

L'instabilité du système financier international

Le système financier, qui comprend les institutions financières, les marchés financiers et les systèmes de compensation et de règlement, joue un rôle important au sein de l'économie d'une nation. Un système solide et efficient peut contribuer grandement à la croissance économique. Toutefois, comme l'a montré l'expérience vécue par de nombreux pays ces dernières années, les lacunes que présente un système ne reposant pas sur des bases solides peuvent amplifier considérablement les difficultés provenant d'autres secteurs de l'économie, voire entraîner elles-mêmes certains problèmes

La crise financière constitue l'un des traits marquants de l'économie contemporaine. Mais les phénomènes d'instabilité et de crise financières ne sont pas nouveaux. Dans sa passionnante *Histoire mondiale de la spéculation financière de 1700 à nos jours*², Charles Kindleberger montre que les crises financières sont un éternel recommencement depuis que la finance a commencé à s'organiser dans le monde autour de pays tels que la Hollande, la Grande-Bretagne, l'Allemagne et la France. La forme concrète de l'instabilité financière se transforme au cours de l'évolution du capitalisme ; aux XVIIe et XVIIIe siècles, celle-ci s'identifie à la crise de la dette des souverains, à la spéculation sur le commerce des bulbes de tulipes à Amsterdam puis sur les actions de la Compagnie des Indes. Au XIXe siècle, l'instabilité s'étend aux Bourses de valeurs et prend également la forme de faillites bancaires retentissantes (crise de la Baring anglaise en 1890).

Le XXe siècle connaît les trois formes principales de crises financières : les krachs boursiers, les crises de change et les crises bancaires. Les krachs boursiers correspondent à l'éclatement d'une « bulle spéculative ». Ils se caractérisent par un effondrement brutal des cours à la suite d'un mouvement de défiance qui amène la plupart des opérateurs à vendre leurs titres. Les krachs boursiers les plus connus sont ceux de 1929 et de 1987 qui éclatent sur la place financière de New York et se propagent sur les

² C. KINDLEBERGER, « Manias, panics and crashes : an history of financial crises », Basic Books, Harper Collins Publishers Inc., 1989, trad. franç. *Histoire mondiale de la spéculation financière de 1700 à nos jours*, éditions P.A.U., 1994

autres places financières. Les crises de change se traduisent par une baisse brutale du cours des monnaies à la suite d'attaques spéculatives.

La notion de *Système Financier International (SFI)* suppose l'existence d'opérations financières internationales entre agents économiques résidents et non-résidents.

Schéma N°01 : Le système Financière Internationale



le concept de stabilité financière qui correspond, comme l'a mentionné *J P Patat* (2000), à la situation dans laquelle le fonctionnement des différentes composantes du système financier et surtout leurs relations réciproques s'effectuent de manière saine et sans à-coups brutaux³, celui de l'instabilité financière, par opposition, renvoie à une situation dans laquelle les banques et les autres intermédiaires financiers évoluent dans un contexte de turbulences et de fragilités de type conjoncturelles ou/et structurelles. Cette instabilité débouche, le plus souvent, sur des situations de crises bancaires⁴, elles-mêmes à l'origine du déclenchement des crises financières (des crises de change et des crises de marchés boursiers). Dès lors, la question de la stabilité financière a fait l'unanimité en tant

³ J P PATAT (2000), « La stabilité financière, une nouvelle urgence pour les banques centrales » Bulletin de Banque de France. N 84, pp 49-61.

⁴ Contrairement aux crises de première et de deuxième génération, Les crises financières des années 1990 et 2000 ont montré que les banques, en raison de leur sensibilité aux fluctuations et de leurs fragilités, sont les premières victimes des turbulences financières. Voir KAMINSKY et REINHART (1996).

que bien public mondial et la coopération internationale s'avère une nécessité pour la mise en place d'un système financier stable⁵.

1. Les Formes et explications de l'instabilité financière:

Les économistes ont cherché depuis longtemps à expliquer les raisons qui sous-tendent les phénomènes d'instabilité et de crises financières. Deux courants de pensée s'opposent à ce sujet : il y a, d'un côté, les théoriciens qui ont une vision optimiste du fonctionnement de la sphère financière et qui considèrent que, dans les circonstances habituelles, les marchés fonctionnent bien et tendent à converger spontanément vers l'équilibre. Pour eux, l'instabilité et les crises financières correspondent à des épisodes exceptionnels et sont généralement causées par des facteurs exogènes, c'est-à-dire extérieurs à la sphère financière, tels que des politiques publiques inadaptées. Le second courant de pensée considère, au contraire, que l'instabilité et les crises financières sont endogènes, c'est-à-dire inhérentes au fonctionnement même de la finance et de l'économie de marché. Selon cette conception, les comportements des agents économiques et les imperfections des marchés sont à l'origine des dysfonctionnements récurrents de la finance.

1. 1. Marchés efficients et bulles spéculatives rationnelles :

Les crises financières sont assimilées à des dysfonctionnements des marchés entraînant une déviation par rapport au modèle de référence de l'efficience. L'hypothèse d'efficience correspond à une conception du marché selon laquelle les prix incorporent à chaque instant toutes les informations disponibles. Postuler l'efficience, c'est admettre que les marchés sont organisés de telle sorte que tous les opérateurs bénéficient, sans coût et instantanément, de la même information. Le prix de marché ne peut se modifier que par l'arrivée d'une nouvelle information. Par ailleurs, on suppose que les opérateurs font des «anticipations rationnelles» au sens où ceux-ci savent interpréter correctement

⁵ Evoquant le concept de stabilité financière, F MISHKIN (2007), souligne qu' «Un système bancaire et financier est stable s'il est capable d'absorber les chocs sans apparition de processus cumulatif de nature à entraver l'allocation des fonds aux projets d'investissements. »

l'information grâce à l'analyse économique. Cette rationalité garantit que les opérateurs ne commettent pas d'erreur de prévision systématique.

L'efficience des marchés n'empêche pas l'instabilité des prix. Des « bulles spéculatives rationnelles » sont possibles (Blanchard et Watson, 1984)⁶.

Ces bulles correspondent à l'écart durable et croissant entre le prix du marché et la valeur fondamentale d'un actif, celle qui, par exemple, définit le prix d'une action comme la valeur actualisée des dividendes futurs anticipés. Une bulle spéculative naît et disparaît d'une manière imprévisible car son évolution ne dépend d'aucun facteur lié aux déterminants fondamentaux des prix. Les bulles sont expliquées par le caractère « autoréalisateur » des anticipations : les spéculateurs achètent des titres dont ils anticipent la hausse, ce qui fait monter les cours des titres en question. Ces bulles sont « rationnelles » dans la mesure où l'évolution des prix valide les anticipations. Cette interprétation des bulles financières comporte d'importantes limites. Elle ne permet pas, comme d'ailleurs la plupart des théories, d'expliquer les mécanismes qui sont à l'origine de l'éclosion puis de l'éclatement des bulles. Par ailleurs, si les agents étaient vraiment rationnels, ils raisonneraient sur un horizon suffisamment long pour intégrer le fait que les bulles finissent toujours par éclater, ce qui devrait réduire leurs ardeurs spéculatives.

1.2 Crises et imperfections des marchés financiers :

Certains théoriciens, rompant avec cette conception idyllique de la finance, ont mis l'accent sur l'existence d'imperfections des marchés financiers portant atteinte à leur efficience. L'instabilité et les crises financières s'identifient alors à l'absence d'efficience: le prix des actifs ne représente plus une image synthétique des valeurs fondamentales de l'économie et des entreprises, et l'achat d'un actif devient risqué. Selon les approches récentes, les imperfections des marchés concernent la qualité de l'information et prennent la forme d'« asymétries d'information » entre prêteurs et emprunteurs. Les crises financières sont analysées comme des perturbations non linéaires des marchés financiers. Dans ce contexte, les asymétries d'information s'intensifient fortement de sorte que les

⁶ O. BLANCHARD & M. WATSON, « Bulles, anticipations rationnelles et marchés financiers », in Annales de l'I.N.S.E.E., no 54, 1984

marchés financiers sont dans l'incapacité d'évaluer correctement les actifs financiers et d'allouer efficacement les fonds vers les agents économiques qui ont l'opportunité de réaliser les investissements les plus productifs (Mishkin, 1997)⁷.

On distingue deux types d'asymétries d'information : la « sélection adverse » (adverse selection) correspond à la situation où un projet de mauvaise qualité, donc contraire (adverse) à celui recherché, est choisi par le prêteur (selection), car celui-ci ne connaît pas toutes les caractéristiques du projet de l'emprunteur. Avec l'« aléa moral », le prêteur s'expose au risque (aléa) que l'emprunteur ne remplisse pas toutes ses obligations (moral), une fois le contrat conclu.

Les asymétries d'information s'aggravent en période de crise par le jeu de quatre mécanismes:

I. Une hausse des taux d'intérêt, provoquée par exemple par les autorités monétaires, augmente la proportion des emprunteurs présentant de mauvais risques de crédit, parce que ceux-ci sont endettés à taux variables ou parce que la valeur des garanties financières (collatéraux) qu'ils ont apportées a diminué avec la hausse des taux d'intérêt. Les prêteurs font alors face à un risque accru de sélection adverse et sont incités à rationner leurs prêts, ce qui peut engendrer une crise de liquidité sur les marchés et ralentir l'activité économique.

II. La montée de l'incertitude sur les marchés financiers, due par exemple à des faillites bancaires, augmente la difficulté des prêteurs à distinguer les bons risques des mauvais, ce qui aggrave les risques de sélection adverse. La difficulté des prêteurs à traiter l'information les rend peu enclins à développer leurs financements, ce qui favorise une baisse des crédits accordés, et provoque une chute de l'investissement et de l'activité.

III. En période de difficultés, liées par exemple à une récession, les entreprises voient leur structure financière se détériorer et leur valeur nette diminuer, ce qui aggrave les problèmes d'asymétrie d'information de deux manières : premièrement, la baisse de la valeur de l'entreprise dégrade la qualité des nantissements et diminue la protection des prêteurs contre les risques de sélection adverse, ce qui les amène à réduire leurs

⁷ F. MISHKIN, « Understanding financial crises », in Annual World Bank Conference on Development Economics, 1997

financements ; en second lieu, la baisse de la valeur de l'entreprise accroît l'incitation de celle-ci à effectuer des investissements risqués (aléa moral), puisque l'entreprise et ses actionnaires ont moins à perdre si leurs investissements tournent mal.

IV. L'asymétrie d'information constitue la cause des paniques bancaires, les déposants se ruant, pour en retirer leur argent, sur les banques solvables, comme sur celles qui ne le sont pas pour la raison qu'ils ne peuvent pas faire la distinction entre ces deux types de banques.

Les paniques bancaires sont plus à même de se produire lorsque les bilans des banques sont affaiblis, augmentant la probabilité de défaillances bancaires. Cette vulnérabilité des banques peut être imputée au fait que les autorités chargées de surveiller les banques ont mal fonctionné et n'ont pu détecter les risques de défaillance ; les banques peuvent également être victimes de chocs (crise économique ou politique) entraînant une dégradation rapide de leur bilan.

1.3 L'instabilité et les crises financières au cœur du capitalisme :

Une approche plus radicale, qualifiée d'« hypothèse d'instabilité financière », a été proposée par *Hyman Minsky (1982)*⁸ pour qui les crises sont endogènes au fonctionnement de l'économie capitaliste. *Minsky* raisonne dans le cadre d'une économie où, contrairement aux hypothèses des théoriciens de l'efficacité, les comportements financiers des agents sont « naturellement » déstabilisants. *Minsky* relie la fragilité financière des économies capitalistes au cycle des affaires et associe les crises financières au point de retournement de celui-ci.

Pendant la phase ascendante du cycle, les entreprises sont « euphoriques »: les opportunités de profit vont stimuler leur recours à l'endettement pour soutenir leurs projets d'investissement. Durant le boom de l'investissement, l'économie se déplace d'une structure financière robuste vers une structure financière fragilisée par le surendettement et la spéculation. *Minsky* classe les entreprises en trois groupes selon leur comportement financier :

⁸ H. MINSKY, « The FIH : Capitalist processes and the behaviour of the economy », in Kindleberger and Laffargue, *Financial crises : Theory, History and Policy*, Cambridge University Press, 1982

(a) les entreprises qui sont couvertes et ne prennent pas de risque financier ;

(b) les entreprises qui spéculent en se mettant dans une situation où les recettes ne couvrent qu'une partie de leurs charges financières ;

(c) les entreprises « Ponzi », du nom d'un célèbre spéculateur du début du XXe siècle, qui font de la « cavalerie » en se refinançant de manière continue pour rembourser leur dette et payer leurs intérêts.

La forte demande de crédit entraîne une hausse des taux d'intérêt, amplifiée par les autorités monétaires qui tentent de lutter contre une création excessive de liquidités. Cette hausse du taux d'intérêt constitue le déclenchement endogène de la crise. En effet, les entreprises surendettées (catégories b et c) sont mises en difficulté : leurs actifs liquides deviennent insuffisants pour payer les intérêts et rembourser les dettes. Il s'ensuit des ventes de détresse, un effondrement des prix des biens et des actifs financiers, ainsi qu'un arrêt des investissements. On assiste alors à une crise financière qui précipite le retournement du cycle économique. Le boom fait place à la dépression. Ce lien entre retournement du cycle économique et crise financière, qui n'est pas toujours observé, semble cependant être vérifié lors du dégonflement de la bulle financière à partir de 1999.

1. 4. Globalisation et instabilité financières

Une seconde conception de l'endogénéité de l'instabilité financière fait appel au «déterminisme évolutionniste ». Selon cette approche, les périodes d'instabilité financière correspondent aux changements d'état du système financier. Le système financier est comparable au système industriel dans la mesure où son évolution dépend des innovations mises en œuvre et du mode d'organisation que celles-ci suscitent. Tout comme le système industriel, le système financier est actuellement soumis à la logique de la nouveauté induite par les technologies de l'information. Selon Joseph Schumpeter (1969)⁹, initiateur du courant évolutionniste, l'innovation est au centre de la dynamique économique. Celle-ci engendre un processus de « destruction créatrice » qui est déstabilisant

⁹ J. SCHUMPETER, Capitalisme, socialisme et démocratie, Payot, 1969

car il remet en cause l'organisation de la production en détruisant les formes anciennes tout en en créant de nouvelles.

Cette approche peut être étendue à l'évolution récente du système financier. Celle-ci a pris la forme du processus de « globalisation financière », c'est-à-dire l'émergence d'un marché planétaire des capitaux, susceptible d'offrir à l'ensemble des acteurs de l'économie mondiale une gamme complète d'instruments financiers. Les deux moteurs de cette globalisation sont les innovations et la libéralisation financières qui ont engendré simultanément un accroissement de l'efficacité et de l'instabilité du système financier international. Le développement des produits dérivés (contrats à terme, options et swaps) constitue sans doute la principale innovation financière de la période récente. Ceux-ci sont un instrument efficace de gestion des risques de taux d'intérêt et de change, liés à l'instabilité de ces variables ; mais simultanément, ces nouveaux instruments financiers sont un facteur d'instabilité car ils sont devenus l'une des armes favorites des spéculateurs. La spéculation est en effet rendue beaucoup plus aisée sur les marchés de produits dérivés, en raison de leurs effets de levier (très faible mise initiale par rapport à l'engagement), qui augmentent fortement le potentiel de prise de risque.

Le processus de globalisation financière est fondé sur la règle des trois "D" : *désintermédiation, déréglementation, décloisonnement* :

- *La désintermédiation* est définie par la finance directe dans laquelle les entreprises émettent des titres sur le marché financier afin de pouvoir se financer. Désormais, elles n'ont plus besoin de passer par des intermédiaires financiers. Une entreprise préférera donc se financer par une émission d'obligations ou d'action plutôt que de s'endetter auprès d'une banque. On passe donc d'une économie d'endettement à une économie de marché, c'est-à-dire, d'une finance indirecte, où les banques assuraient les besoins de financement des agents, à une finance directe.
- *La déréglementation* est liée à toute absence de règles, telles que la suppression du contrôle des changes ou bien la libéralisation des taux créditeurs et débiteurs. Les autorités monétaires des principaux pays développés ont aboli les

réglementations de manière à faciliter la circulation internationale du capital. La diminution des barrières réglementaires donc induit une baisse des coûts de transaction ayant pour effet une croissance des transactions financières internationales.

- *Le décloisonnement* des marchés correspond à l'abolition des frontières entre des marchés jusqu'ici séparés. Il est marqué par l'ouverture du marché monétaire permettant alors une circulation plus facile des flux financiers entre les pays.

2. Les principales formes de l'instabilité financière :

Les monétaristes ont une vision optimiste des crises financières. En effet, les paniques bancaires peuvent être aisément évitées par l'intervention de la banque centrale en tant que « prêteur en dernier ressort » (cf. infra, La gestion des crises financières) pour financer les banques illiquides et solvables afin d'éviter les mouvements de panique bancaire. La banque centrale est ainsi appelée à jouer un rôle d'« assureur » : sachant que leur banque recevra, en cas de besoin, des liquidités pour financer leurs demandes éventuelles de retraits, les déposants gardent confiance dans le fonctionnement du système de paiement. Selon cette analyse, c'est l'absence d'intervention de la Réserve fédérale comme prêteur en dernier ressort qui serait à l'origine de la crise financière des années 1930. On sait, en effet, que la banque centrale américaine a mené alors une politique opposée, consistant à restreindre la liquidité bancaire au moment du déclenchement de la crise, ce qui a contribué à amplifier celle-ci. D'autres économistes, défendant des analyses différentes (Fisher, 1933 ; Minsky, 1982)¹⁰, ont également mis l'accent sur le rôle central du prêteur en dernier ressort dans la gestion des crises.

2. 1. Libéralisation financière et crises bancaires :

On a assisté à une recrudescence des crises bancaires depuis les débuts du processus de globalisation financière au cours des années 1970. Les deux tiers des pays membres du Fonds monétaire international (F.M.I.) ont été frappés par des crises

¹⁰ H. MINSKY, « The FIH : Capitalist processes and the behaviour of the economy », in Kindleberger and Laffargue, Financial crises : Theory, History and Policy, Cambridge University Press, 1982

bancaires graves (généralement accompagnées de faillites) qui ont entraîné des pertes cumulées supérieures à 250 milliards de dollars (Honohan, 1997)¹¹.

Des travaux récents du F.M.I. ont établi deux résultats importants. En premier lieu, il a été montré que la majorité de ces crises bancaires ont été précédées par des politiques de libéralisation financière (Kaminski et Reinhart 1996)¹², prenant principalement les formes d'une suppression du contrôle des changes, de la libéralisation des taux d'intérêt et de privatisations. La cause des crises n'est pas la libéralisation financière en soi, mais le fait que celle-ci ne soit pas accompagnée de réformes institutionnelles suffisantes. En second lieu, ces mêmes auteurs ont montré l'existence d'un lien fréquent, en particulier dans les pays émergents, entre les crises bancaires, d'une part, et les crises financières et de change, d'autre part. C'est la thèse des « crises jumelles ». Le schéma explicatif est le suivant. La libéralisation financière stimule les entrées de capitaux dans les pays émergents, ce qui a deux séries de conséquences :

(a) un accroissement rapide des crédits bancaires et de la masse monétaire favorisant l'inflation et la constitution de bulles spéculatives ;

(b) une surévaluation de la monnaie qui freine les exportations et ralentit la croissance, amenant une montée du chômage.

2. 2. L'instabilité fondamentale des marchés financiers et les krachs boursiers

John Maynard Keynes (1936)¹³ est sans doute l'économiste qui a donné l'analyse la plus éclairante de l'instabilité financière. Pour Keynes, le futur relève de l'incertitude dans nos économies. La raison principale de cette incertitude réside dans la difficulté d'effectuer des prévisions dans une situation de changement permanent dû aux fluctuations de la demande effective (demande anticipée par les entrepreneurs) et des prix d'actifs. Face au futur, dans une économie monétaire, les entrepreneurs ont le choix entre deux attitudes : « entreprendre », ce qui consiste à rechercher des profits en fonction des

¹¹ P. HONOHAN, « Banking system failures in developing and transition countries : diagnosis and prediction », in Technical Report 39, BIS, 1997

¹² G. KAMINSKI & REINHART, « The twin crises : the causes of banking and balance of payments problems », in IMF Discussion Papers, no 544, 1996

¹³ J. M. KEYNES, Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie, 1936, Payot, Paris, 1969

rendements escomptés de l'investissement ; ou « spéculer », c'est-à-dire rechercher des plus-values en faisant des prévisions sur la « psychologie du marché ». Plus l'incertitude est grande, plus la logique spéculative l'emporte, poussant les entrepreneurs à privilégier les résultats financiers à court terme au détriment de la croissance de longue période. La prédominance de la spéculation conduit à un changement d'état faisant surgir l'instabilité. Selon Keynes, « le risque d'une prédominance de la spéculation tend à grandir à mesure que l'organisation des marchés financiers progresse » (Théorie générale, chap. XII). En d'autres termes, le développement des marchés financiers a des effets ambivalents : d'un côté, il facilite le financement de l'investissement mais, d'un autre côté, il favorise la spéculation et crée les conditions de l'instabilité financière.

Dans ce cadre d'analyse, la détermination du prix des actifs est plus complexe que ne le laisse supposer la théorie financière moderne. Cela provient de ce que les comportements sur les marchés obéissent à des formes de rationalité très différentes de celles que postule la vision standard. Pour les théoriciens de l'efficience, les opérateurs obéissent à une rationalité « substantielle », c'est-à-dire que ceux-ci utilisent un modèle idéal (et unique) pour optimiser leur information en se fondant sur les grandes lois économiques, supposées universelles, qui correspondent aux « fondamentaux ». Pour les économistes keynésiens, les intervenants de marché obéissent plutôt à une rationalité « procédurale » ou « conventionnelle », c'est-à-dire qu'ils suivent un ensemble de procédures collectives et interactives définissant l'opinion moyenne du marché, ce qui est un moyen de faire face à l'incertitude. André Orléan (1999)¹⁴ qualifie cette convention financière de « polarisation mimétique ».

Ce type de comportement est illustré par les investisseurs institutionnels (fonds de pension, fonds mutuels, compagnies d'assurance), principaux intervenants sur les marchés financiers (Plihon, 1999). Les gérants de fonds sont généralement évalués en fonction de normes standards, de références de marché ; ils cherchent donc à éviter des positions de nature à générer des écarts importants par rapport à ces références. Les gérants sont ainsi enclins à suivre étroitement la stratégie de leurs pairs, ce qui engendre des comportements mimétiques. Enregistrer les mêmes mauvais résultats que le

¹⁴ A. ORLÉAN, *Le Pouvoir de la finance*, Odile Jacob, Paris, 1999

reste de la profession portera moins préjudice que se hasarder à des stratégies personnelles pouvant se révéler décevantes.

Une autre source de conformisme, qui est à l'origine des processus cumulatifs d'emballlement des marchés, est liée aux méthodes d'allocation d'actifs utilisées par les gérants. Ces derniers choisissent, en effet, leurs placements en fonction de stratégies précises, appelées profils de fonds. Or, d'une part, les critères retenus pour définir ces profils sont identiques d'un fonds à l'autre et, d'autre part, les épargnants ont tendance à saluer les bons résultats par des apports de fonds (et les mauvais résultats par des retraits), ce qui favorise une dynamique cumulative sur les prix des actifs concernés. Ce phénomène est encore plus marqué dans le cas fréquent, qualifié de « gestion passive », où les gestionnaires ont pour objectif unique de reproduire un indice boursier de référence, tel que le CAC 40, l'Eurotop 100, ou l'indice MSI (Morgan Stanley Index) qui donne une forte pondération aux marchés émergents. Il en résulte une concentration des opérations sur un nombre limité de titres ou de marchés entrant dans la composition de ces indices, ce qui renforce la dimension grégaire des investisseurs et contribue aux crues et aux décrues cumulatives sur les marchés.

3. Le processus de la libéralisation financière:

Selon Trichet (2000) les transformations qui ont affecté la finance contemporaine, sous l'action combinée de la marchandisation et la globalisation financière, se sont essentiellement reposées sur le phénomène de la libéralisation financière et les innovations technologiques et financières¹⁸.

Ainsi, l'autre phénomène à l'origine des mutations qu'a connu l'environnement financier et bancaire est celui de la libéralisation financière¹⁹. La libéralisation financière se traduit par la diffusion des fondements de l'économie libérale dans la gestion des affaires monétaires, bancaires et financières de l'économie. Celle-ci constitue la voix fondamentale pour tout développement financier. Elle permet selon ses auteurs, d'améliorer l'efficacité des systèmes financier et bancaire et de renforcer le rythme de la croissance de l'économie. Elle se manifeste par trois formes ²⁰ : la dérégulation des taux d'intérêt, la mise en concurrence des différents canaux de financement et l'ouverture extérieure du système financier.

Sur le plan théorique, l'adoption d'une politique de libéralisation financière a toujours été considérée comme étant un facteur essentiel de croissance économique et du développement des systèmes financiers. Elle est préconisée comme étant une solution pour le décollage des économies encore sous-développées. Ses fondements remontent aux premiers travaux de McKinnon et E Shaw (1973). Ces derniers, partant de l'anti-thèse du terme « répression financière »²¹démontrent que, sur une analyse de la situation financière d'un nombre important de pays en développement (PED), sont nombreux ceux qui souffrent d'un manque important de ressources financières, d'une affectation non optimale des ressources et d'un rationnement de crédit. Cette situation s'explique par le fait que les banques sont indispensables dans le financement de leur économie, celle-ci sont considérées comme étant un secteur stratégique. Situation pour laquelle les gouvernements jugent qu'il est nécessaire de les contrôler²².

D'après l'énoncé de la théorie de la libéralisation financière, il y a insuffisance de croissance économique parce que l'épargne financière mobilisée par le système financier se révèle insuffisante. Ce qui est à l'origine de la réduction du volume du capital productif. L'épargne est alors considérée comme étant un préalable à l'investissement. C'est cette épargne qui est à l'origine du financement des investissements productifs, ces derniers étant à l'origine de la croissance économique. Ainsi, le crédit alloué serait alors affecté en fonction de la productivité attendue des projets ce qui accroît l'efficacité de l'investissement.

Selon les partisans de cette approche, la libéralisation financière suppose permettre un accroissement du niveau et de la qualité de l'investissement par le biais de l'amélioration du rendement de l'épargne et la réduction des contraintes des crédits. La libéralisation financière est à l'origine de l'augmentation du niveau de l'épargne à travers la diversification de ses instruments et en augmentant son rendement anticipé par le biais des taux d'intérêts réels plus élevés. Les taux d'intérêts débiteurs positifs en terme réel permettent aux systèmes financiers de canaliser plus de ressources financières ²³. La rémunération compétitive des dépôts bancaires réduit l'incitation à la consommation immédiate et mobilise l'épargne qui échappe au secteur financier.

Mc Kinnon et Shaw (1973) considèrent la libéralisation financière comme étant une stratégie qui permet d'améliorer l'efficacité du système financier et indirectement de favoriser la croissance économique²⁴. Pour ce faire, les disciples de cette approche suggèrent une rupture totale avec le régime interventionniste de l'Etat et soutiennent le régime de la libéralisation à travers :

- *L'augmentation des taux d'intérêt nominaux, jusqu'à ce que les taux réels soient positifs ;*
- *La suppression de l'allocation directe du crédit ;*
- *La poursuite d'une politique de stabilisation des prix.*

Pour tester le degré de l'efficacité de la nouvelle politique de libéralisation financière de Mc Kinnon et Shaw, de nombreux travaux tant théoriques qu'empiriques ont été réalisés. L'objectif principal est de s'interroger sur la question de savoir si la libéralisation financière joue réellement un rôle actif dans le financement du développement économique [Kapur (1976), Galbis (1977), Mathieson (1979), Bencivenga et Smith (1991), Robini et Sala-i-martin (1992)...].

Sur le plan pratique, un nombre important des PED, à l'instar de la plus part des pays développés, semblent être séduits par cette approche vers la fin des années 1970. Se sont les pays de l'Amérique latine qui se sont d'abord inscrits dans cette thèse (Argentine, Brésil, Chili, Mexique, Uruguay), à la fin des années 70, et puis les pays du sud-est asiatique ensuite (Corée du sud, Indonésie, Taïwan, Thaïlande), à partir du début des années 80. Elle est également la politique par excellence adoptée par les organismes financiers internationaux (FMI et Banque mondiale) en tant qu'élément central dans la politique d'ajustement structurel dès la fin des années 70, pour enfin, se généraliser sur l'ensemble des PED, notamment les pays du Maghreb et du Machrek (Tunisie, Liban, Maroc, Egypte, Algérie) dans le cadre des politiques de développement de leurs systèmes financiers à partir de la fin des années 80.

Cependant, entre la théorie et la pratique, force est de constater que la libéralisation financière qui commença à donner ses effets aux débuts des années de sa mise en œuvre²⁵, parviennent à des résultats positifs sur le long terme²⁶. Elle s'est vite transformée en un malheur pour certains pays. Censée être à l'origine de l'amélioration de l'allocation des ressources dans l'économie, et par là, de la croissance et du bien être [Aglietta (2001)], les politiques de libéralisation financière sont, malheureusement, pour la quasi-totalité des économistes, à l'origine des crises bancaire et financière qui ont secoué la majorité des pays qui les ont adoptées.

4. Les mutations de l'activité financière, une source d'instabilité financière

Les mutations de l'activité financière en général et celle de la banque en particulier nous conduit à un autre questionnement relatif à l'environnement microéconomique dans lequel s'exerce cette nouvelle activité. A quel degré les nouvelles formes d'intermédiation des banques peuvent être à l'origine de l'instabilité financière ? Autrement dit, il s'agit de compléter notre analyse réalisée jusqu'ici sur un plan macroéconomique global par une autre forme d'analyse de type microéconomique dans laquelle nous tenterons d'expliquer le rapport entre les nouvelles activités de la banque et les graves dysfonctionnements en termes de stabilité financière.

4.1. L'engagement abusif des banques à l'origine de la sous-évaluation des risques :

Nous avons présenté dans la première partie de ce papier l'ampleur et l'exigence de la transformation des activités bancaires en tant qu'une réponse directe à la financiarisation, de plus en plus croissante, des agents économiques non financiers. Celles-ci (banques) ont dû, pour satisfaire leur clientèle et faire face à leurs nouveaux concurrents (investisseurs institutionnels et les hudgs funds), découvrir de nouvelles sources de rentabilité ainsi que se lancer dans des opérations trop risquées, qui sont les produits sous-jacents des différentes mutations que nous avons développées plus haut.

1.1 Augmentation du crédit bancaire: facteur d'approfondissement financier mais d'instabilité financière

Traditionnellement, le crédit bancaire est considéré comme étant un facteur déterminant du processus d'approfondissement financier et par là, du processus de croissance et de développement économique. Parallèlement, le dynamisme du crédit bancaire peut être à l'origine de l'éclatement des booms de crédit qui peuvent entraîner une contraction de l'activité économique¹⁵. La majorité des crises bancaires qui ont touché les pays émergents au cours de ces dernières décennies livrent l'illustration la plus éclatante.

En étant dans une situation d'euphorie financière et de l'amélioration des fondamentaux économiques d'une part, et de l'importance de la liquidité des banques et de leur comportement en matière de financement des agents économiques non financiers de l'autre part, les critères de la distribution des prêts bancaires s'assouplissent lorsque la conjoncture est favorable et se durcissent en cas de retournement¹⁶. Ainsi, dans un premier temps et suite à une diminution propagée des primes de risques et des taux d'intérêt à long terme, les banques se sont engagées dans une logique d'allocation massive et sans conditions de crédits. Cet assouplissement en matière d'octroi de prêts bancaires suivi d'une hausse des prix des actifs conduit à la formation des bulles qui, le plus souvent se bondissent en crises.

Dans ce contexte, et à la lecture de l'évolution du ratio crédits intérieurs/PIB, la majorité des pays secoués par des crises bancaires ont enregistré des niveaux trop élevés (booms ou des bulles de crédits) durant les périodes qui précèdent le déclenchement des crises. Une partie importante des crédits alloués est destinée au financement des besoins de consommation courante des agents non financiers, ce qui s'est traduit par le développement du processus de surendettement des agents économiques.

Cependant, cette situation de surliquidité des banques s'est vite transformée, pour des raisons d'influence de certains facteurs d'ordre endogène et/ou exogène, en une « ruée

¹⁵ S SA (2006), « Flux de capitaux et dynamisme du crédit dans les pays émergents », Revue de Stabilité Financière, Banque de France, N 9, décembre 2006, pp 51-69

¹⁶ P ARTUS, J P BERTEZE, C DE BOISSIEU et G C BLANCARD (2007) « La crise des subprimes » Rapport réalisé en PAO au conseil d'analyse économique. La documentation française. Paris. P 28.

bancaire» suite à l'incapacité des banques à faire face aux demandes de retraits massifs des fonds déposés par leurs créanciers. Une détérioration de la situation financière d'une banque, parfois suffisamment grave, par effet de contamination peut être à la racine de l'éclatement d'une crise généralisée, touchant par là, les banques les plus solides et les plus solvables. Ainsi, en raison de l'absence d'une information suffisante et complète (asymétrie d'information) de la qualité financière de la banque ainsi que dans un contexte de l'absence de la sécurité des dépôts, les banques sont exposées au risque d'insolvabilité qui peut les rendre vulnérables mais aussi, les soumettre aux dangers d'une faillite, étant donné que les « runs » sur les dépôts (course aux dépôts) est la forme la plus redoutable des risques qui secoue la banque [Diamond et Dিব্বিগ (1983)].

Compte tenu de ce qui précède, la faillite d'une banque peut mettre en péril les autres banques et établissements financiers¹⁷ et par là, celui de la stabilité du système financier dans son ensemble et ce, à travers ses effets de dominos et de contagion. Situation qui est, dans la plus part des cas, à l'origine de la dégradation de la sphère réelle de l'économie, de la détérioration des bilans bancaires, de la chute des cours boursiers et de la déstabilisation de l'activité économique dans son ensemble. La crise du système bancaire conduit automatiquement à une logique de rationnement du crédit et par là, à la diminution de l'offre de capitaux aux investisseurs et donc enfin, à une tendance haussière des taux d'intérêt.

1.2 Les innovations financières et prise de risques excessive des banques

Parallèlement aux politiques abusives d'octroi de crédits à l'économie et dans le but de faire face aux pressions concurrentielles qui s'exerçaient sur les marchés bancaires et financiers, les banques ont opté pour des politiques de prise de risques excessive qui sont produites directement des techniques d'innovations financières adoptées. Ces prises de risques excessives ont été nourries par des conjonctures internes et externes

¹⁷ Dans ce contexte, les conséquences des risques inhérents à l'environnement microéconomique de la banque sont d'une extrême importance pour l'intégrité du système bancaire. Ainsi, les conséquences du risque sur l'ensemble du système dépendent de la taille de l'établissement, et la faillite d'une petite banque peut être neutralisée et la banque peut disparaître sans effets. Par contre, la faillite d'une grande banque nécessite une prise en charge par les autorités en vue de limiter ses impacts négatifs sur les autres établissements. Dans ce cas, c'est la doctrine de too big to fail (trop gros pour faire faillite) qui prévaut.

favorables, dont l'amélioration des fondamentaux économiques, la création et le développement des nouveaux produits financiers, le lancement de nouvelles techniques de couverture et de répartition des risques.

Du point de vue théorique, le phénomène de l'alea moral¹⁸ joue un rôle décisif dans la prise de risque excessive. En étant libre d'exercer leurs activités, les banques s'engagent dans des opérations trop risquées mais qu'elles jugent très rentables. Or, dans un contexte caractérisé par une intervention des autorités monétaires par le biais des systèmes de garanties des dépôts et de sauvetage des banques en difficultés permet une sorte d'assurance et de subvention « cachées » qui incite les banques à aggraver davantage le risque encouru ainsi que leur levier financier puisqu'elles ne subiront aucune perte en cas de survenance de problèmes. Le « sauveteur », en cas de difficultés, se retire ensuite conduisant par là au déclenchement de la crise [Kraugman (1998), Corsetti, Pesenti et Roubini (1999)].

Du point de vue pratique, les innovations financières ont largement contribué au développement de la finance moderne. Elles ont le mérite de la grande souplesse des opérations financières et la baisse de leurs coûts de transaction. Elles sont également censées permettre une allocation des risques et une efficacité accrue des marchés. Or, leur complexité et la course à l'excès, semble être à l'origine de la défaillance d'un nombre important de banques et d'établissements financiers. La défaillance de ces dernières est due, selon un nombre important d'études sur la question, à la liberté excessive attribuée aux banques par les mouvements de libéralisation financière d'une part, et à l'absence de politiques et de méthodes efficaces en matière d'évaluation et de gestion des risques [L Miotti et D Plihon (2001)].

¹⁸ Le phénomène de l'alea moral ou encore du risque moral, renvoie au fait que les agents économiques procèdent à des prises de décisions trop risquées du moment que leurs pertes sont couvertes par le gouvernement en cas de leur survenance et ce, à travers des réglementations spécifiques. Ainsi, l'assurance des dépôts bancaires par exemple, peut créer un problème d'alea moral chez les banques, car ces dernières peuvent être incitées à l'accroissement de leurs engagements et par là, à l'accroissement des risques de leur actif.