

3. Les Crises de change

Les années 1990 ont été marquées par une succession de crises de change d'une grande violence dans les économies en voie de développement récemment intégrées à la finance internationale. Au Mexique, en 1994, puis, en 1997, en Thaïlande, en Malaisie, en Indonésie, aux Philippines et en Corée, au Brésil en 1999 et en Argentine en 2001, les marchés des changes ont été pris de panique et le cours des monnaies nationales a brusquement chuté, les capitaux financiers ont inversé leur mouvement et fuit ces économies dans lesquelles, peu avant, ils affluaient encore en masse, l'activité économique s'est effondrée. Les économies les plus gravement touchées ont vu un grand nombre de leurs entreprises faire faillite et leur système bancaire s'écrouler.

Les développements théoriques de la littérature relative aux crises de change conduisent à distinguer trois types de modèles. Les modèles théoriques de première génération se sont développés en réponse aux crises de change ayant touché les pays d'Amérique latine au début des années quatre-vingt. Ils tentent, en règle générale, de repérer les situations de déséquilibres macroéconomiques qui rendent inévitable l'abandon de l'objectif de change fixe par les autorités monétaires. Partant de ces modèles, de nombreuses approches empiriques se sont développées, validant l'influence des fondamentaux dans le déclenchement des crises de change.

Dans les modèles de deuxième génération, l'évolution des fondamentaux peut être cohérente avec le régime de change, mais la parité peut être abandonnée car les autorités se basent, rationnellement, sur d'autres variables que les seules réserves de change. Les agents privés auront alors tendance à intégrer dans leurs anticipations le fait que la politique des autorités n'est pas linéaire, mais qu'elle répond à la conjoncture économique au sens large. Dans ce cadre, c'est la soudaine dégradation des anticipations du marché qui provoque la crise, validant ainsi les anticipations des agents.

Les crises de troisième génération apparaissent avec la crise asiatique de 1997. Ces modèles combinent des séquences de crises déjà spécifiées dans les deux générations précédentes. Cette inflexion touche la nature des chocs ou des déséquilibres susceptibles d'enclencher une attaque spéculative tout en privilégiant l'imperfection sur les marchés financiers et la fragilité des systèmes bancaires plutôt que les distorsions macro-économiques.

En particulier, ces modèles apportent un éclairage supplémentaire à la compréhension des crises financières à travers la notion de "crises jumelles". Cette notion marque un déplacement de l'analyse vers la sphère bancaire tout en soulignant la place qu'occupent les mouvements internationaux de capitaux dans les entrées excessives de capitaux et le déroulement des crises.

La particularité des modèles de troisième génération consiste, dès lors, à analyser une dynamique d'instabilité financière sur la base des problèmes de liquidités et d'imperfections de l'information.

Les crises financières sont souvent associées à des crises de balance de paiements, mais pas automatiquement. Un pays dont l'économie et le système financier sont complètement fermés peut être en proie à une crise financière, mais l'absence de transactions en devises lui évitera une crise de la balance des paiements. De nos jours, les deux types de crises surviennent souvent d'une façon concomitante. C'est en partie parce qu'une crise financière pousse les investisseurs nationaux et étrangers à sortir leur argent du pays. Si le pays ne possède pas suffisamment de réserves pour couvrir ces sorties de fonds et d'autres obligations comme le service de la dette, une crise de balance de paiement peut se produire. Le retrait de capitaux internationaux peut aggraver les difficultés des entreprises et des banques, incapables de reconduire les anciens prêts ou d'obtenir de nouveaux financements. Ces facteurs peuvent avoir pour effet d'exacerber une crise préexistante ou de plonger un système financier affaibli dans un état de crise.

Cependant, de nombreux auteurs pensent que les mouvements de capitaux ne peuvent conduire à eux seuls une crise financière.

Au coeur des crises financières de la dernière décennie du siècle dernier, la crise asiatique a été marquée par les comportements spéculatifs des investisseurs internationaux, ainsi que par des brusques revirements de leurs anticipations. Cela a conduit à un enchaînement violent de crashes qui a commencé par l'effondrement du Baht thaïlandais en juillet 1997. L'Indonésie (août 1997), les Philippines (août 1997), la Malaisie (août 1997) et Singapour (septembre 1997) ont ensuite été affectés successivement par la crise. Au début du mois d'octobre de la même année, des pressions spéculatives ont ébranlé Taiwan, menaçant alors de se propager vers Hong-Kong et la Corée du sud. Effectivement, Hong-Kong était en crise à la fin du mois d'octobre 1997 et le won coréen se dépréciait de plus de 25 % en novembre 1997.

Cependant, les faits stylisés des crises financières des années quatre-vingt-dix (particulièrement la crise asiatique) et récemment la crise financière de 2008 montrent la diversité des facteurs déclencheurs des crises financières et la complexité de ces derniers en matière de modélisation.

Les économistes ont créé, à partir de divers critères, un certain nombre de modèles qui tentent d'aider les responsables publics à prévoir les crises à venir, mais ils n'ont obtenu jusqu'à présent que des résultats mitigés. Des tests effectués sur quatre modèles empiriques créés pour l'essentiel avant la crise asiatique ont montré que le meilleur d'entre eux était capable de prévoir la moitié des crises «à l'intérieur de l'échantillon» et un tiers des crises «au-dehors de l'échantillon». Les fausses alertes étaient nombreuses : dans plus de la moitié des cas où tous ces modèles prévoyaient l'arrivée d'une crise, aucune crise ne s'est produite.

Les modèles ont également mis en lumière les variables qui sont les déterminants les plus importants des crises. Toutes les approches testées démontrent que la probabilité d'une crise monétaire augmente lorsque le taux de change réel est surévalué relativement à la tendance, et lorsque la croissance du crédit intérieur et le ratio de la masse monétaire M2 par rapport aux réserves sont élevés. Les amples déficits extérieurs courants et les pertes de réserves accroissent la probabilité d'une crise dans les modèles qui intègrent ces variables. On constate également que des ratios élevés de dette à court terme par rapport aux réserves conduisent à une probabilité accrue de crise.

En économie et en finance, le comportement des agents diffère suivant que l'on se trouve en période d'expansion ou de récession. La consommation des ménages est sensible à l'activité économique. Il en est de même de l'investissement des entreprises. Les investissements des entreprises vont ainsi être sensibles aux variations de certains indices économiques. De même les marchés vont réagir différemment en période de crise, entraînant une augmentation de la volatilité des prix des actifs.

a) Les modèles des crises de change

1) Les modèles de crise de balance de paiements ou d'attaques spéculatives.

Krugman (1979) définit une crise de balance de paiements lorsqu'un gouvernement, ayant initialement opté pour un régime de change fixe, n'est plus capable de maintenir la fixité de sa devise. Il définit une telle crise comme « une situation où un pays perd progressivement ses réserves de change » et où les spéculateurs attaquent la monnaie, généralement avant que ces réserves soient épuisées, ce qui a pour conséquence de réduire effectivement leur montant à zéro.

Pour Krugman, l'aptitude du gouvernement à financer le déficit budgétaire en puisant sur les réserves en devises est déterminée par la volonté des investisseurs de détenir encore de la monnaie nationale. La crise est donc contrainte par la psychologie des investisseurs-spéculateurs pour lesquels une attaque sur les réserves en devise représente un moyen de modifier la composition de leurs portefeuilles en réduisant la part investie dans la monnaie nationale au profit de la monnaie étrangère, du fait de la différence de rémunération.

C'est en déclenchant la ruée sur les réserves de change que les investisseurs réalisent leurs profits : ils vendent la monnaie nationale contre les réserves à la parité fixe. Par conséquent, ils attaquent la monnaie avant la disparition des réserves, de façon anticipée, et forcent ainsi la transition vers un taux de change flottant. Après l'attaque, les investisseurs possèdent des réserves en devises mieux rémunérées qu'ils revendent immédiatement au taux de change flottant, soit à un prix supérieur, d'où la réalisation de leur profit. L'attaque entraîne une dépréciation de la monnaie qui ouvre des perspectives prévisibles de profit pour les investisseurs rationnels.

2) Les modèles des anticipations auto-réalisatrices. Il s'agit d'un processus au cours duquel une prévision exerce une influence sur les événements actuels et détermine les conditions de sa propre réalisation dans l'avenir (effet Œdipe). Les crises de change sont alors susceptibles de se produire indépendamment de l'évolution des grandeurs économiques fondamentales.

Si l'approche des crises de balance des paiements insiste sur le rôle joué par le déclin des réserves de change comme cause de l'effondrement de régimes de change fixes, ces modèles insistent sur le fait que l'abandon de la parité peut être dû à d'autres variables fondamentales de l'économie.

Ces modèles remettent en cause l'unicité de l'équilibre économique. Ils considèrent que l'équilibre sur les marchés de change est indéterminé : il existe plusieurs équilibres pour les mêmes conditions de marché et ce sont les seules anticipations auto-réalisatrices des spéculateurs qui décident de la réalisation de l'un d'entre eux. L'hypothèse cruciale dans ces modèles tient au fait que les politiques économiques ne sont pas prédéterminées mais sont des réponses à des changements dans l'économie, et que les agents économiques prennent ces relations en considération dans la formation de leurs anticipations. Les anticipations et les actions des agents économiques affectent des variables pour lesquels les politiques économiques ont réagi, cette circularité va créer la possibilité des équilibres multiples. L'économie peut alors se déplacer d'un équilibre à un autre sans changement dans les fondamentaux. Elle peut donc être initialement dans un équilibre constant avec un régime de change fixe mais un changement soudain des anticipations peut générer l'effondrement du système.

Ce sont les spéculateurs qui prennent l'initiative de l'attaque et les gouvernements qui décident de la dévaluation: ceci permet d'établir le caractère auto réalisateur des crises. Autrement dit, les anticipations des agents sur le maintien du régime de change dépendent de leurs anticipations sur la réaction du gouvernement face à leurs pressions, réactions guidées par l'intensité de la spéculation et ses conséquences sur la crédibilité du gouvernement. De ce fait, même un régime de change soutenable et compatible avec les autres politiques du gouvernement peut être attaqué et modifié.

On assiste à une «guerre d'usure» entre le gouvernement et les spéculateurs. Le gouvernement tente de résister aux assauts des spéculateurs en augmentant le taux d'intérêt, ce qui rend plus rémunérateurs les placements en monnaie nationale et participe au maintien du régime de change fixe. Néanmoins, une telle politique a un coût pour le gouvernement, et comme les spéculateurs en sont conscients, ils renforceront leurs attaques.

Obstfeld (1997) analyse les différentes décisions que peut prendre un gouvernement pour gérer un régime de change fixe et les possibilités d'équilibre multiples dans un modèle à clause de sortie (escape clause). L'auteur analyse un gouvernement qui souhaite réduire le chômage en pratiquant des dévaluations surprises. De tels actes sont déstabilisants et coûteux en termes d'inflation, d'où un arbitrage entre inflation et chômage. A ce coût s'ajoute un coût spécifique en termes de crédibilité du gouvernement, ce qui, selon Obstfeld, pousse le gouvernement à appliquer l'option de sortie par la dévaluation.

Dans ce type de modèles, la causalité ne joue plus dans un seul sens - exclusivement des fondamentaux vers les anticipations du marché - mais elle fonctionne dans les deux sens. Les anticipations de dévaluation dépendent de la réaction du gouvernement qui dépend également du coût d'ajustement des fondamentaux. En d'autres termes, les fondamentaux peuvent être à l'origine d'une crise mais en un sens beaucoup plus faible que celui suggéré par les modèles d'attaques spéculatives. Même lorsque les fondamentaux sont bons ou ne varient pas, la crise peut toujours se produire.

Ces modèles analysent bien les raisons qui poussent le gouvernement à renoncer à la défense de la parité mais ne peuvent expliquer les raisons qui poussent les spéculateurs sur un marché des changes, à se coordonner pour attaquer telle ou telle monnaie.

3) Les modèles de type micro-économique.

On s'intéresse ici à la nature des chocs ou des déséquilibres susceptibles d'enclencher une attaque spéculative. On privilégie désormais l'imperfection de l'information sur les marchés financiers et la fragilité des systèmes bancaires, plutôt que les distorsions macro-économiques.

Les auteurs qui développent ce type de modèles mettent en interaction la contrainte de crédit des entreprises domestiques privées et l'existence de prix nominaux rigides. Ils intègrent la possibilité d'équilibres multiples, y compris un équilibre de crise de change avec une production faible et une monnaie domestique dépréciée.

Le mécanisme est le suivant : si les prix domestiques sont rigides, une dépréciation de la monnaie conduit à une augmentation de la dette des entreprises en devises et par la suite à une baisse de leurs profits, ce qui réduit la capacité d'endettement des firmes, ceci entraîne la baisse de l'investissement et de la production et par la suite réduit la demande de la monnaie nationale et entraîne la dépréciation de cette dernière. Appliqué au contexte asiatique de 1997, cette approche permet de justifier le choix d'une politique monétaire restrictive pour contrer les effets de la crise de change.

Conclusions

Le Modèle de première Génération de Krugman (1979) et de Flood et Garber (1984) constitue la première étape des recherches consacrés aux crises de change. La crise apparaît quand les fondamentaux macroéconomiques sont perturbés sur le marché monétaire et/ou sur le plan budgétaire. Ces déséquilibres impactent la quantité de réserves disponibles qui s'avèrent insuffisantes. Au-delà d'un seuil critique, les investisseurs internationaux vont anticiper l'abandon de la fixité des changes et vont retirer leurs capitaux liés à des investissements de portefeuille.

La politique macroéconomique nécessite alors un autre pilotage monétaire et budgétaire pour restaurer la confiance des opérateurs internationaux. Les crises des pays émergents d'Amérique Latine des années 1980 valident globalement les hypothèses émises dans le cadre de ce type de modèles: déficits budgétaires excessifs, forte croissance du crédit domestique, réduction des réserves de changes, surévaluation du change réel.

Mais les années 1990 vont éroder le poids des fondamentaux et laisser place à l'importance du phénomène de retournement des flux de capitaux liés à des phénomènes de psychologie collective. De fait, il apparaît que les Modèles de 1^{ère} Génération sont insuffisants pour comprendre la situation asiatique ou coexistent crise de liquidité et crise de change. Même si ces pays connaissent une surévaluation de leur taux de change réel et une inflation plus élevée qu'aux Etats-Unis, ils ont subi des attaques spéculatives quand leur niveau de réserves était important.

Dans le Modèle de deuxième Génération d'Obstfeld (1994), la perspective de crise est inattendue car elle peut apparaître alors même que les fondamentaux sont sains mais que des comportements de défiance sont observés. Nous ne sommes plus dans le processus déterministe des modèles de 1^{ère} génération mais dans un processus de mimétisme et de prophéties auto-réalisatrices.

Le processus de libéralisation financière impulsé dans les années 1990 a autorisé la possibilité d'investissements de portefeuille dans les pays émergents (titres, actifs immobiliers). Attirés par des parités nominales fixes et des taux d'intérêt élevés, les comportements des investisseurs internationaux ont été euphoriques. Or, les comportements euphoriques sont sensibles à tout revirement de considération collective. Et ce, d'autant plus que comme le disait Minsky (1982) : « la fragilité financière est toujours dissimulée car elle est engendrée au cours de la phase d'euphorie ». D'où la formation de nouvelles générations de crise où l'importance de la psychologie des marchés est prééminente.

Les crises de troisième génération apparaissent avec la crise asiatique de 1997 (Krugman (1999)). Ces modèles combinent des séquences de crises déjà spécifiées dans les deux générations précédentes. L'accent est mis sur la nature des chocs ou sur des déséquilibres susceptibles d'enclencher une attaque spéculative. On met en avant l'imperfection des marchés financiers et la fragilité des systèmes bancaires plutôt que les distorsions macro-économiques. Le modèle de Aghion et alii représente les économies asiatiques dans une situation d'équilibres multiples et la sortie de crise nécessite un retour à un équilibre unique. Une politique monétaire restrictive peut être une solution adaptée sous certaines conditions. Il faut notamment que le secteur privé soit fortement endetté en devises mais aussi que le canal du crédit soit peu actif. La hausse du taux d'intérêt directeur a un effet récessif sur l'économie et le canal du crédit a un rôle amplificateur. Le débat sur les effets d'une politique monétaire restrictive est donc bien représenté dans le modèle, la hausse du taux d'intérêt peut renforcer la récession et la dépréciation de la monnaie dans certaines circonstances.

- ***Eviter les crises de 1ère génération*** revient à mettre fin à l'expansion du crédit et freiner la demande intérieure.
- ***Eviter les crises de deuxième génération*** revient à assurer la crédibilité de la politique économique pour éviter les équilibres multiples en s'engageant sur la durée, en se « liant les mains » politiquement et juridiquement pour augmenter le coût d'une remise en cause et en accumulant par précaution des réserves de change (ce qu'ont fait les pays asiatiques depuis 2000).
- ***Eviter les crises de 3ème génération*** revient à limiter l'endettement en devise étrangère, allonger la maturité de la dette extérieure, assurer la liquidité des banques nationales, obtenir des banques étrangères l'engagement de renouveler leurs lignes de crédit sécuriser l'accès aux prêts internationaux.

CONCLUSION

Les incertitudes de la crise actuelle.

- ***Risque de déflation: excès de capacités de production, emprunteurs surendettés, hausse du chômage, énormes pertes de richesses pouvant entraîner des taux d'épargne très élevés avec effondrement de la demande, des profits, de l'investissement. Caractère massif et persistant des déficits budgétaires, hausse vertigineuse de la dette, aversion au risque pouvant entraîner une hausse des taux d'intérêt sur l'emprunt public.***
- ***Risque de contagion aux économies émergentes. Tarissement de l'afflux de capitaux, chute de la production, réduction de la qualité des actifs.***
- ***Incertitude sur l'ampleur des mesures à prendre pour enrayer cette spirale descendante.***
- ***Incertitude sur le temps de sortie de crise. L'exemple du Japon qui n'y est pas parvenu en 20 ans n'est guère rassurant.***
- ***Incertitude sur le montant des pertes financières. Désordre dans les bilans lié à des déséquilibres structurels des comptes courants.***
- ***Ni une restructuration des bilans des Etablissements financier, ni une relance macroéconomique à court terme ne sont en mesure de générer une croissance durable et saine.***

- ***Le secteur financier mondial est loin d'être assaini.***
- ***Le désendettement des secteurs privés des pays fortement endettés n'a pas commencé.***
- ***Le rééquilibrage de la demande mondiale est à peine amorcé.***
- ***On ne peut revenir à une situation du même type que celle qui prévalait avant la crise.***
- ***Incertitude sur les dégâts dans les PMA: chute des IDE, baisse des transferts des migrants, déclin des recettes d'exportation de matières premières, fuite des capitaux, tensions sur les taux d'intérêt et de change, tensions sur les prix alimentaires, risque de famine et d'aggravation de la pauvreté absolue, etc.***
- ***La relative accalmie actuelle est trompeuse et les dégâts futurs risquent d'être considérables et désastreux pour les PMA.***
- ***Estimation des pertes globales du système financier à 4400 milliards de \$ soit l'équivalent de 37 années d'aides officielles au développement à son niveau de 2008.***
- ***Le déficit de refinancement des banques (refinancement à court terme des prêts interbancaires et des titrisations + refinancement à échéance de la dette à long terme) passera de 20700 milliards de \$ à la fin 2008 à 25600 en 2011***

Dans le contexte actuel la gestion macroéconomique des crises implique un certain nombre de mesures coordonnées par des instances supranationales (G20, UE...).

- 1. Les autorités monétaires centrales doivent reprendre le contrôle des banques en les fragmentant en unités de petites taille, et en leur imposant une étroite surveillance assortie de mesures prudentielles drastiques.***
- 2. Il convient de cloisonner les différents compartiments des marchés financiers de façon à limiter les effets de contagion et les risques systémiques.***
- 3. Empêcher les comportements spéculatifs sur les hedges funds et le trading à haute fréquence.***

4. **Limiter les rémunérations** des hauts dirigeants des banques et des sociétés financières à travers les stock options.
5. **Contrôler les agences de notation** et s'assurer de leur professionnalisme et de leur indépendance en supprimant notamment tout conflit d'intérêt réel ou potentiel.
6. **Supprimer les paradis fiscaux** et les circuits de l'argent «sale » (drogue, prostitution, corruption, crime organisé, etc.)
7. **Faire prévaloir une éthique de la finance** qui doit être enseignée dans toutes les écoles de management.

8. **Harmoniser la fiscalité européenne sur les produits financiers notamment.**
9. **Augmenter considérablement le budget communautaire européen pour donner à la commission européenne et à la BCE sous contrôle du parlement européen les moyens d'une véritable politique budgétaire et structurelle.**
10. **Lutter contre la pauvreté et le chômage de masse (notamment des jeunes) en réduisant les inégalités et en faisant prévaloir un esprit de solidarité entre les pays et les régions de l'UE.**

A l'échelle planétaire les politiques de rigueur au Nord vont conduire à réorienter les flux de marchandises vers les nouveaux consommateurs du Sud (les classes moyennes en émergence des pays d'Amérique latine et d'Asie) susceptibles d'alimenter une croissance auto-entretenu Sud-Sud indépendante de la demande des pays du Nord. Il conviendrait alors de recréer les conditions d'une demande du Nord. D'où l'enjeu d'un changement de paradigme: miser sur une nouvelle croissance tirée par la recherche et l'innovation dans des technologies économes en énergie et génératrices de biens et de services «écologiques» qui améliorent la qualité de vie, préservent l'environnement et garantissent la biodiversité et l'accès au bien être et à l'emploi pour tous .

Bibliographie

- **AGLIETTA M. et A. REBERIOUX, (2004), Dérives du capitalisme financier, Editions Albin Michel, 394 p.**
- **BANQUE CENTRALE EUROPEENNE, (2005), « Indicators of financial integration in the Euro area », ECB publication, 30 p.**
- **BEAUR Gérard (2006) « La dette publique dans l'histoire », Comité pour l'histoire économique et financière de la France. »**
- **CARTAPANIS, (2002), « Le déclenchement des crises de change : qu'avons nous appris depuis dix ans ? », Working Paper CEFI (Centre d'Economie et de Finances Internationales), 34 p.**
- **COHEN Daniel, 2009, « La prospérité du vice », Albin Michel, 284p.**
- **COHEN E., (2005), Le nouvel âge du capitalisme : bulles, krachs et rebonds, Editions Fayard, 408 p.**
- **DEHOVE M., (2004), « Crises financières : deux ou trois choses que nous savons d'elles », La Documentation française, Conseil d'Analyse Economique, 155 p.**
- **FIGUET J.M., (2000), « Le prêteur en dernier ressort international », Revue d'économie financière n° 56, pp. 57-75**

- **Galbraith James, K, « L'Etat prédateur », Seuil, « Economie humaine », 314p.**
- **KAMINSKY G. et C. REINHART, (2001), « Financial markets in times of stress », NBER working paper n° 8569, 61 p. Economics Vol. 14, pp.131-156**
- **KINDLEBERGER C., (2004), Histoire mondiale de la spéculation financière, Valor Editions, 346 p.**
- **KRUGMAN Paul, 2009, « Pourquoi les crises reviennent toujours? », Seuil, « Economie humaine », 204p.**
- **STIGLITZ J., (2002), La grande désillusion, Ed. Fayard, 324p.**