qui implique que la libéralisation financière n'influe pas de manière considérable sur la sphère réelle.

Les crédits fournis au secteur privé en pourcentage du PIB indiquent le degré de développement financier. Dans un premier temps (2^{ème} période), 0,12% de sa variation seulement est responsable de la variation du PIB. Toutefois, l'influence de la variation de CP connaît une certaine progression, on peut remarquer l'accroissement de l'influence de cette variable au cours la période de l'étude, allant jusqu'à 7,25% à la 10^{ème} période. Mais à la 10^{ème} période, il a diminué jusqu'à 1.03% de la variance du produit intérieur brut par habitant.

Par ailleurs, on peut affirmer que le taux de change influe considérablement sur la variation du PIB. A la seconde période, son influence sur le PIB est de 10,12%. Et son influence est poussée à la hausse tout au long de la période d'étude, à la 10^{ème} période elle est garant de presque 54% de la variation du PIB. Le taux de change marque surtout l'ouverture de Madagascar au commerce mondial, cet indicateur expose l'importance de l'ouverture au commerce mondial sur la sphère réelle, qui est représentée par le PIB.

La variation du PIB pour une période passée agit sur lui-même, et de manière cruciale. Durant la deuxième période de l'étude, son influence est 89,47%. Bien que son influence soit poussée à la baisse sur les différentes périodes, son implication n'est pas pour autant négligeable.

Tout compte fait, la variation du PIB dépend principalement des valeurs passées de celui-ci et du taux de change. Le taux d'intérêt réel et le crédit accordé au secteur privé n'y manquent pas de jouer leur rôle bien que ceux-ci soient moindres.

3. Analyse de causalité

Dans la littérature, le concept de non causalité au sens de Granger fait référence au fait que le passé d'une variable X_{1t} n'apporte aucune information supplémentaire à la variable X_{2t} . On dit que X_{1t} cause X_{2t} au sens de Granger si les coefficients estimés des retards de X_{1t} sont significativement différents de zéro. L'analyse de la causalité va nous permettre de savoir quelles sont les influences statistiquement significatives des quatre variables du modèle entre elles. Le test de causalité au sens de Granger est traité à l'aide du logiciel Eviews7.

2.2. Hypothèse de test

X_{2t} ne cause pas X_{1t} , si l'hypothèse suivante est acceptée $H_0 : b_1^1 = b_1^2 = \dots = b_1^p = 0$

X_{1t} ne cause pas X_{2t} , si l'hypothèse suivante est acceptée $H_0 : a_1^2 = a_2^2 = \dots = a_p^2 = 0$

3.2. Règle de décision

Au seuil $\alpha = 5\%$, Si la p - value $> 5\%$, alors on accepte l'hypothèse H_0

3.3. Résultat du test de causalité au sens de Granger

Le résultat du test de causalité avec un nombre de retard de $p = 2$ est résumé dans le tableau suivant:

Tableau 6 : Résultat du test de causalité au sens de Granger

Hypothèse nulle	F-statistic	p-value	commentaire
TC ne cause pas PIB	5.00088	0.0180	On rejette H_0
PIB ne cause pas TC	2.46349	0.1119	On accepte H_0
TIR ne cause pas PIB	0.52253	0.6013	On accepte H_0
PIB ne cause pas TIR	7.81076	0.0033	On rejette H_0
CP ne cause pas PIB	0.54899	0.5864	On accepte H_0
PIB ne cause pas CP	1.63666	0.2209	On accepte H_0
TIR ne cause pas TC	1.36562	0.2792	On accepte H_0
TC ne cause pas TIR	4.05165	0.0342	On rejette H_0
CP ne cause pas TC	0.30301	0.7421	On accepte H_0
TC ne cause pas CP	4.09252	0.0333	On rejette H_0
CP ne cause pas TIR	3.28285	0.0596	On accepte H_0
TIR ne cause pas CP	4.36558	0.0275	On rejette H_0

Source : Auteur, Eviews7, issu des données de la BM

Eviews nous donne l'ensemble des probabilités critiques pour toutes les relations, voici les différentes conclusions que nous pouvons en tirer :

✓ **Test de causalité entre TC et PIB**

L'hypothèse nulle selon laquelle TC ne cause pas PIB est rejetée. Au sens de GRANGER, le cours du \$ (dollars) influence la variation du PIB au seuil de 5% et pour la période étudiée. Toutefois, il faut noter que la causalité inverse est statistiquement rejetée.

✓ **Test de causalité entre TIR et PIB**

L'hypothèse nulle selon laquelle PIB ne cause pas TIR est rejetée. Au sens de GRANGER, la variation du PIB influe sur la variation du taux d'intérêt réel au seuil de 5% et pour la période étudiée. Toutefois, il faut noter que la causalité inverse est statistiquement rejetée.

✓ **Test de causalité entre CP et PIB**

Les deux hypothèses nulles sont acceptées. Il n'y a pas de causalité entre le volume de crédit fourni au secteur privé et la variation du PIB, au sens de GRANGER

✓ **Test de causalité entre TIR et TC**

L'hypothèse nulle selon laquelle TC ne cause pas TIR est rejetée. Au sens de GRANGER, le cours du \$ (dollars) influe sur la variation du taux d'intérêt réel au seuil de 5% et pour la période étudiée. Toutefois, il faut noter que la causalité inverse est statistiquement rejetée

✓ **Test de causalité entre CP et TC**

L'hypothèse nulle selon laquelle TC ne cause pas CP est rejetée. Au sens de GRANGER, le cours du \$ (dollars) influe sur le volume de crédit alloué au secteur privé au seuil de 5% et pour la période étudiée. Toutefois, il faut noter que la causalité inverse est statistiquement rejetée.

✓ **Test de causalité entre CP et TIR**

L'hypothèse nulle selon laquelle TIR ne cause pas CP est rejetée. Au sens de GRANGER, le taux d'intérêt réel influe sur le volume de crédit alloué au secteur privé au seuil de 5% et pour la période étudiée. Toutefois, il faut noter que la causalité inverse est statistiquement rejetée.

3.4. Interprétation des résultats

A la suite du test de causalité de GRANGER, nous avons mis en évidence 5 relations à savoir que le cours du \$ (dollars) a une influence sur la variation du PIB, que la variation du PIB influe sur la variation du taux d'intérêt réel, que le cours du \$ (dollars) influe sur la variation du taux d'intérêt réel, de même que le cours du \$ (dollars) influe sur le volume de crédit alloué au secteur privé, ainsi que le taux d'intérêt réel influe sur le volume de crédit alloué au secteur privé, toutes les autres séries n'ont pas montré de relation de causalité, et cette constatation peut s'expliquer par le fait qu'il n'existe pas forcément de liens économiques immédiats entre elles.

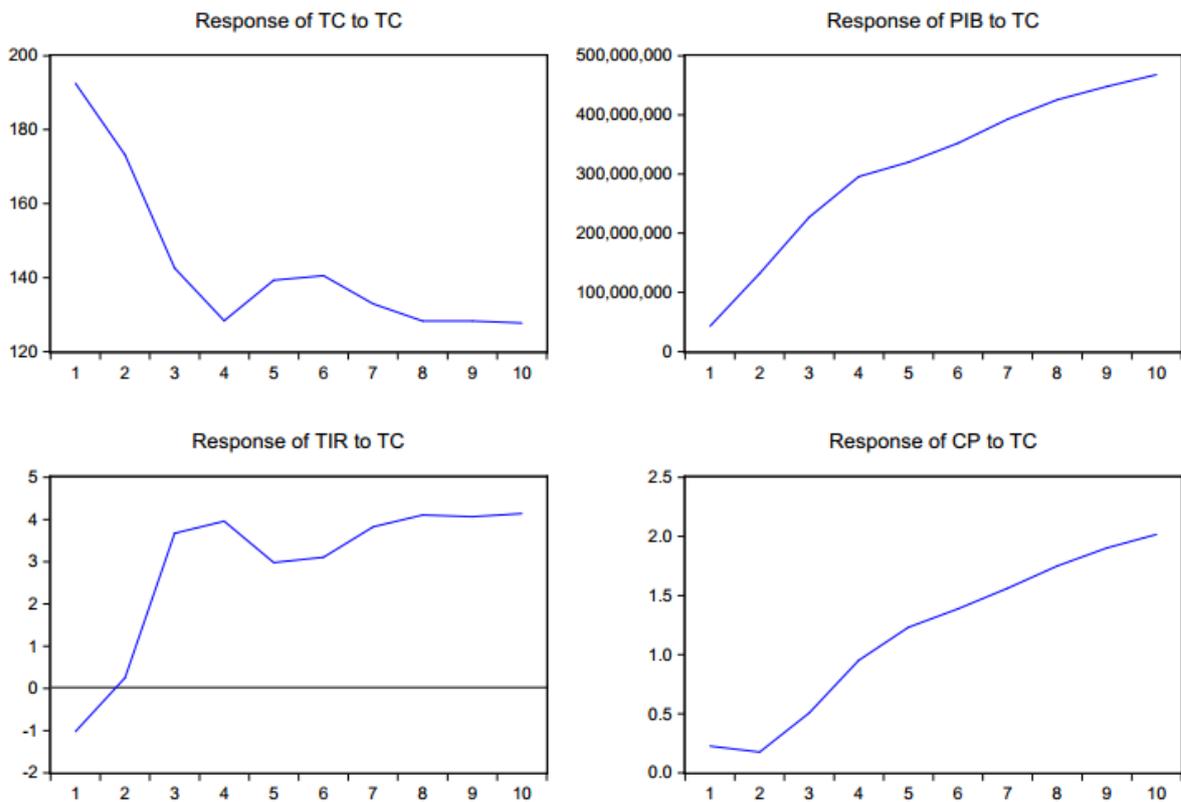
Par ailleurs, nous pensons qu'il est plus intéressant de centrer l'analyse sur la relation entre le taux de change (TC) et le PIB. Cette relation marque l'influence de l'ouverture de l'économie au reste du monde sur la sphère réelle. Par contre, le résultat du test de causalité ne démontre aucune relation entre les autres variables et le PIB, cela s'explique par la faible libéralisation financière de l'économie malgache ainsi qu'un moindre développement du secteur financier. Ainsi, la sphère réelle est influencée, toutes choses étant égales par ailleurs, par la variation du taux de change.

4. Analyse de réponse impulsionnelle

Il s'agit ici de préciser l'impact d'un choc exogène sur les valeurs contemporaines et futures des variables constituant le modèle VAR. Il s'agit par exemple d'apprécier l'impact sur les valeurs futures de l'ensemble des composantes de y d'une augmentation de 1 point dans le niveau de l'une de ces variables. Étant donné la structure d'un VAR, ces chocs d'innovation ne peuvent provenir que d'une modification imposée dans une des composantes du modèle.

En se concentrant sur la variable ayant la plus d'influence sur la croissance économique, la fonction de réponse impulsionnelle donne le graphique suivant :

Figure 11 : Réponse impulsionnelle des 4 variables au TC



Source : Auteur, Eviews7, issu des données de la BM

La Figure 11 fait apparaître le comportement des variables face au choc simulé au taux de change. Ainsi, on peut constater la réaction positive de la croissance suite à un choc sur le taux de change. De même, les crédits fournis au secteur privé et le taux d'intérêt réel semblent bien réagir à ce choc. Par contre, le taux de change tend à dévaluer brusquement.

Chapitre III : Analyse de la vulnérabilité de l'économie malgache face aux chocs financiers internationaux.

Dans ce chapitre, nous allons répondre à la problématique énoncée dans l'introduction. Ainsi, les données statistiques et les différents résultats du modèle VAR obtenu dans le chapitre précédent nous serviront d'appui. Dans la première section de ce chapitre nous allons évoquer l'immunité du secteur financier malgache face aux phénomènes de contagions, pour cela on va démontrer la stabilité du secteur financier et son impact sur le secteur réel et les effets indirects de la crise sur l'économie malgache où l'on verra l'implication du lien commercial sur la croissance du pays et de la conséquence de la variation du taux de change sur la sphère réelle. La dernière section nous permettra de nous positionner par rapport aux études effectuées antérieurement par d'autres auteurs.

Section I : La quasi-invulnérabilité de Madagascar face aux phénomènes de contagions

1. L'immunité du secteur financier malgache face aux phénomènes de contagions

On a pu voir antérieurement les caractéristiques du système financier malgache. Cette section va traiter des impacts de ses caractéristiques sur l'économie réelle malgache vis-à-vis des crises financières se propageant à l'échelle mondiale.

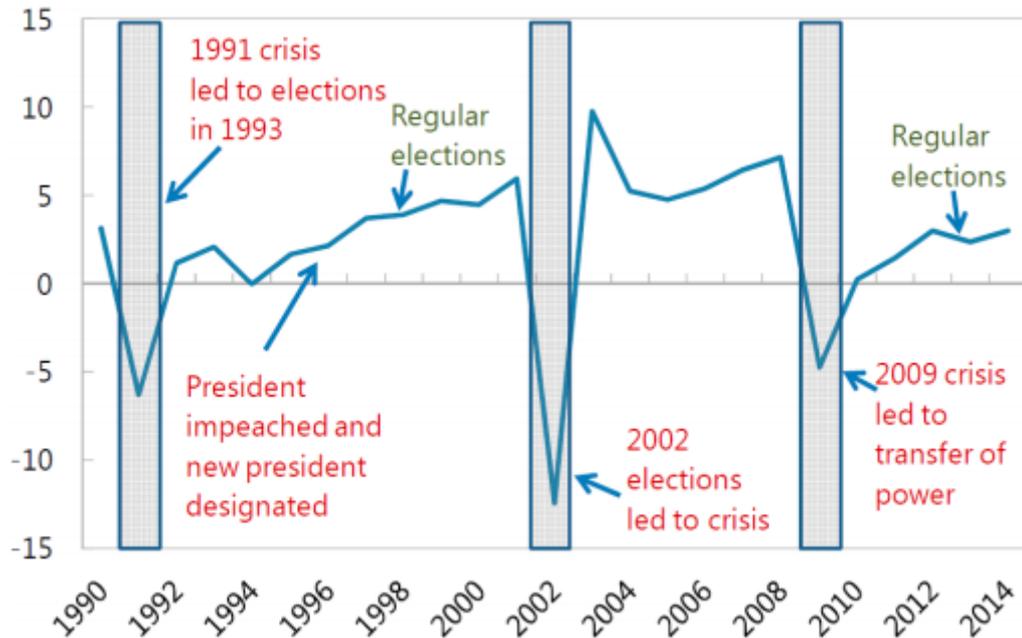
1.1. La stabilité de l'économie face aux crises financières mondiales

L'économie malgache semble rester stable vis-à-vis des chocs financiers se propageant d'un pays à d'autres. Pour prouver la stabilité du secteur financier face aux chocs externes, nous allons voir les raisons pour laquelle il existe certaines dépréciations du PIB (Figure 6).

1.1.1. Les raisons de la fluctuation du PIB

La courbe du PIB (Figure 6) montre une certaine croissance économique bien qu'elle soit moindre. En effet, Madagascar n'a connu qu'une faible croissance économique depuis son indépendance (1,9% en moyenne) (FMI, 2015). Toutefois, on constate que malgré une croissance du PIB, des dépréciations subites sont constatées pour les périodes de 1992, 2002 et 2009. Ces turbulences sont notamment dues à des perturbations d'ordre politique correspondant respectivement à la crise politique de 1991, au coup d'Etat de 2002, et de 2009, tel que nous les montre le graphique ci-après :

Figure 12 : Croissance du PIB réel et évènement politique



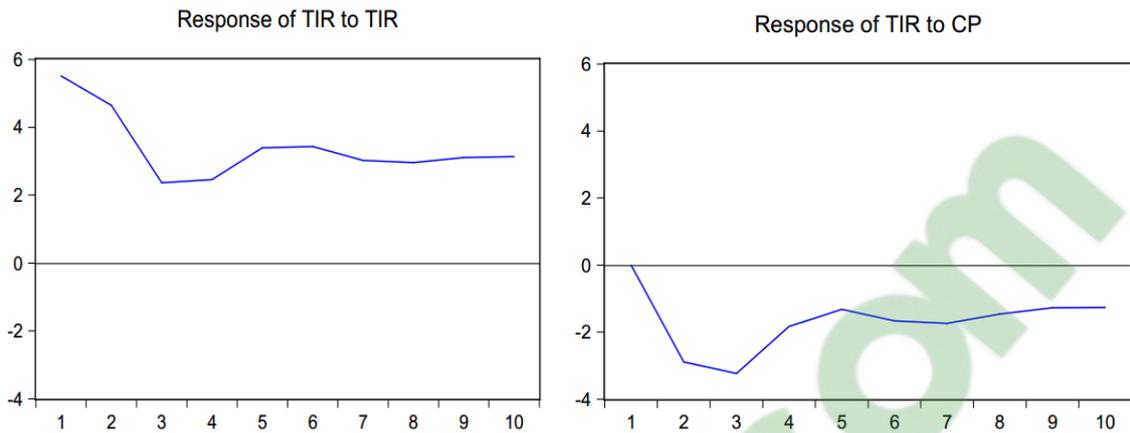
Source : FMI, 2016

Ainsi, nous pouvons indiquer que, toutes choses étant égales par ailleurs, la fluctuation du PIB est principalement due à des raisons internes, et particulièrement d'ordre politique. Les contractions connues par l'économie malgache ont des effets réels sur la production et le PIB. L'effet de ces années de crise politique à Madagascar a fortement affaibli l'économie malgache, spécialement celle de 2009 qui a duré presque 5ans. En effet, le taux de croissance économique n'est que de 0,9% en moyenne pour la période de 2009 à 2013 (FMI, 2013).

1.1.2. La stabilité du secteur financier face aux crises internationales

Nous avons exposé plus haut le système financier malgache. On a pu constater sa solidité et sa stabilité face aux aléas financiers internationaux. De plus le test économétrique effectué nous affirme également la stabilité du secteur financier suite à un choc unitaire simulé au temps t_0 .

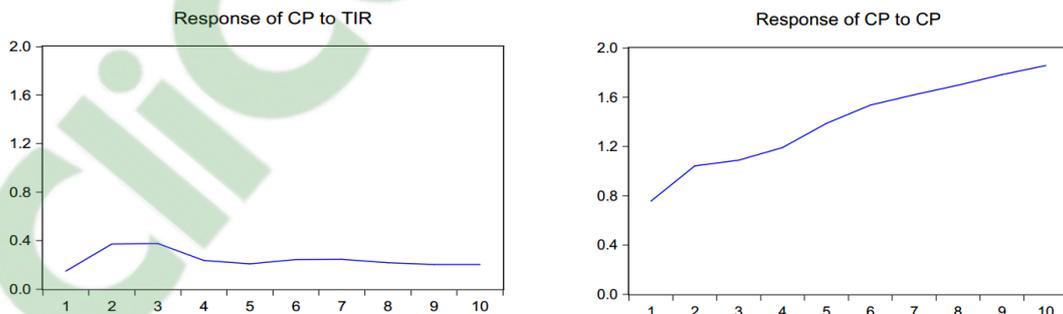
Figure 13 : Réponse impulsionnelle relative au TIR



Source : Auteur, Eviews7, issu des données de la BM

La figure 13a fait ressortir l'effet d'un léger choc négatif de l'impulsion du TIR sur lui-même dans la deuxième période mais reprend son cours vers la troisième période pour ensuite se stabiliser dans les périodes à suivre. De même, la réponse fut similaire pour un choc issu des crédits fournis au secteur privé (Figure 13b). La quasi-indifférence de la variation du TIR face aux chocs ingérés dans le modèle est due au modeste développement du secteur financier et à sa déconnexion vis-à-vis du système financier mondial. En effet, le secteur financier malgache se trouve être archaïque et non intégré.

Figure 14 : Réponse impulsionnelle relative aux crédits fournis au secteur privé



Source : Auteur, Eviews7, issu des données de la BM

La figure 14 fait ressortir les effets d'un choc positif sur les crédits fournis au secteur privé sur le TIR et le CP lui-même. En effet, un choc positif sur les crédits fournis au secteur privé ne peut que la stimuler davantage. Ce qui affirme davantage la stabilité et la solidité du secteur bancaire.

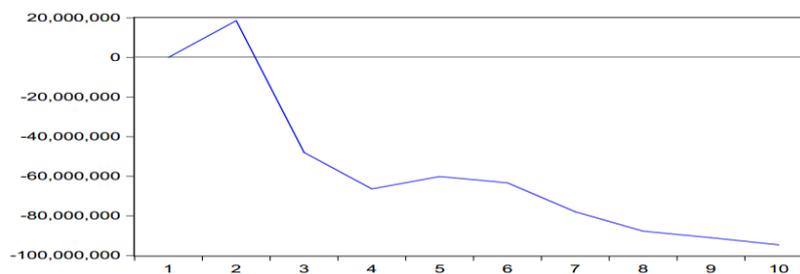
Tout compte fait, le système financier malgache ne souffre pas des effets directs des effets de propagation des crises financières, si ce n'est moindre, étant donné la solidité

qu'éprouve son secteur bancaire (Cf. annexe tableau A2). Ainsi, le canal financier malgache n'est pas ébranlable à la contagion financière mondiale. La croissance économique malgache est le reflet d'un secteur financier sain.

1.2. L'implication du secteur financier sur l'économie réelle

Le secteur financier malgache, principalement basé sur le secteur bancaire, a un apport non négligeable sur l'économie réelle. Les tests économétriques mettent en avant l'implication du secteur financier (indiqué par le TIR) sur l'économie réelle, notamment représenté par le PIB.

Figure 15 : Réponse impulsionnelle du PIB au TIR



Source : Auteur, Eviews7, issu des données de la BM

Le graphique montre l'effet négatif d'un choc sur le taux d'intérêt réel au PIB. En effet, ceci confirme la théorie selon laquelle le secteur financier a un apport (positif ou négatif) sur la sphère réelle. Toutes choses étant égales par ailleurs, un choc externe négatif (au temps t_0) a une répercussion négative sur le PIB à partir du début de troisième période et se poursuit sur le long terme.

Etant donné la quasi-indifférence du secteur financier aux chocs externes (Cf. Figure 13 et 14), il se trouve être immunisé aux divers aléas financiers étrangers, l'économie réelle malgache (représenté par le PIB) préserve alors sa stabilité face aux crises financières mondiales. Ce qui démontre la croissance du PIB de Madagascar, bien que moindre, dans le cadre de la période d'étude, toutefois rappelons-nous que les dépréciations sont les conséquences des évènements politiques.

2. Les effets arriérés des crises mondiales sur l'économie malgache

Une économie est ouverte quand elle entretient des relations économiques avec l'extérieur, avec d'autres économies. Il existe deux types de relations qu'une économie peut entretenir avec d'autres économies, généralement des échanges et les biens et services (importation/Exportation) et des mouvements de capitaux (entrée de capitaux/sortie de

capitaux). Toutefois, une économie est dite semi-ouverte, quand elle choisit d'entretenir l'une des relations possibles (cours de Politique Economique, 1^{ère} année de Master). Ce qui, apparemment, est le cas de Madagascar où le secteur financier est archaïque.

2.1. L'inculcation des liens commerciaux sur le ralentissement économique

Madagascar, étant une économie ouverte au reste du monde, a concrétisé son intégration par des accords multilatéraux, notamment membre de l'OMC depuis 1995, engageant des processus de libéralisation commerciale avec ses partenaires dans le cadre de la SADEC et de l'APE avec l'UE, Madagascar est également membre du COMESA, de l'ITF et de la COI (Ministère du commerce, 2007).

2.1.1. Paramètre influant les mouvements de biens et services

Le mouvement de biens et services dépend du taux de change. Madagascar a adopté une libéralisation monétaire, où le système de change est également libéralisé, donc flexible. Ainsi, le taux de change est déterminé par l'offre et la demande de devise de l'Ariary. Le cours de change est déterminé à l'incertain.

Compte tenu de cette libéralisation du système de change malgache, aucune autorité n'est appelée à intervenir. Ainsi, quand la balance de paiement est déficitaire, il s'agirait d'une sortie de devise plus élevée que d'entrée, ainsi le taux de change va croître, entraînant une dépréciation de la monnaie. Par contre, une balance de paiement excédentaire évoque une situation tout à fait contraire.

Figure 16 : Mécanisme de variation du taux de change en régime flottant



Source : Auteur, Adapté du cours de Politique Economique, 1^{ère} année de Master

2.1.2. Impact de la variation du taux de change sur l'économie réelle

La condition de Marshall Lerner stipule 2 effets de la dépréciation sur la balance commerciale :

✓ L'effet de substitution qui stipule que l'achat d'un bien importé sera remplacé par l'achat d'un bien local, ainsi il y aura diminution des importations. Par ailleurs, les étrangers vont consommer davantage des biens locaux, ces derniers étant plus compétitifs, les exportations vont accroître. On pourra constater une amélioration de la balance commerciale

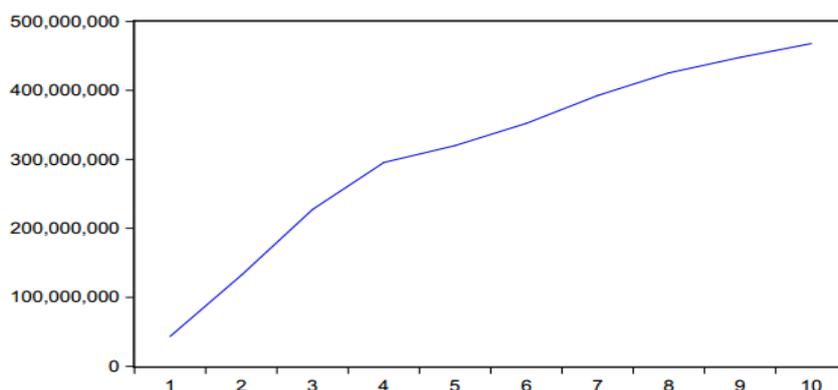
✓ L'effet de détérioration des termes de l'échange. Quand la monnaie va déprécier, il y aura conséquence sur la valeur des importations et exportations, tel que le volume reste inchangé. Ainsi, la valeur des importations excèdent considérablement la valeur des exportations. On pourra constater une détérioration de la balance commerciale.

Généralement, la variation à la hausse de la balance de commerciale accroît la balance des paiements et de la production. Une variation à la baisse engendre un processus contraire (Cours de Politique Economique, 1^{ère} année de Master).

2.2. La répercussion du taux de change

Cette analyse permet à travers le tracé de fonctions de réponse de variables du groupe VAR, de voir l'effet (positif ou négatif) sur une variable suite aux chocs des autres variables. Ainsi, pour mieux appréhender la réaction de la croissance suite à un choc sur le taux de change réel, le graphique ci-après présente le profil dynamique des fonctions de réponse impulsionnelle relative à cette situation. Le test économétrique démontre un effet considérable de la variation du PIB du pays face au choc du taux de change :

Figure 17 : Réponse impulsionnelle du PIB au TC



Source : Auteur, Eviews7, issu des données de la BM

Ce graphique fait apparaître l'effet d'un choc sur le taux de change au PIB. En effet, le choc présumé ici est une dévaluation, ce qui confirme la théorie de Marshall Lerner selon laquelle une dévaluation compétitive accroît l'exportation du pays, donc sa production. Toutefois, ce qui est plus important encore, les mouvements plus marqués du taux de change sont plus

susceptibles d'être répercutés sur les prix que les chocs moins marqués il existe quelques indications que les dépréciations se répercuteront plus vraisemblablement sur les prix à la consommation que les appréciations, qui a été une source de vulnérabilité économique par le passé, dans les années 90, l'indice des prix à la consommation (IPC) a atteint un pic de près de 50%. Les plus pauvres peuvent être durement frappée par une inflation élevée et volatile et il est donc important que les autorités soient conscientes de ces risques tout en évitant l'accumulation de déséquilibres extérieurs néfastes (FMI, 2015).

La répercussion du taux de change, dans la mesure où le mécanisme par lequel les fluctuations du taux de change ont un impact sur les prix intérieurs, a souvent été mentionnée comme une source de préoccupation pour les pays à faible revenu (FMI, 2015).

À Madagascar, la répercussion du taux de change est estimée à environ -0,35, avec la spécification privilégiée du modèle. Cela est similaire aux estimations pour les autres pays d'Afrique subsaharienne, notamment ceux qui ont un régime de change flottant. Cela suggère que Madagascar n'est pas particulièrement vulnérable à la répercussion par rapport à ses pairs.

En somme, les crises financières n'ont pas considérablement affecté l'économie malgache. En effet, son système financier archaïque a limité la contagion des crises financières étrangère. Son système financier est donc inébranlable aux crises étrangères ainsi le canal financier ne peut véhiculer les chocs étrangères. Son économie n'y est donc pas affectée. Toutefois, les légères répercussions des crises affectent la situation économique malgache à travers le canal commercial, qui fait gonfler les prix extérieur, dévalue la monnaie nationale, et impacte sur le volume d'échange de biens et services. L'inflation importée a une répercussion négative tandis que la dévaluation rend la compétitivité de l'économie plus accrue.

Section II : Retours par rapport aux études antérieures

1. Positionnement par rapport aux autres études

Une vaste littérature analytique et empirique a été consacrée à l'étude du phénomène de contagion dans l'objectif n'est pas seulement d'observer les canaux de transmission, mais également de chercher une politique anti-contagion et d'analyser son évolution à travers le temps.

On peut citer par exemple les travaux des auteurs Engle, Ito et Lin (1990) ont utilisé un modèle GARCH pour étudier en premier temps les effets de transmission de la contagion intra-quotidienne du taux de change entre les marchés japonais et américain. En second temps sur les

liens entre les marchés des actions américaines et japonaises. L'effet de transmission de la contagion est significatif dans les deux études. En effet, ils ont abouti à la conclusion que les rendements et les volatilités de jour d'un marché sont corrélés avec les rendements et volatilités de nuit de l'autre marché.

Hamao et al (1990) ont analysé les relations entre les marchés boursiers de New York, Londres et Tokyo à partir d'un modèle ARCH. Ils ont étudié la volatilité des prix des actions dans chacun de ces marchés et leur éventuelle transmission d'un marché à l'autre. Les résultats des estimations ont montré des effets de transmission de la volatilité des prix de New York vers Tokyo et de Londres vers Tokyo, mais pas de Tokyo vers New York ou Londres.

Dungey (2009) examine la contagion entre marché monétaire et le marché boursier des pays suivant : les États-Unis, Royaume-Uni, Japon et Australie. Au cours de la période de resserrement du crédit. Les résultats de Dungey (2009) peuvent être résumés comme suit : la volatilité des chocs mondiaux est transmise à tous les marchés de la même manière que pendant la période d'avant-crise. La transmission de la volatilité sur les marchés hors les USA est la même que pendant les crises précédente. Le marché boursier américain semble avoir un rôle dans l'absorption des chocs du marché monétaire américain et agit en tant que distributeur de ces chocs sur d'autres marchés.

Notre étude a essayé de démontrer la vulnérabilité ou non d'une économie à partir d'un modèle VAR. En prenant le cas de Madagascar, on a pu constater que ce pays est quasi-invulnérable aux phénomènes de contagion financière qui occurred dans le reste du monde. Cela est notablement dû à son modique développement financier qui ne permet pas aux institutions financières de courir des risques euphoriques comme on peut le constater dans les pays émergents et développés. Toutefois, son économie se trouve être légèrement affectée par ces crises à travers les liens commerciaux que le pays entretienne avec le reste du monde, notamment par la baisse des exportations, la hausse des prix extérieurs, la dévaluation de la monnaie. Nous avons pu conclure que la vulnérabilité d'une économie dépend du degré de développement de son système financier.

Nous avons ainsi justifié la théorie selon laquelle le développement financier conduit à des déséquilibres financiers annoncés par Miotti et Plihon (1999, 2000). De même qu'une totale libéralisation conduit à une euphorie bancaire justifiée par une course au profit. Ce qui ne fut pas le cas de Madagascar, d'où sa stabilité financière. Les crises financières étrangères n'affectent pas directement l'économie malgache car son système financier est « isolé », ce sont

les arriérés, notamment les conséquences de ces crises sur l'économie mondiale qui ont de légères répercussions sur l'économie malgache.

Par rapport à ces études de références, notre étude est un prolongement des autres études sur les effets de contagions. Notre étude justifie également les théories de bases développées dans cet ouvrage, notamment celles qui avancent que la finance impact sur la croissance de McKinnon et Shaw (1973) ainsi que Levine (1997) ; ainsi que celles qui avancent les effets controversés de la libéralisation financière sur la sphère réelle de Miotti et Plihon (1999), Demetriades et Andrianova (2003) ainsi que Alejandro (1985).

2. Ressemblance et divergence avec les autres études

On a pu constater quelques ressemblances et différences de notre étude par rapport aux travaux empiriques déjà existants.

Quelques points communs peuvent être signalé, dont la première concerne la base théorique. La plupart des travaux empiriques ont une base théorique semblable selon laquelle la globalisation financière, qui a conduit à la libéralisation et au développement financier mène à des déséquilibres financier impactant sur l'économie réelle. Un autre point de ressemblance concerne l'usage d'outils économétriques et de logiciels de traitement de données.

Par contre, les travaux empiriques de certains auteurs sont pour la plupart des études basées sur les pays développés et émergents. Ils ont en concluent que les liens financiers entre les marchés de ces pays et leur fort développement financier sont les principales causes de leurs vulnérabilités aux phénomènes de contagions. Par ailleurs, notre étude contrairement à ceux déjà vus, traite le cas d'un pays en voie de développement, notamment Madagascar, avec un système financier archaïque et modeste. Notre étude a donné comme résultat que le pays n'est pas vulnérable aux phénomènes de contagions financière. L'ironie du sort est qu'il a été épargné de ces crises financières internationales par sa pauvreté financière.

En combinant le résultat des autres études et celle que nous avons effectué, on peut affirmer que la vulnérabilité d'une économie dépend, toutes choses étant égales par ailleurs, du degré de développement du système financier du pays.

Conclusion

Les conjonctures financières et économiques défavorables ont caractérisé la sphère internationale ces dernières décennies. Ces ébranlements ont mis en évidence le caractère violent et systémique de la transmission des crises financières où ces dernières ne se sont pas cantonnées au pays là où le déclenchement de la crise a eu lieu mais, se sont propagées à l'extérieur pour renverser d'autres économies. Ces manifestations ont retracé le caractère fragile du système financier, où les efforts se sont déployés grandement pour essayer de comprendre le phénomène de contagion.

Suite à l'occurrence des crises financières, l'objectif de notre recherche était d'analyser les mécanismes de son apparition, de sa propagation et de prouver la présence d'un éventuel effet de contagion entre les différents marchés du monde. Notre problématique consistait à analyser les conditions de vulnérabilité d'une économie face à la transmission d'un choc externe, notamment le cas de Madagascar. Cette analyse est réalisée en se basant sur le modèle VAR. Par la suite, nous avons analysé les liens de causalité au sens de Granger entre les différentes variables, qui indique la croissance économique (PIB), le développement financier (TIR), la libéralisation financière (CP) et l'indicateur commercial (TC). Puis nous avons mesuré l'amplitude et la durée d'un choc financier, via, respectivement, la décomposition de la variance des erreurs de prévisions et les fonctions de réponse impulsionnelle.

Les principaux résultats de l'analyse sont les suivants : d'une part, le marché financier influe sur la croissance économique, notamment pour Madagascar, le marché financier n'étant pas assez développé – il est resté traditionnel – son apport au PIB reste correcte, c'est-à-dire qu'il ne permet pas de une croissance poussée. Pourtant, son caractère simple et ancestral lui permet d'être résilient, d'être solide face aux crises financières. Les chocs en provenance du reste du monde ne semblent avoir aucun effet sur le secteur bancaire malgache. Ce qui permet à l'économie de préserver une santé financière donc une croissance stable. D'autre part, l'économie ressent les effets, bien qu'indirects, des crises financières mondiale. La crise financière puis économique mondiale s'est surtout fait ressentir sur les exportations avec le ralentissement de la demande mondiale, en particulier sur les entreprises locales. Elle n'a cependant pas affecté directement le secteur financier, lequel a bénéficié d'une croissance de l'économie restée soutenue malgré le passage de deux cyclones en début d'année. (CSBF, 2008). De ce fait, la transmission d'un choc externe sur l'économie malgache se fait par les liens commerciaux et notamment pas les effets des prix extérieurs ce qui impacte sur son PIB.

En réponse à notre problématique à la vulnérabilité de l'économie malgache aux phénomènes de contagion des crises financières étrangères, on peut affirmer que, toutes choses étant égales par ailleurs, le développement financier d'une économie mesure sa vulnérabilité au risque de contagion d'une crise financière. Plus le niveau de développement financier est élevé, plus les risques sont importants. Un système financier très développé, donc ayant une importante ouverture sur le marché financier mondial, est fortement susceptible d'ingérer des chocs issus des autres marchés financiers.

Les résultats de notre recherche ont des implications importantes en termes de politiques économiques car ces derniers montrent un intérêt crucial des décisions des autorités financières. Ils conditionnent en effet la définition des mesures à mettre en place afin d'éviter la contagion et de réduire la vulnérabilité aux chocs externes.

Bibliographie

Livres et ouvrages

- Bodie Z. et Merton R., 1999, "Finance", Prentice Hall Inv. A Simon and Schuster company
- Boyer R., Dehove M. et Plihon D., 2004, " Les crises financières : analyses et propositions", Conseil d'Analyse Economique, Paris.
- Gilles P., 1996, « *Crises et cycles économiques* », Ed. Armant Colin, Paris.
- Kindleberger, 1994, « Histoire mondiale de la spéculation financière », Edition
- Kindleberger C. P., 1984, « Histoire financière de l'Europe occidentale », Ed. Economica, Paris.
- Kindleberger C.P. et Aliber R., 2005, "Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises", 5th ed., John Wiley & Sons, Hoboken, New Jersey
- Krugman P. & Obsfeld M., 2006, « *Economie internationale* », Ed. Pearson Education, 7^{ème} édition.
- Krugman P., 1999, "Balance Sheets, the Transfer Problem and Financial Crises", in ISARD P., Razin A. & Rose A. (eds), *International Finance and Financial Crises: Essays in Honor of Robert Flood*, Kluwer Academics Publishers.
- McKinnon R. I., 1973, « Money and capital in Economic Development », Brookings Institution Press.
- Nyahoho E., 2002, « Finances internationales : théorie, politique et pratique », Presse de l'Université du Québec, 2e édition, Québec.
- Reinhart C. M. et Rogoff K. S., 2010, « Cette fois c'est différent : huit siècles de folie financière », Pearson Education France, pour l'édition française.
- Schumpeter J., 1911, « Théorie de l'évolution économique : Recherche sur le profit, le crédit, l'intérêt et le cycle de la conjoncture », Les classiques des sciences sociales.
- Shaw E. S., 1973, « Financial deepening in economic development », Oxford University Press
- Shiller R. J., 2005, "Irrational Exuberance", Princeton University Press, Princeton.
- Tovar C. E., 2006, « *Les pays émergents pourront-ils emprunter dans leur monnaie ?* », Problèmes économiques, 1er février.

Articles

- Benabdelah M. et Diallo K., 2004, « Incidence des crises financières : une analyse empirique à partir des pays émergents », les journées de recherche GDR « Les crises financières internationales », Université d'Orléans, 6-7 mai.
- Bordon M., Eichengreen B., Klingebiel D. et Martinez-Peria M.S., 2001, « Is the crisis problem growing more severe ? », Economic Policy : A European Forum, n° 32, A, p. 53-82. Disponible sur le site : http://econweb.rutgers.edu/bordo/Crisis_Problem_text.pdf
- Bouzid B., 2010, « Titrisation des emprunts hypothécaire et bulle immobilière aux Etats-Unis : les origines d'une débâcle », Revue d'économie financière, N°97
- Boyer R. et al, 2004, « Les crises financières », Ed. La documentation française
- Braham F., 2015, « Les Canaux De Transmission De La Crise Des Subprimes Aux Pays Emergents : Cas De L'Economie Brésilienne », IOSR Journal of Business and Management (IOSR-JBM), Volume 17, Issue 4.Ver. VI, p13-26
- Brana S. et Lahet D., 2005, « La propagation des crises dans les pays émergents : la contagion est-elle discriminante », Revue d'économie internationale, N°103
- Brender A., 2004, « La France face aux marchés financiers », La Découverte, coll. « Repères », Paris.
- Brender A. et Pisani F., 2010, « La crise de la finance globalisée »
- Bricogne J-C., Lapegue V. et Monso O., 2009, « Les crises de subprimes : de la crise financière à la crise économique, Insee.
- Calvo A.G., 1999, « Contagion in emerging markets: When Wall Street is a carrier », Contagion of Financial crises, Disponible sur le site : <http://worldbank.org/contagion/index.html>.
- Calvo S. et Reinhart C., 1996, « Capital flows to emerging countries: Is there evidence of contagion effects? », dans Calvo G., Goldestein M. et Hochreiter E., Edition Private capital flows to emerging markets, Institute for International Economics.
- Camdessus M., 1995, « la crise financière mexicaine, ses origines, la réponse du FMI et les enseignements à en tirer », revue d'économie financière, revue trimestrielle de l'Association d'Economie, n°33
- Caprio G. et Klingebiel D., 1997, « Crises bancaires : comprendre pour mieux prédire », in MaCHROUH Fouad
- Carlsson H., Van Damme E., 1993, « Global games and Equilibrium selection », Econometrica, vol. 61, n° 5, septembre 1993, p. 989-1018.

- Chang R. et Majnoni G., 2002, « Financial crises: fundamentals, beliefs, and financial contagion », *European Economic Review*, vol. 46, p. 801-808.
- Chatelain et De Bandt, 1997, « *Confiance dans Le Système Bancaire et Croissance Economique* », *Revue Economique*, N° 48, P 397.
- Choueiri N., 2002, « A model of contagious currency crises with application to Argentina », *Journal of International Money and Finance*, vol. 21, n° 3, p. 435-457
- De Bandt O. et Hartmann P., 2000, « Systemic risk : a survey », ECB Working Paper N°35
- De Boissieu C., 2004, « Les systèmes financiers : mutations, crises et régulation », *Economica*
- Demetriades P. et Andrianova S., 2003, “Finance and Growth : What We Know and What We Need to Know?”, Discussion Paper 03/15 University of Leicester.
- Demirgüç-Kunt A. et Detragiache E., 1998, “The Determinants of Banking Crises in Developing and Developed Countries” IMF Staff Papers vol. 45 N° 1.
- Diarra L., 2013, « Analyse de l’impact de la régulation sur la prise de risque par les banques », Archives-ouvertes.
- Diaz-Alejandro C., 1985. “Good-Bye Financial Repression, Hello Financial Crash”, *Journal of Development Economics*, Vol. 19, N°1-2, pp. 1-24.
- Drazen A., 1999, « Political Contagion in currency crises », NBER Working Papers Series 7211
- Dungey M., 2009, “The tsunami: measures of contagion in the 2007–08 credit crunch”. *Cesifo Forum* 9 (4), p33–34.
- Eichengreen B., Rose A. et Wyplosz C., 1996 « Contagious currency crises: First Tests », *Scandinavian Journal of Economics*, vol. 98, n° 4, p. 463-484.
- Engle R. F., Ito T., et Lin W., 1997, “Meteor Shower or Heat Waves? Heteroskedastic Intra-Daily Volatility in the Foreign Exchange Market”, *Econometrica*, Vol. 58, pp. 525-542.
- Favero C.A. et Giavazzi, F., 2002, « Is the international propagation of financial shocks nonlinear? Evidence from the ERM », *Journal of International Economics*, vol. 57, p. 231-246.
- Flood R. et Marion N., 2000, « Self-fulfilling risk predictions: on application to speculative attacks », *Journal of International Economics*, vol. 50, n°1, février, p. 245-268.
- FMI, « *Compilation Guide on Financial Soundness Indicators* ». Washington, disponible sur le site <http://www.imf.org/external/np/sta/fsi/eng/2004/guide/index.htm>.

- Forbes K. et Rigobon R., 2001, « Measuring Contagion : Conceptual and empirical issues », in Claessens S. et Forbes K., International financial contagion, Boston, Kluwer Academic Publishers, pp. 43-66
- Forbes K. et Rigobon R., 2002, « No contagion, only interdependence: Measuring stock market co movements», Journal of Finance, vol. 57, n° 5, p. 2223-2261.
- Fratzscher M., 1999, « What causes currency crises: Sunspots, Contagion or Fundamentals? », EUI Working Paper ECO n°99/39.
- Ghosh J., 2005, “The Economic and Social Effects of Financial Liberalization: A Primer for Developing Countries”, DESA Working Paper N°4 ST/ESA/2005/DWP/4.
- Goldestein I. et Pauzner A., 2004, « Contagion of self-fulfilling financial crises due to diversification of investment portfolios », Journal of Economic Theory, vol. 119, p.151-183
- Goldestein M., 1998, « The Asian financial crises: causes, cures and systemic implication », Policy Analysis in International Economics, Institute for International Economics, p.55.
- Guillaumont S. et Kpodar K., 2006, « Développement financier, instabilité financière et croissance économique », n° 174, pages 87 à 111
- Haïthem M., 2003, « Contagion : définitions et méthodes de détection », Université de Paris, CEPN-CNRS, version provisoire.
- Hamao Y.R., Masulis R.W. et Ng V.K., 1990, “Correlations in Price Changes and Volatility Across International Stock Markets”, Review of Financial Studies, Vol. 3, pp. 281-307.
- Hayek F. A., 1928, « La théorie monétaire et le cycle d'affaires »
- Jeanne O., 2000, « Currency Crises : A Perspective on Recent Theoretical Developments», Special Papers in International Economics, n° 20, International Finance Section, Department of Economics Princeton University, Princeton, New Jersey, mars
- Jorion P., 2008, « L’implosion : la finance contre l’économie, ce que révèle et annonce la crise des subprimes », Fayard, France.
- Kaminsky et Schmukler, 1999, « What triggers market jitters? A chronicle of the Asian crisis”, journal of International Money and Finance 18 pp: 537–560
- Kaminsky G. et Reinhart C., 1999, « Bank lending and contagion : Evidence from the Asian Crisis », School of Public Affairs, Department of Economics and NBER.
- Knight M., 1999 «Les pays en développement ou en transition devant la libéralisation financière », Finance et développement, p32-35

- Laurent E., 2009, « La face cachée des banques: Scandales et Révélations sur les milieux financiers », Plon, Paris
- Levine R., 1997, “Financial Development and Economic Growth: « Views and Agenda””, *Journal of Economic Literature* », N°35, p688-726.
- Macklem T., 2002, « Les éléments d’information et d’analyse préalables à la prise des décisions de politique monétaire », *Revue de la Banque du Canada*, p11-19
- Masson P. R., 1998, « Contagion: Monsoonal Effects, Spillovers, and Jumps between multiple equilibria », *IMF Working Paper, WP/98*, 1998, pp: 142.
- Masson P. R., 1999 « Contagion: macroeconomic models with multiple equilibria », *Journal of International Money and Finance*, vol. 18, p. 587-602.
- Masson P. R., 1999b, « Multiple Equilibria, contagion, and emerging market crises », *IMF Working Paper, WP/99*, 1999b, pp 164
- Matei I., 2010, « Contagion et causalité : une investigation empirique », *Colloque sur La crise : trois ans après, quels enseignements à l’Université Blaise Pascal, CNRS*.
- Miotti L. et Plihon D., 2001. “Libéralisation Financière, Spéculation et Crises Bancaires”, *Economie Internationale*, N°85, pp. 3-36.
- Mishkin, 2001, « Financial policies and prevention of financial crises in emerging market economies », *The World Bank, Financial sector strategy and policy department, Policy research working paper n°2683*.
- Mishkin F., Bordes C., Hautcoeur P-C., Lacoue-Labarthe D. et Ragot X., 2010, « Monnaie, Banque et marchés financiers », Pearson, France.
- Morris S. et Shin H, 1998, « Unique Equilibrium in a model of self-fulfilling currency attacks », *American Economic Review*, vol. 88, p. 587-597.
- Paligorova T. et Jiminez J.A. S., 2012, « La politique monétaire et le canal de la prise de risque : éclairage apporté par le comportement de prêteur des banques », *Revue de la Banque du Canada*.
- Paligorova T. et Santos J. C., 2012, « Monetary Policy and Bank risk-Taking », *document de travail n°2012-10, Banque du Canada*
- Papaioannou E., 2009, “What drives international financial flows? Politics, institutions and other determinants”, *Journal of Development Economics*, N°88, p.269-281
- Park Y.C. et Song C.Y., 2001, « Institutional Investor, Trade Linkage, Macroeconomic Similarities, and Contagion of the Thai crisis », *Journal of the Japanese and International Economies*, vol. 15, p.199-224

- Prasad E., Rogoff K., Wei Shang-Jin et Kose M., 2003, « Effets de la mondialisation financière sur les pays en développement : Quelques constatations empiriques »
- Pritsker M., 2000, “The channels for financial contagion”, The contagion conference
- Reside R. E. et Gochoco-Bautista M. S., 1999, « Contagion and the Asian currency crisis. », *The Manchester School* 67, pp: 460-474.
- Rigobon R., 2001, « Contagion: how to measure it », MIT Working Paper.
- Stone M.R. et Weeks M., 2001, “Systemic financial crises, balance sheets, and model uncertainty”, International Monetary Fund Working Paper, n° 162, Washington DC, October. Disponible sur : <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp//wp01162.pdf>.
- Ucer M., 2000, « *Notes on Financial Liberalization* », Proceedings of the Seminar: «*Macroeconomic Management: New Methods and Current Policy Issues* », Held in Turkey.

Rapport et conférence

- Adéchoubou M. et Woodfin J., 2003, « Le secteur de la microfinance, diagnostic et analyse des opportunités d’investissement », USM/FENU
- BCM, 2013, « Rapport sur la stabilité financière 2013 », N°1
- BCM, 2015, « Rapport sur la stabilité financière 2015 », N°3
- CSBF, 2008, « Rapport annuel 2008 »
- FMI, 2010, « Compilation Guide on Financial Soundness Indicators »
- FMI, 2015, « République de Madagascar : documents sur les questions générales », N°15/25
- FMI, 2016, « République de Madagascar : Evaluation de la stabilité du système financier », novembre 2016, N° 16/377
- FMI, 2016, « République de Madagascar : Evaluation de la stabilité du système financier », juillet 2016, N° 16/377
- Jean-François Lepetit, 2010, « Rapport sur le risque systémique »
- OCDE, 2009, « Concurrence et marchés financiers », OCDE.
- RANDRIAMANAMPISOA H., 2016, « Historique du système financier Malgache de 1960 à nos jours », Université d’Antananarivo.

Les Annexes

Tableau A1 : Détermination du nombre de retard

VAR Lag Order Selection Criteria Endogenous variables: PIB TC TIR CP Exogenous variables: C Date: 12/27/16 Time: 16:08 Sample: 1990 2015 Included observations: 23						
Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-800.7228	NA	2.89e+25	69.97590	70.17337	70.02556
1	-726.5189	116.1452	1.88e+23	64.91469	65.90208*	65.16301
2	-704.7795	26.46544*	1.32e+23*	64.41560*	66.19290	64.86259*
3	-691.9191	11.18292	2.66e+23	64.68862	67.25582	65.33426
* indicates lag order selected by the criterion LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level) FPE: Final prediction error AIC: Akaike information criterion SC: Schwarz information criterion HQ: Hannan-Quinn information criterion						

Tableau A2 : Indicateur de solidité bancaire

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2015 1/ Ecart type
Fonds propres et levier financier									
Fonds propres / actifs ponderés par des risqu	12.7	14.5	15.4	16.2	16.3	15.0	13.2	13.1	25.9
Levier financier (fois)	6.5	7.0	7.8	7.6	7.8	8.0	7.7	7.7	12.7
Qualité des Actifs									
Prêts improductifs (CDLs) / total de prêts bru	8.9	11.3	12.5	13.3	13.4	13.0	11.6	10.5	6.3
Provisions CDLs / prêts improductifs	55.7	55.1	59.9	63.0	66.6	62.1	62.2	61.3	21.2
Provisions CDLs / total de prêts bruts	4.9	6.2	7.5	8.4	8.9	8.1	7.2	6.4	2.9
Croissance du crédit	25.6	3.1	9.7	2.9	8.7	17.9	20.7	18.5	44.5
Prêts en devises / total de prêts bruts	7.7	4.9	4.8	7.4	5.9	6.3	5.3	5.6	6.1
Rentabilité									
Marge nette d'intérêts	5.5	4.9	5.0	5.2	5.1	5.5	5.9	6.0	9.3
Coefficient d'exploitation	48.5	58.9	58.9	57.1	59.4	54.6	49.4	48.7	32.1
Rendement des actifs moyens	2.9	1.6	1.7	1.9	1.8	2.4	3.3	3.7	2.3
Rendement des fonds propres de base moye	34.9	20.7	21.0	22.0	20.3	26.1	34.0	47.6	31.2
Liquidité									
Prêts / dépôts	55.9	54.8	57.0	52.8	52.9	63.0	68.0	70.3	38.1
Actifs liquides / total des actifs	45.5	46.8	46.0	49.8	50.5	43.4	39.9	37.8	15.1
Actifs liquides / passifs à court terme	67.6	69.3	67.6	71.4	74.1	63.9	59.2	55.3	70.6
Passifs en devises / total des passifs	19.6	18.0	19.5	18.4	17.6	16.4	17.6	16.7	10.0
Dépôts en devises / total de dépôts	21.0	19.4	21.5	19.5	19.2	16.6	18.1	17.7	9.9
Créances sur la BCM / passifs à court terme	29.6	25.2	23.9	30.8	28.9	21.3	19.1	17.9	26.1
Dépôts non bancaires / total des passifs	82.0	83.3	82.4	82.3	81.6	79.7	78.8	78.8	11.6
Interconnexion									
Créances sur des établissements de crédit / total des actifs	15.9	16.9	17.9	14.5	14.3	12.1	13.7	12.6	8.5
Créances sur autres institutions financières/ t	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Passifs à des établissements de crédit / total des actifs	0.8	1.4	1.3	0.8	1.1	1.6	2.3	1.6	7.0
Passifs à autres institutions financières/ total	0.4	0.4	0.8	1.1	1.3	1.1	0.9	0.9	7.0
Position ouverte nette en devises / fonds pro	10.6	15.4	15.1	14.5	11.9	17.1	8.9	9.3	...

Tableau A3 : Indicateurs de solidité financière des IMFs

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Solvabilité						
Fonds propres / actifs ponderés par de:	15.5	14.6	39.5	36.3	34.2	31.6
Qualité des actifs						
Prêts improductifs (CDLs) / total de prêt	7.7	3.8	3.9	4.4	5.9	7.1
Provisions CDLs / prêts improductifs	81.6	74.5	78.5	74.6	80.7	85.3
Croissance du crédit	10.0	45.1	29.2	20.8	8.6	-6.3
Rentabilité						
Marge nette d'intérêts	17.3	15.9	17.5	18.4	17.3	17.1
Coefficient d'exploitation	83.7	83.8	88.1	88.4	86.6	82.5
Rendement des actifs moyens	2.8	1.8	2.0	2.0	1.8	1.7
Rendement des fonds propres de base	11.6	7.8	8.6	9.0	8.4	8.4
Liquidité						
Prêts /dépôts	128.3	131.4	133.7	125.6	115.0	92.5
Actifs liquides / total des actifs	26.1	21.5	20.8	19.7	23.1	27.3
Actifs liquides / passifs à court terme	77.8	64.0	65.3	56.3	67.4	63.0
Memorandum:						
Number of IMFs	26	28	31	31	29	25
Actifs totaux (MGA milliards)	184	252	315	363	417	401

Tableau A4 : Madagascar: Indicateurs du secteur assurance

	2012	2013	2014
Primes d'assurance non-vie/PIB	0.5	0.5	0.5
Primes d'assurance vie/PIB	0.1	0.2	0.2
Primes d'assurance non-vie/primes	77.0	76.1	78.0
Demandes d'indemnisation/primes	45.0	41.4	41.4
Charges d'exploitation /primes	30.2	28.5	25.4
Resultat net /primes	11.8	10.4	10.5
Provision sur demandes/demandes payées	104.3	96.0	105.7
Investissements/provisions techniques	118.0	139.9	142.1
Fonds propres/provisions techniques	86.9	80.8	84.4
Resultat net /fonds propres	5.7	5.7	6.0

Figure A1 : réponse impulsionnelle

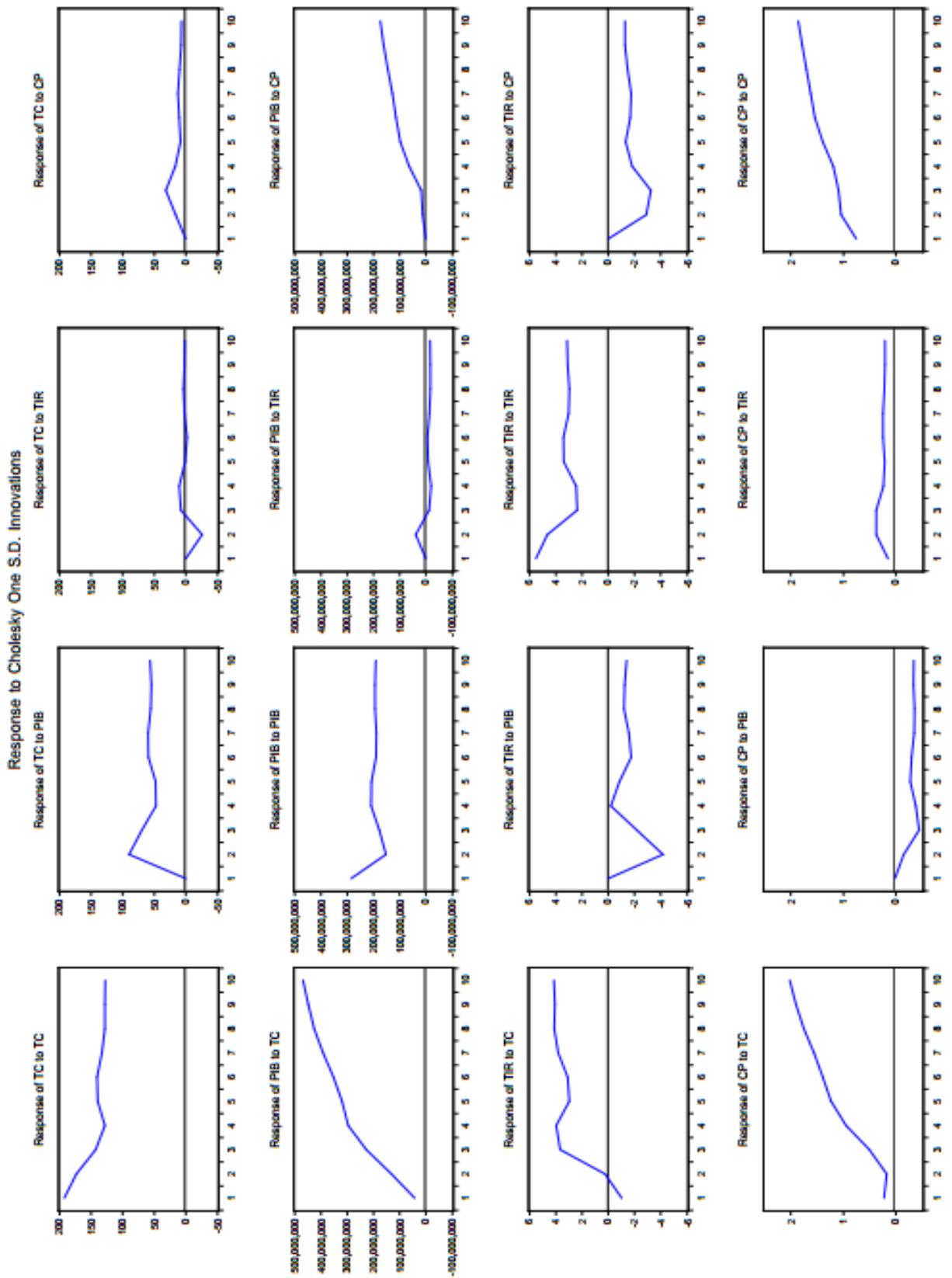


TABLE DES MATIERES

Remerciements.....	i
Sommaire	ii
Liste des abréviations et acronymes	iii
Liste des tableaux.....	v
Liste des figures	vi
INTRODUCTION	1
Partie I : Les aspects théoriques et conceptuels relatifs à la contagion des crises financières	4
Chapitre I : Notion et concept relatif au secteur financier	5
Section I : La globalisation du secteur financier.....	5
1. Le système financier : définition, acteurs et fonctions	5
1.1. Définition	5
1.2. Fonctions du système financier	6
2. La libéralisation financière et l'intégration financière	7
2.1 L'intégration financière.....	7
2.2. La libéralisation financière	8
Section II : Les phénomènes de déséquilibres liés au système financier	9
1. Du choc au risque systémique.....	9
2. Les crises financières	10
2.1. Définitions	10
2.2. Les différents types de crises	11
2.2.1. Les crises de changes	12
2.2.2. Les crises bancaires.....	12
2.2.3. Les crises de la dette publique	13
Chapitre II : Revue de littérature sur la relation entre finance et croissance	14
Section I : Les partisans de la relation positive entre finance et croissance	14
1. Le développement financier et la croissance économique de Schumpeter.....	14
2. La libéralisation financière et la croissance économique de McKinnon et Shaw.....	16
3. L'approfondissement financier et la croissance économique selon Levine.....	18

Section II : Les effets controversés de la libéralisation financière sur la sphère réelle ...	21
1. La libéralisation financière source d'instabilité et de fragilité financière	21
1.1. Approche macroéconomique	21
1.2. Approche microéconomique	22
2. Les crises financières en tant qu'affirmation de l'instabilité du système financier	24
2.1. Historique des crises financières	25
2.1.1. La Crise mexicaine de 1994.....	25
2.1.2. La Crise asiatique de 1997	26
2.1.3. La crise des « subprimes » 2007-2008.....	26
2.2. Fréquence des crises financières	29
3. Les effets pervers de la libéralisation du système financier et des crises financières sur la sphère réelle	31
Chapitre III : Contagion des crises financières	34
Section I : Les liens entre pays, source de transmission des crises	34
1. Les liens commerciaux et la dévaluation compétitive	34
2. Les liens financiers.....	35
3. Le comportement des investisseurs.....	35
Section II : Contagion et propagation des chocs financiers	36
1. Les théories de la transmission des crises.....	37
1.1. Définition de la contagion.....	37
1.2. Les théories sur la contagion	38
1.2.1. Contagion pure ou théorie contingente aux crises	39
1.2.1.1. Le modèle « wake-up-call ».....	40
1.2.1.2. Mimétisme et asymétrie d'information.....	40
1.2.1.3. Risque et information incomplète.....	41
1.2.2. Contagion fondamentale ou théorie non contingente aux crises	42
2. Les principaux canaux de transmission des crises financières	42
2.1. Le canal du crédit bancaire	42
2.2. Le canal du taux d'intérêt.....	43
2.3. Le canal des effets de richesse	44
2.4. Le canal du choc et de l'incertitude	44

Partie II : Etude empirique du phénomène de contagion : cas de Madagascar	46
Chapitre I : Historique et état des lieux du système financier malgache	47
Section I : Etat du système financier malgache	47
1. Histoire du système financier malgache depuis 1960.....	47
2. Structure du système financier.....	49
3. Solidité et stabilité des institutions financières	51
3.1. La stabilité des institutions financières	51
3.2. La stabilité des institutions financière.....	52
Section II : Le développement du secteur financier malgache	54
1. Développement du système financier et gestion des risques à Madagascar.....	54
1.1. Développement financier	54
1.2. Gestion des risques systémiques	55
2. La libéralisation financière à Madagascar	56
Chapitre II : Test économétrique de la vulnérabilité de l'économie malgache face à la crise mondiale	57
Section I : Outils empiriques pour traiter la vulnérabilité à la contagion des crises	57
1. Présentation du modèle VAR	57
1.1. Définition	57
1.2. Caractéristique du modèle VAR	58
1.2.1. Espérance	58
1.2.2. Fonction d'autocovariance.....	59
1.3. Justification du modèle VAR	59
2. Les différentes variables	60
2.1. La variable « PIB »	60
2.2. Les indicateurs de développement financier (IDF)	60
2.3. L'indice de libéralisation financière.....	61
2.4. L'indicateur de compétitivité commerciale	61

Section II : Tests économétriques du modèle	62
1. Test de stationnarité	62
1.1. Test d'ADF ou test de la racine unitaire	62
1.2. Résultat du test d'ADF	63
2. Décomposition de la variance	64
3. Analyse de causalité.....	66
3.1. Hypothèse de test	66
3.2. Règle de décision	66
3.3. Résultat du test de causalité au sens de Granger	66
3.4. Interprétation des résultats	68
4. Analyse de réponse impulsionnelle	69
Chapitre III : Analyse de la vulnérabilité de l'économie malgache face aux chocs financiers internationaux.....	70
Section I : La quasi-invulnérabilité de Madagascar face aux phénomènes de contagions	70
1. L'immunité du secteur financier malgache face aux phénomènes de contagions	70
1.1. La stabilité de l'économie face aux crises financières mondiales	70
1.1.1. Les raisons de la fluctuation du PIB	70
1.1.2. La stabilité du secteur financier face aux crises internationales	71
1.2. L'implication du secteur financier sur l'économie réelle	73
2. Les effets arriérés des crises mondiales sur l'économie malgache.....	73
2.1. L'inculcation des liens commerciaux sur le ralentissement économique	74
2.1.1. Paramètre influant les mouvements de biens et services	74
2.1.2. Impact de la variation du taux de change sur l'économie réelle.....	74
2.2. La répercussion du taux de change	75
Section II : Retour par rapport aux études antérieures	76
1. Positionnement par rapport aux autres études	76
2. Ressemblance et divergence avec les autres études.....	78

CONCLUSION	79
BIBLIOGRAPHIE	VII
LES ANNEXES	XIII

Auteur : RASOANAIVO Tantely Harimalala

Titre : Etude de la vulnérabilité d'une économie face aux phénomènes de contagions financières: cas de Madagascar

Nombre de pages : 80

Tableaux : 06

Figures : 06

Annexes : 05

Contact : +261342775862

Email : honeyrasoa@gmail.com

Adresse de l'auteur : IPT 235 Bis Antanety Bemasoandro Itaosy – Tana 102

Résumé

Face à la mondialisation financière actuelle, on peut constater une plus forte interconnexion entre les marchés financiers du monde conduisant à des bouleversements d'ordre international, notamment la survenue des crises financières et la propagation de ces dernières à l'échelle mondiale. Dans ce contexte, certaines économies se trouvent être vulnérables à ces phénomènes de contagions financières tandis que d'autres pas. Ce qui nous amène à poser la problématique suivante : dans quelle mesure une économie est-elle vulnérable aux phénomènes de contagion des crises financières étrangères ? Où nous avons considéré le cas de Madagascar. La méthodologie de notre recherche consiste à ressortir la possible vulnérabilité de l'économie malgache à travers l'étude de son système financier et les relations économiques qu'elle entretient avec le reste du monde, en l'occurrence le commerce international. Le secteur financier malgache fait preuve de solidité et de stabilité, principalement dû à un très faible développement mais une parfaite gestion des risques. Les résultats économétriques nous ont montré que le canal financier n'influe pas de manière considérable sur la sphère réelle du fait de la modicité du secteur financier, par ailleurs le taux de change influe sur la variation du PIB. On a pu voir l'immunité du secteur financier malgache face aux phénomènes de contagions et les effets indirects des crises mondiales sur l'économie malgache, notamment le gonflement des prix extérieur, la dévaluation de la monnaie nationale, et la baisse du volume d'échange de biens et service quand les pays importateurs sont touchés par les crises.

Mots-clés : libéralisation financière, développement financier, crises financières, phénomène de contagion, vulnérabilité, système financier, croissance économique

Encadreur : Monsieur RAMAROMANANA ANDRIAMAHEFAZAFY Fanomezantsoa