

La reprise économique mondiale a démarré plus vigoureusement que prévu, mais elle se poursuit à un rythme différent selon les régions: les pays émergents emmenés par l'Asie se montrent relativement dynamiques tandis que dans les économies avancées, l'activité est encore molle et reste tributaire des mesures de relance prises par les pouvoirs publics. La croissance mondiale devrait après avoir été négative en 2009, atteindre 3,9 % en 2010 et 4,3 % en 2011 (FMI [2010]).

Le renforcement des structures économiques et l'action rapide des pouvoirs publics ont aidé beaucoup de pays émergents à atténuer les effets du choc extérieur et à attirer rapidement de nouveaux flux de capitaux. La santé du système financier mondial s'est améliorée, mais les risques qui pèsent sur la stabilité demeurent importants: les risques souverains des pays avancés pourraient remettre en question les progrès en matière de stabilité et ouvrir une nouvelle phase de crise du crédit²³.

La crise financière a mis en exergue la responsabilité du système financier notamment les banques; la multiplication des produits financiers sophistiqués, les agences de notation, les fonds d'investissement, les *hedge funds* et les fonds spéculatifs ont pareillement une part de responsabilité dans cette crise. Ces constats justifient une régulation systémique, où il faut intervenir sur un ensemble de dimensions et non sur des segments isolés: « les pistes de régulation sont multiples et appellent une méta-régulation en vertu des caractéristiques globales du capitalisme financier » (Le Duigou et Guilani [2008]).

Au niveau des banques, les solutions de provisionnement mises en œuvre après Bâle I et Bâle II sont de grandes avancées mais se révèlent procycliques et appellent à mettre en place des provisionnements dynamiques. La supervision prudentielle permet la résilience des banques aux chocs mais transfère ces risques bancaires aux marchés²⁴. Les investisseurs institutionnels connaissent actuellement une contrainte de rendement à court terme alors que leurs engagements sont de nature sociale et ont donc besoin d'un rendement régulier de très long terme. Leur rôle devrait s'avérer contraignant afin de stabiliser l'économie dans le cas de création de bulles. Les marchés financiers se sont redressés depuis les creux atteints en mars 2009, ce qui s'explique par l'amélioration des conditions économiques et les mesures de

²³ FONDS MONÉTAIRE INTERNATIONAL (2010), « Rapport sur la stabilité financière dans le monde », avril.

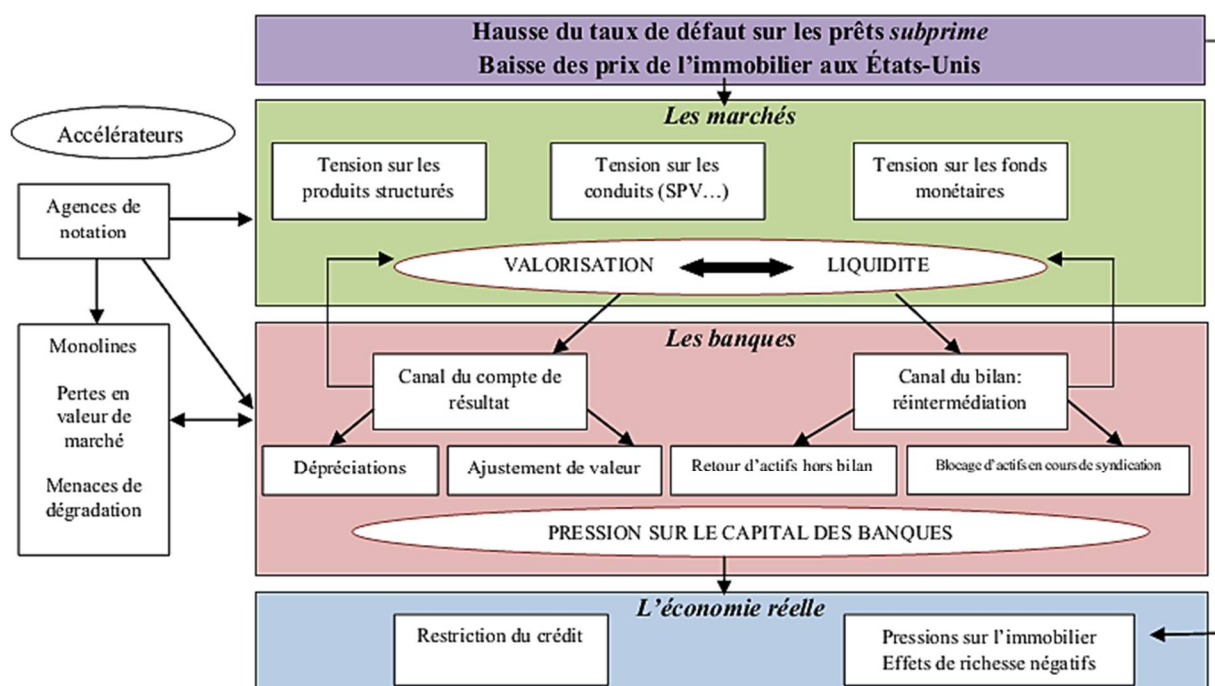
²⁴ Bâle oblige les agences de notation à prendre uniquement en compte le défaut de paiement: leur analyse reste exogène alors que le risque en cas de crise devient endogène (systémique) puisqu'une crise implique tous les acteurs et ce, en raison de leur interdépendance.

grande ampleur prises par les pouvoirs publics. Les marchés de gré à gré relèvent de transactions bilatérales opaques; une normalisation de la titrisation par la mise en place d'un marché organisé jouerait en faveur de la transparence des prix et des négociations.

La prise de risque découle non seulement de la recherche de la maximisation du profit mais également des incitations des intermédiaires financiers: « En exagérant un peu, on pourrait interpréter la crise comme étant le résultat d'une inadéquation entre les différentes incitations » (Noyer [2009]). Une inadéquation entre les différentes incitations a été observée à la fois entre les intermédiaires financiers et au sein de chacun d'eux: cette inadéquation qui existe entre les intermédiaires est la conséquence de l'innovation financière et du développement de la titrisation. Par ailleurs, les produits structurés sont peu liquides et sont constitués pour s'adapter aux caractéristiques et au profil de risque requis par leur acquéreur. Ces propriétés limitent leur aptitude à être revendus à d'autres investisseurs dont les préférences ou les besoins pourraient être différents. Cela fait apparaître un phénomène de circularité: la valorisation à la juste valeur doit s'effectuer sur la base d'un prix de marché (en application des normes comptables internationales) où les opérateurs ne peuvent valoriser correctement un actif que s'il existe une liquidité suffisante sur le marché et cette liquidité dépend de la valorisation.

Toutes ces tensions ont exercé une forte pression sur les fonds propres des banques qui ont réduit leur activité de prêts, conduisant au passage d'une crise financière à une crise de l'économie réelle (Schéma n° 2).

Schéma n° 2: Le passage d'une crise financière à une crise de l'économie réelle



Source : Banque de France (2010), « Crise financière: origines et dynamiques », Direction de la stabilité financière, Documents et Débats, Chapitre 1, n° 3, janvier, p. 6.

L'objectif de la régulation financière est de tenir compte de tous les risques et d'en atténuer les conséquences et de garantir que les intermédiaires financiers réagissent aux signaux de prix et de risques. Atteindre les deux objectifs constitue une tâche difficile vu que les risques sont évolutifs, multifformes et corrélés; ils sont également au sein du système financier à la fois endogènes et dépendants des choix effectués en matière de régulation (Danielsson [2009]). Cela rend très difficile une prise en compte appropriée du risque par la régulation. Il est important de mettre en œuvre des réformes pour prévenir l'augmentation parallèle et dangereuse du levier d'endettement et du risque de transformation, qui sont deux facteurs essentiels à l'origine de la procyclicité. Parallèlement, il est nécessaire d'étendre le champ de la régulation pour englober tous les acteurs, les produits et les marchés.

Quel est le coût en terme de croissance d'une crise financière ? A-t-il augmenté dans la période récente, à cause notamment de la globalisation financière ? On ne dispose lencore que de réponses partielles à ces questions essentielles²⁵.

3. DEUX ÉTUDES SUR L'EFFET DES CRISES SUR LA CROISSANCE

	Gupta et alii (2001)	Bordo et alii (2001)
Période	1970-1998	1880-1997
Données	Annuelles	Annuelles
Nombre de pays	91	21 pays ou 56 (sur 73-97)
Nombre de crises	195	
Types de pays	PED	PED et PD
Types de crises	Change	Change et bancaire
Définition des crises	4 études antérieures (majorité)	Index, événements, et étude antérieure (Caprio et Klingebiel)
Effet sur la croissance à CT	4 études antérieures (majorité)	Effets des crises sur le cycle (perte d'output entre le pic et la première année de reprise)
Répartition des crises à CT	43 % sont expansionnistes L'expansion moyenne est de 3,5 % la contraction de 4,8 % 6 % des crises sécessionnistes sont très sévères (- 10 %)	
Stabilité des profils de crises à CT	Stable (selon les décennies 70, 80, 90)	Sur longue période, inconditionnellement ✓ les crises de change se raccourcissent, les crises bancaires s'allongent, mais légèrement ✓ les crises tendent à être moins sévères sauf les double crises et sauf l'entre deux guerres
Sévérité des crises à CT	Déclinants (- 2,9 ; - 1,1 ; - 0,8) sur les décennies 70,80, 90	
Facteurs de la sévérité des crises à CT	Robuste : ➤ niveau des entrées de capitaux/PIB les 3 années précédentes + ➤ la position dans le cycle + ➤ le revenu par tête - ➤ les contrôles des échanges et des flux de capitaux - Moins robuste : ➤ ouverture ➤ dette CT/réserves ➤ dévaluation des partenaires ➤ la croissance des exportations ➤ l'évolution du prix du pétrole	Sur longue période, conditionnellement aux facteurs de l'ampleur du cycle (la croissance antérieure), les crises : □ accentuent la dépression, les doubles crises deux fois plus que les crises de change elles-mêmes deux fois plus que les crises bancaires □ les effets sont stables sur longue période Pour les crises de change (économétrie) □ les crises formelles + □ le solde courant/PIB – (après 1972) à cause du « sudden stop » Pour les crises bancaires (graphique et économétrie) □ les aides aux banques insolubles + (depuis 1913) le régime de change (le peg accroît depuis 1918)
Non significative	La surévaluation du change avant la crise	
Capacité explicative	$R^2 = 0,589$	$R^2=0,40$ et $R^2=0,02$
Stabilité temporelle	Forte	
Effet des facteurs de sévérité de crise sur la croissance à long terme	• les entrées de capitaux exercent un effet positif sur la croissance à long terme • la dette à CT un effet négatif	
Faiblesse	• non prise en compte de certains facteurs de crise • endogénéité des politiques économiques	

1. Les crises de change dans les pays en développement :

1.1. L'apparition de crises très coûteuses en croissance, mais toutes les crises ne sont pas sécessionnistes

En retenant comme coût en croissance d'une crise de change²⁶ l'écart entre la croissance des deux années qui suivent la crise et la croissance des trois années sans crises (dites « tranquilles ») qui la précèdent²⁷ (Gpost2-Gpre3.tranq) Gupta et alii établissent des résultats qui vont à l'encontre de nombres d'idées reçues.

➤ Il y a crise et crise

Au total les crises de change affaiblissent la croissance de 1,2 %. Mais les crises de change ne sont pas toutes coûteuses en croissance à court terme : 57 % seulement le sont, 43 % sont relativement expansionnistes. Le gain en croissance moyen est pour les secondes de 3,5 % ; la perte moyenne est pour les premières de 4,8 %²⁸. Ces évaluations recoupent celles de FMI (1998) (40 % de crises sans perte de croissance ; perte moyenne de 4,25 %) qui portent sur les pays développés et les pays en développement.

➤ L'apparition de « risques économiques majeurs »

Sur les 195 crises étudiées, 11 seulement sont très récessionnistes (écart de croissance supérieur à 10 %). Parmi celles-ci 4 se sont produites dans les années quatre-vingt-dix (dont l'Indonésie et la Thaïlande en 1997), 6 au tout début des années quatre-vingt (dont Chili, Mexique, Uruguay en 1982, Philippines en 1984). Cette observation mérite d'être soulignée. Avec la mobilisation accrue des fonds du FMI et des autres institutions appelées à soutenir en liquidités les économies en crise, la contagiosité, l'imprévisibilité croissante des crises à cause de la puissance accrue des anticipations des investisseurs et de leur arbitraire, l'apparition de ce que l'on pourrait appeler les « risques économiques majeurs » est un des traits marquants du développement des crises financières au cours de la période récente. Elle donne un relief particulier à l'aléa moral (cf. infra) et au partage des coûts (Sgard, 2002).

²⁶ Une crise de change est pour Gupta et alii un épisode retenu comme tel par une majorité des quatre études précédentes dont ils utilisent les données (Berg et Pattillo, 1999, Frankel et Rose, 1996, Goldstein, Kaminsky et Reinhart, 1999, Milesi-Ferreti et Razin, 1998). Ils montrent que leurs résultats ne sont pas sensibles aux différentes définitions possibles des crises.

²⁷ Les résultats ne sont pas fondamentalement modifiés si l'on retient des périodes d'avant et d'après crises légèrement différentes (2 ans au lieu de 3 pour la première, 3 ans au lieu de 2 pour la seconde).

- En général, les pays pauvres payent les crises de change plus cher que les pays riches

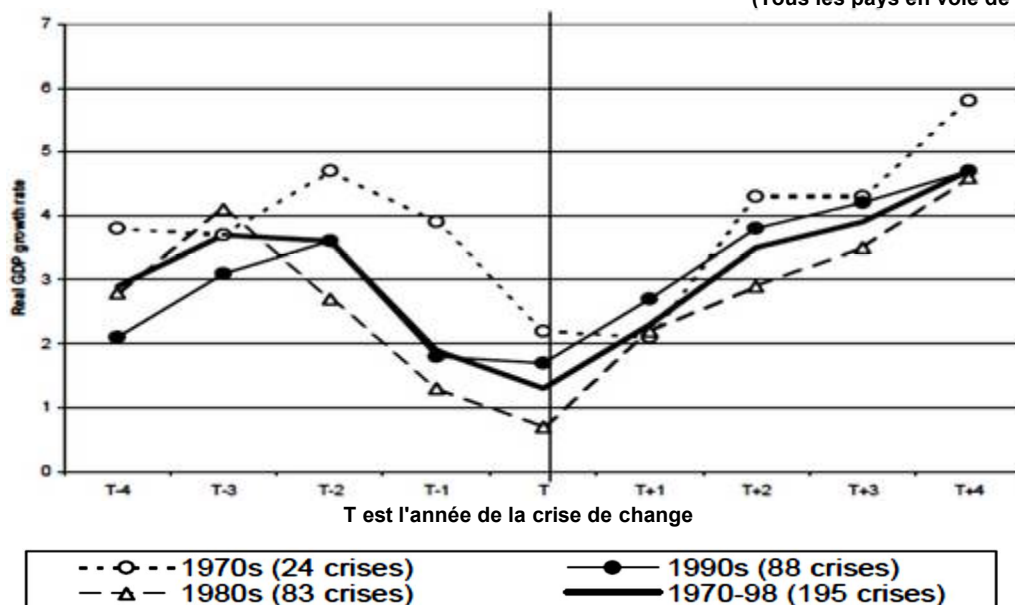
La plupart des crises expansionnistes se produisent dans les pays petits, ouverts et pauvres (notamment africains). Mais cette règle n'est pas générale comme en témoignent le Brésil en 1979 (+ 2,1 %), la Chine en 1994 (2,6 %), le Nigeria en 1989 (7,8 %).

- Une grande stabilité des profils des crises de change

La dynamique de la croissance avant et après une crise de change est stable sur les trois décennies soixante-dix, quatre-vingt et quatre-vingt-dix (graphique « Severity of crisis : a comparaison across three decades »).

2. SÉVÉRITÉ DES CRISES : COMPARAISON À TRAVERS TROIS DÉCENNIES

(Tous les pays en voie de développement)



- Une assez grande stabilité des coûts économiques des crises de change

La sévérité des crises n'a pas augmenté, elle aurait même plutôt diminué au cours des trente dernières années (coût en croissance moyen de 2,9 % en 1970, 1,1 % en 1980 et 0,8 % en 1990).

Aucune différence significative ne peut être mise en évidence si on limite les crises aux crises contagieuses (Amérique latine dans les années 80, Tequila, crise asiatique) aux crises uniquement coûteuses en croissance, aux crises dans les pays émergents.

Les crises sont plus coûteuses, mais aussi plus courtes pour les pays en développement que pour les pays développés (FMI, 1998).

1.2. Des explications du coût en croissance des crises de change

Peut-on expliquer les écarts d'incidence des crises de change sur la croissance dans les pays en développement depuis le début des années 70 ?

Dans une économie ouverte et financiarisée, les canaux de transmission du change à l'activité ne se réduisent pas au théorème des élasticités critiques. La théorie suggère qu'un nombre élevé de facteurs peuvent a priori expliquer qu'à un moment donné une économie soit plus ou moins affectée par une crise de change (tableau « Les canaux de transmission des effets d'une dévaluation sur la croissance »). L'analyse économétrique menée par Gupta et alii livre des informations assez robustes sur l'importance relative de ces canaux de transmission de la variation du change à l'activité.

➤ Les flux de capitaux exercent une influence décisive sur l'impact économique des crises. Plus une crise de change n'est précédée de flux de capitaux élevés (totaux) avec l'étranger, plus son impact sur la croissance est fort²⁹ lorsque le compte de capital est ouvert. Et cet effet est fort : un afflux supplémentaire de 10 % du PIB de capitaux étrangers induit une contraction supplémentaire relative de la croissance comprise entre 2,6 % et 3,5 %, toutes choses alors égales par ailleurs. Mais l'incidence des flux de capitaux sur la croissance d'après crise, dépend du degré d'ouverture de la balance des capitaux. Si le compte de capital (avant la crise) est peu libéralisé, un afflux de capital avant la crise affaiblit l'effet récessif de la crise de change. Et cet effet est aussi très fort et presque symétrique du précédent (stimulation de la croissance de 3,0 % à 3,7 % pour un afflux supplémentaire de capitaux de 10 % du PIB).

4. LES CANAUX DE TRANSMISSION DES EFFETS D'UNE DÉVALUATION SUR LA CROISSANCE

²⁹ « This positive and significant association between pre-crisis surge in capital flows and post-crisis contraction is one of the most findings of our analysis »

	CONDITIONS	VOIES DE TRANSMISSION PRINCIPALES	ANALYSES RECENTES	INDICATEURS
Commerce extérieur	• Ouverture • élasticités (Marshall lerner) • anticipation (indexation au change) • réactions des concurrents (beggar thy neighbor)	• compétitivité	Kamin et Klau (1998)	• flux des capitaux étrangers • des trois dernières années/PIB • surévaluation • taux de croissance des exportations • degré d'ouverture • dévaluation compétitive des pays tiers
Dette des entreprises en monnaie étrangère (dollarisation)	• degré de dollarisation • couverture	• capacité d'endettement • investissement	Bruno (1979) Calvo (1998) Mishkin (1999)	• variation de la dette extérieure (en monnaie nationale)
Reflux des capitaux Etrangers	• ouverture du compte de capital • structure de financement des investissements	• accroissement des prêts compromis • investissements compromis • réduction de la liquidité	Calvo (1998) Calvo et Reinhart (1999) Rodrik et Velasco (2001)	• contrôle des capitaux • dette à CT/Réserves
Crises bancaires	• situation financière du système bancaire • accroissement des prêts compromis	• crédit crunch	Mischkin (1999)	• crises bancaires (DUMMY)
Prise de risque excessive des intermédiaires financiers	• réglementation prudentielle • supervision • distorsions • place offshore		Furman et Stiglitz (1998)	
Conjoncture et position dans le cycle	• position dans le cycle	• résistance globale au Choc	Milesi-Ferreti Razin (1998)	• cycle avant la crise • variation des réserves de change
Politique budgétaire et monétaire	• état des finances publiques • anticipation des agents	• durcissement de la politique monétaire (défense des réserves) • durcissement de la politique budgétaire	Stiglitz	• variation de l'offre de monnaie pendant la crise • variation du taux d'intérêt • déficit budgétaire après la crise • variation du déficit Budgétaire
Autres	• effet de richesse • effets redistributifs • coûts des impôts			• revenu par tête • taille de l'économie • taux d'intérêt US • taux de croissance des pays industriels • prix du pétrole et taux de L'échange

➤ La coopération internationale réduit l'effet économique des crises

L'effet sur la croissance d'une crise de change est d'autant plus fort que les partenaires commerciaux adoptent des politiques non coopératives de dévaluations compétitives. Ceci explique aussi pourquoi une crise de change est d'autant plus sécessionniste qu'elle frappe un nombre élevé de pays régionalement liés (cf. infra).

➤ Les crises sont injustes

Une crise de change pèse d'autant plus sur le taux de croissance d'un pays que ce pays est pauvre (mesuré par le revenu par tête) c'est-à-dire sans doute que ses marchés sont moins robustes aux chocs, et qu'il est en phase haute de son cycle des affaires.

➤ Un environnement favorable adoucit les crises

Le bas prix du pétrole (mais pas les termes de l'échange), la croissance des exportations, le degré d'ouverture, allègent l'effet des crises sur la croissance.

➤ Les politiques macro-économiques peuvent sans doute amortir les chocs

Une politique monétaire restrictive accentue l'effet récessif des crises, une politique budgétaire expansionniste l'allège. Mais les effets de l'une comme de l'autre sont d'une ampleur marginale, et, à cause des problèmes d'endogénéité, leur portée est difficile à interpréter.

Conclusion

Depuis la fin des années 70, la libéralisation commerciale et financière s'est imposée d'abord au niveau des pays développés avant de se généraliser petit à petit aux autres en développement, impressionnés par les résultats positifs des premiers, et les recommandations des théories ayant lié leurs retard de développement aux politiques appliquées par ces pays privilégiant un système centralisé de gestion et accordant une place prépondérante pour l'Etat, imposant des restrictions et des contrôles se traduisant par la limitation de l'effort de créativité et de concurrence des institutions financières.

Ainsi, la libéralisation a été proposée comme voie de secours pour ces pays, à travers la suppression des restriction et des entraves sur les financements ainsi que les mouvements de capitaux, tout en accordant une réelle autonomie aux institutions leur permettant d'allouer plus efficacement les ressources en réduisant les coûts des et en améliorant les performance du système de financement par la concurrence.

Cependant, si pour certains pays les politiques de libéralisation ont réellement permis d'améliorer les performance de leur systèmes et leurs croissance, pour d'autres au contraire, cela a été une source de déstabilisation et de crise qui n'ont pas manqué de trainer le secteur réel. C'est ainsi que pour les pays en voie de libéralisation, il est impératif de tirer des leçons des expériences des différents pays. L'Algérie s'est engagée dans cette voie il ya déjà près de deux décennies, et cela lui a permis des résultats plutôt satisfaisants. La stabilité macro-économique, la réduction de la dette extérieure et la stabilisation de l'inflation sont le fruit de ce choix. Les crises financières secouent depuis dix ans, presque sans interruption, l'économie mondiale. Elles ont été spécialement fréquentes et profondes pour les économies les plus récemment intégrées aux mouvements financiers internationaux, alors que les économies qui s'inscrivent dans une longue tradition d'intermédiation financière ont été moins sévèrement touchées.