

LA RÉALITÉ DU PHÉNOMÈNE DE CONTAGION FINANCIÈRE

La contagion fait référence à l'extension des perturbations des marchés financiers d'un pays vers les marchés financiers d'autres pays. Plus précisément, on oppose traditionnellement la contagion fondamentale, induite par les interdépendances réelles et financières entre pays (fundamentals-based contagion, Kaminsky et Reinhart [30], Calvo et Reinhart [9]) à *la contagion psychologique/pure* qui met en jeu le comportement des investisseurs (Masson [35, 34]). Forbes et Rigobon [24] font également référence à la *shift contagion* lorsque les comouvements entre marchés augmentent après un choc. Le choc et sa propagation provoquent une rupture structurelle dans le mécanisme de transmission des chocs entre pays, de telle sorte que les chocs se propagent à travers des canaux qui n'existent pas durant les périodes tranquilles.

Ainsi, la question majeure en matière de contagion est de savoir si les liens entre marchés sont modifiés durant les crises ou si ils sont élevés quelque soit l'état de la nature et reflètent une interdépendance normale entre les marchés.

1. Contagion fondamentale versus contagion pure

La théorie a identifié plusieurs canaux possibles de contagion au sens large (Eichengreen et alii, 1996, Kaminsky et Reinhart, 2000, Forbes et Rigobon, 2001). Dornbusch et alii (2000) et Claessens et alii (2001) en dressent un panorama d'ensemble récent :

- 1) **Le premier canal** est double, c'est celui, via la demande, des échanges commerciaux et des prix intérieurs ; il s'appuie classiquement sur l'approche monétaire de la balance des paiements et sur l'approche Keynésienne des interdépendances entre économies sous hypothèse de rigidités des prix nominaux. Il recoupe l'analyse de Nurkse de la dévaluation compétitive et a été développé récemment par les travaux de Gerlach et Smets (1993).
- 2) **Le deuxième canal** est celui des taux d'intérêt dans un système de change fixe asymétrique, c'est-à-dire avec une économie « centre » dont la monnaie est monnaie ancre et des économies périphériques dont les monnaies sont stabilisées par les autorités monétaires des pays périphériques par rapport à la

monnaie ancre. Un choc sur la monnaie du pays centre peut conduire celui-ci à augmenter les taux d'intérêt, ce qui peut inciter un certain nombre – la totalité éventuellement – de pays de la périphérie, dont la situation économique aurait à souffrir intolérablement de cette hausse, à quitter collectivement le système d'ancrage. En retour, ce fractionnement réduit les pressions s'exerçant sur le centre. Dans ce modèle la contagion peut être positive ou négative. Ce modèle peut intégrer des arguments d'économie politique (Drazen, 1998, pour la crise européenne des changes de 1992-1993) fondés sur l'hypothèse qu'une dévaluation (ou une sortie d'un régime de change) dans un pays diminue le coût politique de la dévaluation (sorties du régime) pour les autres pays.

- 3) **Le troisième canal** est celui de la liquidité dans un système interconnecté de systèmes bancaires nationaux exposés au risque de transformation (ou de liquidité). La défaillance d'un système bancaire national (à la suite par exemple d'un reflux de capital étranger produisant un assèchement total de la liquidité et des pertes de change, quelle que soit la cause de ce reflux, qu'il y ait ou non un run) induit des tensions sur la liquidité des autres systèmes bancaires (Goldfajn et Valdes, 1996). Ces tensions sur la liquidité bancaire peuvent s'accompagner de tensions sur les marchés financiers par le canal de la liquidité des investisseurs (Valdes, 1996). Cet argument de la liquidité peut être appliqué spécifiquement aux investisseurs qui sont soumis à des appels de marge les obligeant à vendre d'autres titres afin de ne pas vendre à prix trop bas tous les titres en cause (Calvo, 1998). Cet effet peut être accru en cas d'asymétrie d'information des investisseurs (les investisseurs non informés interprétant comme une dégradation des marchés induisant une augmentation de leur prime de risque les ventes d'actifs des investisseurs informés).
- 4) **Le quatrième canal** est celui des interdépendances d'interprétation des informations relatives aux marchés nationaux, l'interprétation pessimiste d'une information relative à un marché national s'imposant aux autres marchés par pur mimétisme (Schiller, 1995, Orléan, 2001) ou effet de résonance d'interprétations pessimistes en cascade (Masson, 1998). Ce mimétisme peut être regardé comme rationnel s'il est lié à des coûts d'informations ou des

asymétries d'informations (Calvo et Mendoza, 1998). Il peut provenir du « réveil général » de la mémoire du passé sur les marchés nationaux consécutif à une crise dans un pays (Mullainathan, 1998). Il peut provenir de l'utilisation de mêmes modèles d'évaluation de la composante non anticipée du risque de marché (value-at-risk) par les intermédiaires financiers, plus spécifiquement bancaires. Ces modèles qui complètent les modèles de gestion de portefeuille ne prenant pas en compte la dépendance temporelle des événements aléatoires et des interdépendances stratégiques ne sont pas pertinents en période de stress (Aglietta, 2001). Les mêmes modèles induisent évidemment des comportements d'ajustements de portefeuille (rationnels) ou des restructurations de bilans obligatoires identiques ou convergents en cas de choc non anticipé (choc sur prix d'actif) renforçant le choc initial (baisse du prix des actifs induit par une vague de vente à la baisse) et entraînant un assèchement de la liquidité sur les marchés financiers

- 5) **Le cinquième canal** est la concurrence des fonds d'investissements pour la captation de l'épargne par les résultats de la gestion (Caplin et Leahy, 1995). Même lorsqu'une crise est certaine, l'incertitude concernant le moment de son déclenchement peut inciter des investisseurs rationnels soumis à des pressions concurrentielles fortes à retarder le plus tard possible les réaménagements de portefeuille qu'elle exige, dès lors que ceux-ci pèseraient sur la rentabilité à court terme des fonds qui leur sont confiés si elles étaient prises avant le marché, c'est-à-dire avant le déclenchement de la crise.
- 6) **Le sixième canal** est directement lié aux arbitrages des investisseurs entre les marchés nationaux et les risques pays (Kodres et Pritsker, 1999). Cette contagion est d'autant plus intense que les rendements nationaux sont corrélés et les marchés nationaux liquides. Dornbusch et alii (2000) ont classé ces différents canaux en trois grands types : la contagion par les fondamentaux (en distinguant le commerce, la finance et le change), la contagion par les comportements des investisseurs (en distinguant le canal des arbitrages de portefeuilles, de la liquidité et des asymétries d'information) et enfin par les

changements institutionnels induits par une crise dans un pays (tableau « Les modèles de contagion »).

Les différents canaux de contagion peuvent être « mécaniques », ils peuvent aussi transiter par les anticipations des investisseurs (par exemple une crise dans un pays peut amener les investisseurs à considérer qu'elle va entraîner une contraction de la demande étrangère des pays qui sont ses partenaires commerciaux, ce qui va les conduire à réviser leur anticipation de taux de change ou leur appréciation de la capacité des autorités à maintenir une politique de change). Dans ce cas, ils peuvent être plongés dans des modèles à équilibres multiples et dans des modèles de run ou de détresse.

1.1 Des définitions divergentes :

La contagion ne fait pas encore l'objet d'une définition unique. Certains économistes considèrent qu'il y a contagion dès qu'il y a influence mutuelle et que les voies de la contagion sont celles de l'interdépendance. Dans cette veine Masson distingue trois types de contagion, ce qui lui permet de faire ressortir une forme de contagion non « mécanique », la contagion « pure ». D'autres économistes rejettent cette définition et n'acceptent l'idée de contagion que si elle est associée à une augmentation exceptionnelle et transitoire de l'intensité des interdépendances économiques, pendant une crise. Introduite par King et Nadhwani (1990), elle a été appelée « shift contagion » par Forbes et Rigobon. Elle soulève des problèmes d'estimation statistique spécifiques difficiles.

Ce débat est loin d'être seulement doctrinal. Les études qui retiennent la première définition concluent toutes à l'existence de la contagion, celles qui s'appuient sur la seconde sont beaucoup moins unanimes, sur le marché des actions en tout cas, celui qui est privilégié.

Pristker (2000) résume les différents liens financiers entre deux pays i et j pouvant engendrer de la contagion fondamentale, principale responsable du caractère régional des crises, dans le tableau suivant :

TABEAU 5. LES DIFFERENTS CANAUX DE CONTAGION FINANCIERE FONDAMENTALE (2000)

$CR_i \rightarrow Banques_k \rightarrow CR_j$	Contagion du fait d'une institution bancaire commune.
$CR_i \rightarrow Banques_k \rightarrow Banques_l \rightarrow CR_j$	Contagion par l'intermédiaire des institutions bancaires.
$CR_i \rightarrow Banques_k \rightarrow MF_j \rightarrow CR_j$	} Interaction des marchés bancaires et financiers.
$CR_i \rightarrow MF_i \rightarrow Banques_k \rightarrow CR_j$	
$CR_i \rightarrow MF_i \rightarrow AFNB_l \rightarrow MF_j \rightarrow CR_j$	Contagion par l'intermédiaire des agents financiers non bancaires.
$CR_i \rightarrow MF_i \rightarrow Banques_k \rightarrow MF_j \rightarrow CR_j$	Contagion par l'intermédiaire des banques sur les marchés financiers

CR = choc réel, Banques = institutions bancaires, MF = marchés financiers, AFNB = agents financiers non bancaires.
Sources : Pristker (2000).

1.2 Les formes de contagion classiques et la contagion « pure » :

La revue rapide des modèles théoriques de contagion montre bien que le concept de contagion recouvre des réalités fort différentes et largement étrangères, allant des interdépendances traditionnelles appartenant au fonds de l'économie internationale et transitant par les échanges de marchandises, de services, de capitaux et de monnaie, jusqu'aux formes les plus insaisissables d'influences transfrontalières passant par les échanges d'informations, d'interprétations de ces informations, voire de panique en période de crise violente.

Masson (1998) pour clarifier la notion de contagion a suggéré d'en distinguer trois formes principales selon les causes possibles de la concomitance, éventuellement décalée, d'évènements identiques ou semblables dans des pays différents, proches géographiquement et économiquement, sans que cette proximité soit générale.

- Une même série d'évènements se développe dans des pays différents parce que ces évènements découlent d'une même série de causes communes aux deux pays. Exemples: la hausse brutale des taux d'intérêt américains dans la période précédant la crise de la dette des pays en développement au début des années quatre-vingt qui a débuté par la déclaration de défaut du Mexique en août 1982 ; la dépréciation du dollar par rapport au yen peu avant la crise asiatique de 1997. Masson appelle « monsoonal » ce type de contagion.

- Des perturbations, identiques ou non, affectent des économies différentes parce que ces économies entretiennent des relations d'échanges nourries, commerciales ou financières. Exemple : la crise des changes en Europe en 1992 et 1993 s'explique, pour une part, par le caractère fortement intégré des économies européennes. Cette forme de contagion est dite « spill-over ».

Tableau N° 06 : LES MODÈLES DE CONTAGION

LA CONTAGION PAR LES FONDAMENTAUX

(choc commun ou choc idiosyncrasie)

Type de Contagion	Commerce	Finance	Change	
			coopératif	Non coopératif
Canal Effet indirects	Diminution de la demande internationale du pays en crise (et des pays touchés par la contagion)	Diminution des flux de capitaux du pays en crise (et des pays touchés par la contagion)	Baisse de la compétitivité sur le marché du pays en crise (et sur les marchés tiers)	Reflux des capitaux internationaux de toute la région
	Gerlach et Smets (1995)			Corsetti et alii (1998)

LA CONTAGION PAR LES CHANGEMENTS INSTITUTIONNELS

Économie politique (la concurrence des fonds d'investissement)	Modification de l'aléa moral (anticipation d'un changement des systèmes d'assurance explicites ou implicites)	Coût de sortie D'un arrangement International (régime)	Nouveaux comportements des autorités (défaut sur la dette)
Caplin et Leahy (1995)		Drazen (1999)	

COMPORTEMENT DES INVESTISSEURS

	Comportement					
	Arbitrage de portefeuille	Liquidité		Asymétrie d'information		
Canal	Rééquilibrage régional	Appel marges (investisseurs)	Rééquilibrage du risque de portefeuille (banque)	Réévaluation du risque local (asymétrie d'information)	Coût d'information (asymétrie d'information)	Incertitude Radicale
	Kodres et Pritsker (1999)	Calvo (de 1998)	Goldfajn et Valdes (1995)	Mullainathan (1998)	Calvo et Mendoza (1998)	Schiller(1995) Orlean (2003)

Les propagations internationales d'effets qui ne sont ni des effets « monsoonal » ni des effets de « spill-over », qui restent largement inexplicables par les théories courantes et pour lesquelles il faut faire appel à des causes subjectives (le sentiment des opérateurs, le climat des affaires...) ou objectives (le coût de l'information, la concurrence des intermédiaires financiers, etc.), relèvent pour Masson de la contagion « pure ». Elles peuvent être intégrées dans des modèles à équilibres multiples (par l'effet « sun spot ») ou non. Elles sont rapportées au comportement des investisseurs et en général associées à des comportements moutonniers, mais pas toujours, ce qui est très important d'un point de vue théorique et politique.

Les deux premières formes de contagion sont appelées « fundamentals-based contagion » par Calvo et Reinhart (1996).

1.3 La « shift contagion » :

Cette « shift contagion » est distinguée de toutes les formes régulières d'interdépendances. Elle est mesurée par l'augmentation exceptionnelle de la corrélation des rendements des titres financiers, des flux financiers, de la vitesse de propagation d'un choc, de la probabilité d'une attaque spéculative, ou, enfin, de la volatilité des marchés. Cette « shift contagion » est en réalité la contagion du stress et de la panique financière.

Forbes et Rigobon (2000) considèrent qu'elle remet en cause les conclusions politiques traditionnelles sur la contagion. Si la contagion est la transmission à un pays d'un choc subi par un autre pays par les voies traditionnelles de l'interdépendance, ses effets ne peuvent être durablement soulagés par les moyens de l'aide extérieure, notamment celle des institutions de Bretton Woods. L'équilibre ne peut être en effet restauré que par un ajustement réel aux nouvelles conditions de l'activité économique dans le pays contaminé. Il ne sert à rien d'intervenir. Il en va tout autrement si la contagion désigne une augmentation brutale et transitoire des interdépendances. Un soutien extérieur peut contrecarrer utilement, pendant le temps qu'il faut, ces

externalités négatives dont les effets peuvent produire des dommages durables ou temporaires sur l'économie exposée aux risques de contagion.

Cette distinction entre contagions (« shift contagion » et interdépendance) invite à faire la différence entre deux grandes catégories d'approches de la contagion (Forbes et Rigobon (2001). L'approche contingente aux crises d'une part (crisis-contingent theories) qui traite de l'effet du stress sur les interdépendances structurelles et qui peut être partagée en trois grandes branches : les modèles d'équilibres multiples, la liquidité endogène et l'économie politique. L'approche non-contingente aux crises (non-crisis contingent theories) d'autre part qui traite des transmissions des chocs par les canaux des interdépendances stables.

2. Canaux de transmission de la crise en pays maghrébins « MAT »

2.1 Canaux de transmission de la crise en l'Algérie :

L'effet mousson, Masson (1998, 1999), l'Algérie subit la crise en raison d'un choc commun lié à une chute des prix des matières premières, le prix du pétrole a chuté de 147 dollar jusqu'à 34 dollars décembre 2008, l'Algérie est très exposée à cette crise vu les pertes en terme d'entrées des devises ce qui est expliqué ici par l'Effet Mousson.

Le deuxième facteur selon Masson, est lié aux interdépendances entre l'Algérie et les pays touchés par la crise, en raison des liens commerciaux avec, notamment, l'Europe, les exportations hors hydrocarbures de l'Algérie baissent de 44% début 2009, ainsi que les exportations générales ont baissés de 42%, ces chiffres montrent la très forte vulnérabilité de la balance commerciale et de l'économie en générale.

Le troisième facteur proposé par Ahluwalia (2000) où on trouve que la crise en Algérie est non discriminante vu l'ampleur de cette crise sur certains secteurs, mais l'absence de certains secteurs comme une bourse qui fonctionne normalement, l'Algérie ne peut avoir des effets négatifs sur un secteur inexistant. Les canaux financiers de transmission de la crise sont limités, et divulguent le retard

de l'Algérie en matière d'intégration financière internationale. L'économie algérienne par rapport à ses voisins (le Maroc et la Tunisie) est beaucoup moins diversifiée, il est temps de revoir les politiques économiques et mettre d'autres plans et programmes à l'instar du PIP afin de diversifier l'économie du pays.

2.2 Canaux de transmission de la crise en Tunisie :

Commençant par le secteur du tourisme l'un des plus importants secteurs économiques, où on trouve une baisse des recettes et de nombre de nuitées et cela malgré les entrées des non-résidents dont le nombre est inchangé, contrairement au Maroc où le nombre ne cesse d'augmenter ce qui se présente comme un Effet Mousson sur la Tunisie, les touristes venant des pays développés touchés par cette crise ne dépensent pas comme avant la crise et le nombre n'augmente pas.

Le deuxième facteur selon Masson, est lié à l'interdépendance commerciale et financière, la Tunisie se trouve en difficulté en raison de la baisse (-19%) de ses exportations.

Le troisième facteur proposé par Ahluwalia (2000) est dans certains secteurs comme la Bourse de Tunis ne suit pas la tendance mondiale et les places financières internationales car elle enregistre une hausse de presque 30% au moment où les bourses ont chuté de moitié, la crise dans le secteur financier est discriminante or dans le reste de l'économie elle est bien non discriminante vue la nature et la profondeur de la crise mondiale qui se propage à travers plusieurs canaux de transmission.

2.3 Canaux de transmission de la crise au Maroc.

L'effet mousson, Masson (1998, 1999), le Maroc subit les mêmes crises en raison d'un choc commun lié à une chute des prix des matières premières les prix du phosphate ont chuté comme nous l'avons vu, le Maroc qui a perdu une partie de ses entrées en devises mais la chute des prix du pétrole a minimisé les pertes, étant donné que le Maroc importe le pétrole et le Gaz. Vue la nature de la dette extérieure le Maroc ne profite pas de la dépréciation du dollar si on compte les opportunités perdues, le Maroc continue à rembourser ses dettes libellées en grande partie en Euro ce dernier qui s'est apprécié durant la crise par rapport au dollar. Le secteur du tourisme avec la diminution des recettes et le nombre des nuitées dans plusieurs départements,

montre bien l'Effet Mousson sur le Maroc, les touristes venant des pays développés touchés par cette crise ne dépensent pas comme avant la crise même si le nombre des touristes augmente.

Le deuxième facteur selon Masson, est lié aux interdépendances entre le Maroc et les pays touchés par la crise, en raison des liens commerciaux avec, notamment, l'Europe, les exportations du Maroc baissent de 8,6% à la fin de 2008, ainsi que les transferts des émigrés qui ont chuté de 2,4%.

Le troisième facteur proposé par Ahluwalia (2000) où on trouve que la crise au Maroc est non discriminante vue l'ampleur de cette crise, chaque pays est touché d'une façon ou d'une autre car la multiplication des canaux ainsi que la profondeur de la crise n'épargne aucun pays, les 15% perdue à la bourse de Casablanca semble touchée par un effet de contagion pure ou non discriminante, car les arguments avancés montre que le secteur est loin d'être influencé par la chute des indices boursiers dans le reste du monde, mais on analysant les autres composantes de l'économie marocaine comme ci-dessus nous donne plus d'informations qui peuvent nous donner des explications plus exactes sur le ralentissement de l'économie marocaine.

Conclusion :

La crise financière qui couvait depuis plusieurs mois aux Etats-Unis a fini par éclater au grand jour pour atteindre les principales places financières mondiales. Si les mécanismes économiques et financiers qui ont conduit à cette crise tout à fait surprenante de par sa soudaineté, son ampleur et sa propagation rapide à travers le monde, apparaissent aujourd'hui relativement bien identifiés, ses répercussions immédiates et à terme sur l'activité et les échanges demeurent encore entachées de fortes incertitudes et suscitent beaucoup d'appréhensions.

La crise actuelle n'est pas une crise financière classique, mais une crise du secteur "bancassurance" mondial, aujourd'hui à la limite de s'effondrer car mité par une épidémie de "créances toxiques". Cette situation ne peut pas ne pas avoir de répercussions sur le secteur "bancassurance" marocain, de par ses relations de maisons-mères à filiales, ou tout simplement de prêteur à emprunteur face au système mondial ; d'où une très probable restriction des conditions de crédit au Maroc en 2009, qui aura un impact direct sur l'activité des ménages et des entreprises.

Les fondamentaux de l'économie marocaine sont très bons grâce à l'aboutissement d'un travail initié depuis des dizaines d'années et que les réformes structurelles ont conforté.