



**Thèse pour l'obtention du diplôme de doctorat LMD de
l'Université de Mostaganem**

Domaine : Science économiques, de gestion et commerciales
Option : Commerce International et Logistique

**Le système financier international
De sa mise en place à l'état d'urgence
Quel enseignement pour l'avenir ?**

Présenté et soutenu publiquement par

BENSLIMANE Hanane

Sous la direction de

Dr. BAKRETI Lakhdar

Le jury est composé de :

Mr CHERIF Touil Noureddine	MCA	Président	Université de Mostaganem
Mr BAKRETI Lakhdar	MCA	Rapporteur	Centre universitaire El Bayadh
Mr AMRANI Mohamed	MCA	Examineur	Université de Mostaganem
Mr GUEDAL Zine Eddine	MCA	Examineur	Université de Mostaganem
Mr LAOUEDJ Zouaoui	MCA	Examineur	Université de Sidi Bel Abbes
Mr BENDIDA Houari	MCA	Examineur	Université de Sidi Bel Abbes

**Année universitaire
2017/2018**

REMERCIEMENT

Tous mes remerciements et ma reconnaissance. Tout d'abords à Dieu le tout puissant pour m'avoir donné la chance de franchir tous les obstacles de la vie pour atteindre ce niveau universitaire, ainsi qu'à mon encadreur Mr BAKRETI Lakhdar pour son dévouement et son savoir et surtout son sens d'orientation et son objectivité, et qui n'a pas hésité à aucun moment de me faire profiter de son expérience.

Mes vifs remerciements surtout à mes parents et mon mari qui m'ont aidé moralement et matériellement et avec affection pour atteindre les sommets des études, mon frère Walid, mes deux petites filles Ghizlane et Rayhane, ma tante Hasina et ma petite sœur Wissam qui m'ont beaucoup encouragé, mes amis, ainsi que tous mes professeurs et mes collègues de travail.

Je renouvelle mes remerciements à tous ceux et toutes celles qui m'ont aidé de près et de loin pour concrétiser cette thèse.

Résumé

Au cours des deux dernières décennies et avec la dérégulation et la libéralisation des mouvements internationaux de capitaux, les systèmes financiers se sont développés d'une manière spectaculaire. De nouvelles opportunités se sont offertes aux prêteurs et emprunteurs avec l'intégration des marchés financiers et l'apparition de l'innovation financière. On assiste alors à une évolution rapide des flux internationaux de capitaux, de plus en plus dominés par des investissements en portefeuille. Mais parallèlement à cette expansion rapide du marché financier international, une fragilité sous-jacente des systèmes financiers s'est peu à peu développée, suscitant des scénarios de crises et de récession économique. Peut-on donc lier cette fragilité aux mutations des systèmes financiers ? Notre objectif dans cette thèse est de chercher s'il existe un lien direct entre les défaillances des systèmes financiers et les crises financières. Ceci nous permet de tirer des enseignements très importants pour l'avenir de la finance internationale.

Mots-clés : Système financier, Crise financière, Développement financier, Zone euro.

Classification JEL : **Jel classification** : E23, E24, E42, E44, E51.

الملخص

على مدى العقدين الماضيين، ومع تحرير حركة رؤوس الأموال الدولية، نمت النظم المالية بشكل كبير. حيث ظهرت فرص جديدة للمقرضين والمقترضين مع تكامل الأسواق المالية وظهور الابتكار المالي. نحن نشهد حلياً تغيرات سريعة في التدفقات الرأسمالية الدولية، التي تهيمن عليها استثمارات المحافظ بشكل متزايد. ولكن بالتوازي مع هذا التوسع السريع في الأسواق المالية الدولية، فقد تطورت تدريجياً هشاشة أساسية في النظم المالية، مما أثار مجموعة من الأزمات والركود الاقتصادي. إذا هل يمكننا ربط هذه الهشاشة بالتغييرات في الأنظمة لمالية؟ هدفنا في هذه الرسالة هو التحقق من وجود صلة مباشرة بين فشل النظام المالي والأزمات المالية. وهذا يسمح لنا باستخراج دروس مهمة جداً لمستقبل التمويل الدولي. الكلمات المفتاحية: النظام المالي، الأزمة المالية، التنمية المالية، منطقة اليورو.

Abstract

Over the last two decades, and with the deregulation and liberalization of international capital movements, financial systems have grown dramatically. New opportunities for lenders and borrowers have emerged with the integration of financial markets and the emergence of financial innovation. We are experiencing rapid changes in international capital flows, which are dominated by portfolio investments. However, with this rapid expansion of the international financial market, an underlying fragility of financial systems has gradually developed, sparking scenarios of crises and economic recession. Can we link this fragility to the changes in financial systems? Our goal in this thesis is to investigate whether there is a direct link between financial system failures and financial crises. This allows us to learn very important lessons for the future of international finance.

Key-words: Financial System, Financial Crisis, Financial Development, Eurozone.

INTRODUCTION

Depuis plusieurs décennies, de nombreux économistes ont réalisé des études théoriques et empiriques pour chercher à expliquer la relation entre développement financier et croissance économique. En effet, les économistes ont pendant longtemps été en désaccord sur le rôle du secteur financier dans la croissance économique. La plupart d'entre eux avaient rejeté l'idée d'un rôle déterminant du développement financier dans la croissance économique. Grâce à plusieurs travaux de recherche, d'autres économistes ont battu pour prouver le contraire. Cependant, des points de vue différents, voire contradictoires, sont nés de l'interprétation des résultats de ces travaux. D'aucuns soutiennent que le développement financier est un facteur essentiel à la croissance, tandis que d'autres affirment que c'est la croissance économique qui détermine le niveau de développement financier

La notion de la croissance économique paraît de plus en plus difficile à cerner de nos jours. Les économistes s'interrogent encore aujourd'hui sur ce qu'ils savent de la croissance et sur la meilleure manière de définir une politique économique. Toutefois, il n'en demeure pas moins que l'accélération de cette croissance économique de manière durable demeure encore aujourd'hui une des préoccupations sinon la grande priorité des responsables économiques et politiques dans la plupart des pays dans l'espoir de régresser la pauvreté et de relever le niveau de vie des populations. S'il est vrai que des politiques économiques favorisant la croissance économique sont élaborées continuellement, il demeure encore contraignant aujourd'hui aux décideurs économiques de déterminer et de choisir de manière efficiente les instruments pouvant promouvoir et assurer une croissance économique durable. Les crises financières qui ont secoué successivement ces dernières années les différentes zones du monde ont relancé le débat sur la place que doit occuper la finance dans la sphère économique d'un pays et ont renforcé la thèse du rôle prééminent du secteur financier dans la croissance et la nécessité d'organiser le mieux possible son fonctionnement. Shaw définissait sommairement le développement financier comme « l'accumulation d'actifs financiers à un rythme plus rapide que l'accumulation d'actifs non financiers ». Levine définit le développement financier en ces termes : « il y a un développement financier lorsque les instruments financiers, les marchés, et les intermédiaires financiers réduisent, sans toutefois éliminer les coûts d'obtention de l'information, les coûts d'exécution des contrats et les coûts de transaction ». Alors que plusieurs études ont porté sur la relation que la finance peut entretenir avec la croissance, il

semble de manière explicite ou implicite qu'un système financier efficient active le développement économique ou encore qu'un développement du secteur financier est un instrument efficace de promotion d'une croissance économique durable. Le développement des institutions financières pour une croissance économique rapide est récemment devenu un axiome central de la théorie économique, renforcé par le soutien apparent des études empiriques de la relation entre les indicateurs de développement financier et les taux observés de la croissance. Dès lors la structure financière est devenue même l'un des éléments de la stratégie de développement économique des pays. C'est ainsi que la relation entre le développement financier et la croissance économique a connu un renouveau particulier au début des années quatre-vingt dix. La relation entre finance et croissance a été le sujet d'une grande attention ces récentes années depuis les études de Bagehot et de Schumpeter. Selon Schumpeter le crédit sert le développement industriel et qu'il est une condition nécessaire à la création et au développement de l'innovation et donc à la croissance économique. Le Rapport sur le développement dans le monde publié par la Banque mondiale présente une étude approfondie du lien entre finance et croissance économique en insistant sur le développement du secteur financier dans les pays en voie de développement afin de renforcer la croissance économique. Pour Gurley et Schaw (1960), l'innovation financière qui accompagne le développement financier réduit le risque attaché à l'investissement ainsi que les coûts de l'intermédiation financière, et stimule l'épargne. La plupart des travaux réalisés ces dernières années mettent en relief le fait que d'une manière générale un système financier développé stimule le développement économique. Vu qu'il est largement admis que le développement financier a tendance à aller de pair avec la croissance, on comprend mieux les politiques de modernisation du secteur financier menées depuis quelques décennies dans le monde. C'est ce qui nous amène à parler de la théorie du développement financier dans le premier chapitre.

Depuis le début des années quatre-vingt, la libéralisation financière a largement dépassé les frontières des pays développés à cause de la mondialisation qui s'est installée par de nouveaux principes qui ont affecté le fonctionnement de la finance; ce qui a favorisé la croissance économique dans ces pays dont les pays en développement étaient incités à réformer leur système financier en s'inspirant de ce qu'ont fait les pays développés dans les années soixante-dix. La plupart des pays en voie de développement ont connu une longue période de répression financière. Leur stratégie de développement était caractérisée par une large intervention publique qui donnait à l'état d'importantes prérogatives dans l'allocation des ressources. Ce qui a été la cause de la marginalisation du secteur financier et surtout les

banques. Ce secteur bancaire a connu une minimisation de son rôle de collecte de l'épargne et d'affectation optimales des ressources financière vers les investissements les plus productifs avec le maintien de taux d'intérêt faible (réglementé) et la canalisation du crédit vers certaines entreprises et secteurs afin de stimuler une croissance rapide; ce qui a défavorisé le développement financier dans ces pays et ralentissent leurs croissances économiques. Cette politique a conduit également à une augmentation du déficit budgétaire et à une accumulation de la dette extérieure. De ce fait, un grand nombre de ces pays ont accédé avec la banque mondiale et le fond monétaire international l'application de la politique de libéralisation financière par la mise en place des taux d'intérêt sur les dépôts et les prêts déterminés par le marché; la suppression du crédit administré, la création de conditions plus concurrentielles et la réduction de l'apport de crédit au secteur public. Les fondements théoriques de cette politique s'appuient sur les travaux de McKinnon et Shaw 1973 ; ces derniers estiment que la politique de répression financière appliquée par la plupart des pays en voie de développement dans les années 50 et 60 empêchait le développement financier, car les difficultés de financement de l'investissement dans le cadre d'économie où le système bancaire est fragmenté et le crédit est sous le contrôle de l'état ont ralenti la croissance économique. Pour cela le deuxième chapitre est consacré pour l'étude de la théorie de la répression et libéralisation financier.

Les crises bancaires sont une des manifestations les plus importantes de l'instabilité financière contemporaine. En effet, les systèmes bancaires des deux tiers des pays membres du FMI et de la plupart des pays émergents ont connu de graves dysfonctionnements au cours des deux dernières décennies. D'importantes avancées dans la compréhension de ces crises ont été réalisées grâce à des travaux empiriques, dont certains ont été effectués par des économistes du FMI. Ces travaux montrent l'existence d'une relation entre les crises bancaires et financières et les politiques de libéralisation financière, souvent radicales, menées dans les pays émergents. Ils illustrent également le fait que les défaillances bancaires sont au centre des crises économiques et financières récentes des pays émergents. La plupart de ces analyses, de nature principalement macroéconomique, mettent en avant deux séries d'explications : d'une part, la libéralisation financière rend les banques plus vulnérables aux chocs macroéconomiques et, d'autre part, la fragilité financière de ces dernières serait aggravée par l'insuffisance des dispositifs de supervision, particulièrement patente dans les pays émergents. Toutefois, ces approches ont des fondements microéconomiques insuffisants et ne permettent pas d'expliquer les prises de risques excessifs et les défaillances bancaires

dans les pays émergents. Une étude historique des crises sera menée dans le chapitre trois mais en se basant sur la crise actuelle qui a été déclenché en 2008 (crise de subprimes).

Au cours des deux dernières décennies et avec la dérégulation et la libéralisation des mouvements internationaux de capitaux, les systèmes financiers se sont développés d'une manière spectaculaire. De nouvelles opportunités se sont offertes aux prêteurs et emprunteurs avec l'intégration des marchés financiers et l'apparition de l'innovation financière. On assiste alors à une évolution rapide des flux internationaux de capitaux, de plus en plus dominés par des investissements en portefeuille. Mais parallèlement à cette expansion rapide du marché financier international, une fragilité sous-jacente des systèmes financiers s'est peu à peu développée, suscitant des scénarios de crises et de récession économique comme le cas de la crise actuelle. Peut-on donc lier cette fragilité aux mutations des systèmes financiers qu'a connues le monde ces dernières années ? Si la réponse est « oui » comment renforcer donc l'architecture du système financier international pour l'améliorer et le rendre plus stable et plus efficient ?

Notre objectif est de chercher s'il existe un lien direct entre les défaillances des systèmes financiers et les crises financières on utilisant l'analyse descriptive et déductive. Ceci nous permet de tirer des enseignements très importants pour l'avenir de la finance internationale.

Cette analyse nous permet de comprendre qu'après l'abandon du système monétaire international de changes fixes en 1973 et parallèlement au développement de l'intégration financière internationale, les crises prennent des caractéristiques nouvelles qui les font qualifier de crises financières "internationales". En plus des paniques bancaires et des krachs boursiers, apparaissent des crises de change de grande ampleur parfois accompagnées de crises de la dette souveraine.

Mais pour répondre aux questions ci-dessus, une première partie théorique qui discute le développement financière et le système financier et monétaire international dont le premier chapitre décrit les théories du développement financier et le deuxième analyse la théorie de la répression et la libéralisation financière. Dans la deuxième partie, nous cherchons à bien expliquer les différentes formes de crise et leurs causes notamment la crise des subprimes (troisième chapitre). Ceci nous permet ensuite d'étudier l'impact de la crise des subprimes de 2008 sur la zone euro (quatrième chapitre). L'accent est mis sur les effets de cette crise sur le

système financier et monétaire des trois pays de cette zone (France, Allemagne, Grèce) et aussi sur leurs systèmes productifs. L'analyse des données statistiques nous a montré que la Grèce a été le pays le plus touché de la zone euro. Mais ceci ne veut pas dire que les autres pays étaient à l'abri des effets pervers de l'actuelle crise financière. L'analyse nous permet de mettre le point sur les différentes conséquences de la crise dans la zone euro et aussi de tirer des leçons pour l'avenir du système financier et monétaire international.

PREMIERE PARTIE

**Développement financier et système financier
international : le débat théorique**

Vu qu'il est largement admis que le développement financier a tendance à aller de pair avec la croissance, on comprend mieux les politiques de modernisation du secteur financier menées depuis quelques décennies dans le monde. Le développement financier est synonyme d'une amélioration du système financier (premier chapitre) et sa mutation d'une répression à une libéralisation financière (deuxième chapitre).

PREMIER CHAPITRE

Développement financier et système financier : cadre général

Depuis plusieurs décennies, de nombreux économistes ont réalisé des études théoriques et empiriques pour chercher à expliquer la relation entre développement financier et croissance économique. En effet, les économistes ont pendant longtemps été en désaccord sur le rôle du secteur financier dans la croissance économique. La plupart d'entre eux avaient rejeté l'idée d'un rôle déterminant du développement financier dans la croissance économique. Grâce à plusieurs travaux de recherche, d'autres économistes ont prouvé le contraire. Cependant, des points de vue différents, voire contradictoires, sont nés de l'interprétation des résultats de ces travaux. D'aucuns soutiennent que le développement financier est un facteur essentiel à la croissance, tandis que d'autres affirment que c'est la croissance économique qui détermine le niveau de développement financier d'un pays. Nous interpréterons dans ce premier chapitre le développement financier et ses déterminants, et ses théories explicatives.

1-1- Le système financier

Le système financier est le moteur principal dans une économie quoi qu'elle soit. Ce système qui permet de mettre en relation les agents économiques excédentaires en ressources avec ceux qui sont déficitaires. Cette mise en relation peut se faire directement ou indirectement.

On peut deviser l'économie en deux grands secteurs : le secteur réel qui comprend les particuliers, les entreprises non-financières, les gouvernements et les non-résidentes secteur financier qui est constitué d'institutions financières et de marchés financiers. Les principales institutions financières sont les banques, les caisses d'épargne et de crédit, les sociétés de fiducie, les compagnies d'assurances et les sociétés de courtage en valeurs mobilières. Les marchés financiers se divisent en marché monétaire, marché des obligations, marché des actions et marché des produits dérivés. Le rôle fondamental du secteur financier est de recueillir et d'allouer l'épargne financière. L'épargne se définit comme étant le surplus des revenus sur les dépenses. L'épargne peut être investie en biens réels, comme des immeubles, ou en actifs financiers, comme des dépôts, des obligations ou des actions.

En réalité, l'importance d'un système financier résilient et performant est dans l'appui et le soutien aux efforts de croissance, quoi que ce soit soient le pays développés ou en développement. Suite à cette importance, le secteur financier peut, en se développant, entraîner un développement du secteur réel. Et avoir une influence sur le développement économique et la croissance

1-1-1-Définition du système financier

On peut définir le système financier comme : « l'ensemble des marchés, des intermédiaires, des sociétés de services et toutes les autres institutions qui mettent en œuvre les décisions financières des ménages, des entreprises et des gouvernements »¹. Ou « l'agencement des dettes et des créances, répartis entre banque centrale, système bancaire au sens large, entreprises et particuliers »². On peut aussi le définir comme un ensemble d'établissements financiers qui échangent des fonds via une organisation relativement informelle : les marchés financiers, comme le crédit bancaire ou les marchés boursiers. Le comportement de ces établissements est régulé par la banque centrale et les autorités financières.

Le système financier est constitué par l'ensemble des institutions et mécanismes destinés à mettre en relation les agents économiques dont les ressources sont excédentaires et ceux dont les ressources sont insuffisants. Il fédère différents acteurs, dont des institutions financières (banques, etc.) les marchés financiers ainsi que des systèmes de compensation et de règlement sur lesquels les investisseurs finalisent leurs transactions. Il concourt à l'accroissement de la capacité productive de l'économie. Pour assurer le financement d'une économie, le système financier présente des structure et des réseaux de transmission qui sont regroupé en trois circuit : le financement interne dont les entreprise finance leurs besoin par ses actives ce qu'an appel l'Autofinancement. Le financement direct consiste en la rencontre directe entre les investisseurs (les épargnants qui ont des excédents de fonds) et les agents économiques tel que les entreprises, les collectivités publiques et l'état qui ont besoin en capitaux. Le financement indirect dont l'acteur principal est la banque ; il consiste à ce que ce dernier collecte les fonds et les octrois sous forme de crédit aux entreprises ayant des besoins financier.

¹BODIE Z. & MERTON R « Finance », traduit par Thibierge C, *Pearson*, Paris, 2ème éd., 2007, p 27.

²BESSION J-L *Monnaie et Finance*, Office des Publications Universitaires, Alger, 1993, p 117.

1-1-2-Fonctions du système financier

Le système financier accomplit non seulement un rôle crucial concernant la gestion de l'épargne, il assume aussi diverses fonctions qui sont naturellement complémentaires à cette mission de base. On résume ces principales fonctions comme suit³ :

- Fournir et gérer les moyens de paiement
- Collecter l'épargne afin de financer des projets d'investissement de grande taille et non divisibles ;
- La mobilisation de l'épargne
- L'allocation de l'épargne
- Fournir des instruments de gestion des risques ;
- Produire des informations financières influant sur les décisions économiques et financières ;
- Mettre en place des mécanismes incitatifs permettant de réduire les conflits liés aux asymétries d'information et les coûts d'agence.

1-1-3-Les principaux acteurs (intermédiaire) du système financier

Qu'il s'agisse d'épargner, d'emprunter, d'investir ou d'acheter et de vendre au moyen de cartes de crédit, de chèques ou de monnaie électronique, la majorité des activités commerciales sont menées via le système financier. Il est constitué par un ensemble d'établissements financiers échangeant des fonds de façon directe (crédit commercial, opérations de gré à gré, etc.) ou indirecte à travers des places de marché (Bourse).

L'intermédiaire financier assume deux risques que les individus ne voudront pas prendre : il sélectionne les emprunteurs et leur prête, en faisant ceci il immobilise des fonds alors qu'ils restent liquides pour les individus. Ceci est possible car l'intermédiaire, lorsqu'il rembourse un client (retrait ou paiement de prime), il y a forcément un autre client qui lui prête (dépôt, cotisation ou souscription) ; donc sauf en cas de crise de liquidité ou de baisse de crédibilité de l'intermédiaire, le comportement de masse est statistiquement prévisible⁴.

³ROBERT C. Merton « functional perspective of financial intermediation », *Financial Management*, Vol. 24, No. 2, Silver Anniversary Commemoration, 1995, p. 23-41.

⁴ BESSON J-L, op.cit, p 62.

Parmi les principaux acteurs du système financier figurent les banques centrales, les banques commerciales et d'investissement, les compagnies d'assurance, les courtiers, les bourses, les traders, les plateformes de négociation, les chambres de compensation, etc. Si on examine en détail les fonctions de chaque intermédiaire à part, on trouve qu'ils se sont métamorphosés à travers le temps, et que certaines institutions n'existent que dans certains pays, et même dans ce cas, il est probable qu'elles n'aient pas les mêmes fonctions à remplir.

Parmi ces intermédiaires :

a- Les Banques Commerciales

Les premiers banquiers étaient initialement des gardiens de coffres forts, ils détenaient les bijoux et l'argent que les individus évitaient de garder chez eux par crainte de vol. Les individus payaient la location du coffre et recevaient des certificats attestant de la valeur de leurs dépôts. Les banquiers utilisent les certificats de dépôt comme mode de paiement et prêter, une partie de ces derniers.

Actuellement, les banques représentent le pivot de tout système financier dans le monde, même là où le financement via les marchés prend de l'ampleur ; les systèmes de paiements sont typiquement organisés autour des banques, les intermédiaires non-bancaires et les marchés des capitaux dépendent des services de transactions offerts par les banques, les ménages placent leurs épargnes dans les banques, et ces dernières sont aussi le premier créancier des entreprises⁵.

En tenant compte des fonctions communes entre les différents intermédiaires financiers, parmi les caractéristiques supplémentaires de ses banques commerciales :

* La collecte des dépôts est un aspect très important pour chaque banque, elle détermine sa part du marché, sa capacité à distribuer des crédits et sa trésorerie. Le rapprochement des guichets bancaires de la population ainsi que la vulgarisation des moyens de paiement modernes ont beaucoup aidé à augmenter le taux d'épargne des ménages⁶ ;

* La distribution des crédits est l'activité centrale des banques. Selon la théorie du multiplicateur, une banque peut créer plus de monnaie en accordant des prêts que ce qu'elle détient en dépôts. Ceci est possible grâce au nombre important des épargnants, l'avantage de cet effet d'échelle est que le problème des retraits excessifs peut être évité ;

⁵CAPRIO G. Jr. & LEVINE R « Reforming Finance in Transitional Socialist Economies », *The World Bank Research Observer*, vol. 9, n° 1, 01.1994, p 7.

⁶NARASSIGUIN P « Monnaie, Banques et Banques Centrales dans la Zone Euro », *De Boeck*, Bruxelles, 2004, p85-88.

* Malgré toutes les précautions, le risque de liquidité suite aux retraits excessifs est toujours envisageable, pour s'immuniser, les banques sont obligées de tenir une réserve de liquidité déterminée selon sa taille, le nombre des clients et les conditions économiques prévalant ;

* En cas d'insuffisance de ressources, les banques font appel au marché interbancaire, à la banque centrale ou au marché des titres négociables. Les taux d'intérêt appliqués sur les marchés interbancaires varient selon le montant, la durée et surtout le type de crédit (crédit de trésorerie, découvert bancaire, prêt personnel, crédit immobilier) ;

* Les banques développent aussi un certain nombre d'activités financières telles que l'investissement en titres financiers émis par l'état ou par les entreprises, l'assistance des entreprises pour des opérations de souscription, d'introduction en bourse et d'offres publiques d'achat. Dans le volet gestion du patrimoine, les banques commerciales créent des fonds d'investissement au bénéfice des agents non financiers ;

* La gestion des moyens de paiement et leur modernisation constituent une tâche importante pour les banques, ceci permet d'attirer un nombre croissant de clients et augmente l'efficacité de ces institutions.

L'évolution des systèmes financiers, particulièrement en matière de structure financière, a engendré la divergence entre deux systèmes bancaires ; d'un côté il y a celui où les banques dites "universelles" occupent une place importante dans la sphère financière en incorporant le rôle de plusieurs intermédiaires à la fois, et celui où les banques se spécialisent dans l'industrie du crédit, dans la prestation de services, ou dans la gestion du patrimoine.

L'économie qui se base sur des petits prêteurs (petites banques) favorise le financement à court terme, alors qu'un système financier centralisé (basé sur un nombre réduit de grandes banques) économise sur les coûts de l'information et peut s'engager dans des financements longs puisqu'il peut compenser les pertes dues aux projets inefficaces par les gains des projets efficaces⁷.

La propriété publique et la grande concentration de l'activité bancaire peuvent générer plusieurs problèmes⁸ :

⁷AMABLE B. &CHATELAIN J-B « Systèmes Financiers et Croissance : Les Effets du "Court-termisme" » *Revue Economique*, vol. 46, n° 3, 05.1995, p 835.

⁸CAPRIO G. Jr. et LEVINE R, op.cit, p 8.

a- la forte concentration peut réduire la compétition entre les banques existantes, réduire leur efficacité et décourager l'émergence de nouvelles banques ; deuxièmement, lorsqu'un nombre réduit d'entreprises détient le pouvoir ;

b-dans le système financier (dans certains pays, les banques non détenue par l'état appartiennent à des groupes d'entreprises spécifiques), l'octroi de crédit est probablement biaisé vers les propriétaires, la compétition dans le secteur réel est ainsi altérée ;

c- la propriété des banques par la banque centrale crée un conflit d'intérêts avec les responsabilités de cette dernière à faire valoir une politique monétaire sereine.

b- La Banque Centrale

Si on compare les banques centrales anciennes⁹ et actuelles, on trouve qu'elles n'ont pas toutes la même importance, pas les mêmes fonctions et probablement pas la même structure, mais on peut considérer quelques fonctions que la plupart des banques centrales tendent à remplir¹⁰ :

* L'activité la plus traditionnelle de la banque centrale est l'émission des moyens de paiement (billets et pièces), l'importance de cette activité a diminué avec l'accroissement de l'utilisation des chèques et des moyens de paiement électronique plus récemment. Le volume de l'émission dépend théoriquement des réserves en or et en devises, cependant la politique monétaire peut affecter ce volume surtout dans les pays où le degré d'indépendance de la banque centrale est très bas ;

* La banque centrale est considérée comme la banque de l'Etat ; elle centralise les opérations des comptes du Trésor, elle effectue les encaissements et les virements de l'Etat, elle avance des fonds non rémunérés au gouvernement, elle détient les réserves d'or et de devises étrangères, et gère les opérations de change. Alor la banque centrale est le premier conseiller du gouvernement en matière de politiques économiques ;

* Afin de faciliter les transferts entre circuits monétaires, les banques commerciales ont opté pour la centralisation des règlements interbancaires multilatéraux à la chambre de compensation tenue par la banque centrale, ces règlements s'effectuent par mouvement de leurs comptes ouverts dans cette institution. Après chaque séance (sauf pour les systèmes très développés où la télé-compensation se fait instantanément), un solde global se dégage pour

⁹La Swedish Riksbank est la plus ancienne banque centrale à voir le jour ; elle a été créée initialement en 1656 en tant que banque privée (sous le nom de la Banque de Stockholm), mais suite à une panique en 1668 la banque a reçu l'aide du gouvernement en contrepartie d'une réorganisation de la banque sous l'autorité du parlement.

¹⁰DIATKINE S, *Institutions et Mécanismes Monétaires*, Armand Colin, Paris, 2ème éd., 1996, pp 52-64.

chaque banque qui sera incorporé à son compte (en atteignant un certain seuil, la banque peut être invitée à alimenter son compte), les règlements se font donc au montant du solde et non pas à la totalité des montants transférés ;

* En cas de besoin de liquidité, les banques commerciales peuvent s'en procurer de différentes manières (vente d'effets détenus, marché monétaire), mais c'est possible qu'elles soient obligées à faire appel au refinancement par la banque centrale, cette dernière est alors considérée comme prêteur ultime. Durant les crises de liquidité, même si son statut d'institution indépendante lui donne le droit de refuser un financement qu'elle juge inapproprié, la banque centrale est tenue de garantir la disponibilité de la liquidité dans le but de rassurer les épargnants et éviter d'aggraver la situation ;

* Une autre procédure utilisée dans le but de garder un bon niveau de confiance de la population dans le système financier est l'assurance des dépôts. Les banques commerciales payent une cotisation à un organisme relié à la banque centrale, en contrepartie cet organisme se porte garant des dépôts en cas de retraits massifs ou de risques de faillite. Ce mécanisme a permis d'éviter certaines crises, et d'atténuer l'intensité d'autres.

c- Les Fonds d'Investissements

Les fonds d'investissement sont des institutions qui collectent des participations auprès d'un large éventail d'investisseurs (des ménages jusqu'aux investisseurs institutionnels) et les placent dans un portefeuille diversifié. La différence majeure entre les banques et les fonds d'investissement réside dans la façon d'obtenir les fonds ; alors que les banques utilisent les dépôts de leurs clients, les fonds d'investissement émettent des parts à souscrire par les investisseurs. Les différents fonds se distinguent à deux niveaux : par leurs statuts et par leurs objectifs¹¹.

**Différentiation par statut : là il y a deux catégories*

-Dans les fonds ouverts, la valeur des parts émises est déterminée par la valeur totale des actifs inclus dans le portefeuille géré et le nombre des parts ; cette valeur peut donc varier d'un jour ou l'autre. Le fonds émet de nouvelles parts lorsqu'il a besoin de plus de fonds et est obligé de reprendre les parts de ses clients s'ils veulent d'en débarrasser.

-Dans les fonds fermés, le nombre des parts est fixé depuis leur création, par contre leur valeur est déterminée par les marchés boursiers puisque c'est dans ces marchés qu'un

¹¹DIATKINE S, op.cit, p 30.

détenteur de parts peut vendre sa participation comme s'il s'agissait d'une action d'entreprise. Dans ce cas-là, leur cours peut différer de la valeur de la part (valeur totale des parts divisée par leur nombre)¹².

**Différentiation par objectif* : dans ce cas-là en trouve les objectives suivants¹³ :

- Les fonds orientés actions sont des fonds dont le portefeuille est composé majoritairement d'actions ; ces fonds offrent de plus grandes opportunités de bénéfices mais courent des risques à cause des fluctuations des marchés ;
- Les fonds orientés obligations sont des fonds dont le portefeuille est composé majoritairement d'obligations ; ces fonds sont caractérisés par des revenus relativement bas mais stables ;
- Les fonds des marchés monétaires investissent uniquement dans des instruments de courte durée, ils offrent donc à leurs clients une liquidité maximale ;
- Les fonds diversifiés se basent sur la diversification des actifs inclus dans leurs portefeuilles comme actions et obligations, à court et à long termes, titre émis par des entreprises ou par le trésor ; afin de garantir un certain niveau de protection contre les risques ;
- Les fonds d'investissements garantis s'orientent principalement aux investisseurs extrêmement prudents en leur offrant des garanties sur la valeur des actifs constituant leurs portefeuilles.

d- Les Compagnies d'Assurance

Les compagnies d'assurance sont des institutions financières spécialisées dans le transfert et le partage des risques ; elles reçoivent des primes de la part de clients souhaitant se prémunir contre un quelconque risque par exemple : les accidents corporels ou matériels, catastrophes, vols, etc., et s'engagent à leur verser des prestations si le risque couvert par le contrat d'assurance survient. En plus des assurances imposées par la loi, tels que la sécurité sociale ou les assurances automobiles, il existe un certain nombre de prestations facultatives, telles que les assurances vie, domicile, récoltes et autres, dont la vulgarisation dépend majoritairement de la culture de l'assurance chez la population.

Pour pouvoir faire face à leurs engagements, les compagnies d'assurances profitent de l'abondance de fonds dont elles disposent pour investir dans les marchés financiers ; cette participation se fait généralement par le biais des fonds d'investissement qu'elles créent et

¹²BODIE Z. & MERTON R, op.cit, p61-62.

¹³BRADLEY X. et DESCAMPS C, « *Monnaie, Banque, Financement* », Dalloz, Paris, 2005, p 18-19.

dirigent. Les compagnies d'assurance n'étant pas des institutions de dépôts, leurs actifs ne sont pas garantis par l'état, ce qui leur pousse à s'orienter principalement vers l'investissement dans les obligations et les actions très peu fluctuantes¹⁴.

e- Les Marchés Financiers

Les marchés financiers ne peuvent pas être considérés comme des intermédiaires financiers mais plutôt un cadre qui permet à ces derniers de se rencontrer (même si c'est virtuel), de se consentir sur les prix et d'échanger tous types d'actifs financiers et réels. Ils ont émergé pour compléter le rôle des banques et non pas pour les remplacer¹⁵. Mais on peut assurer qu'actuellement ils représentent l'un des secteurs économiques les plus actifs, et pour la majorité des pays développés, ils participent même au développement des autres secteurs. Ils peuvent contribuer à fournir la liquidité souhaitée : les épargnants tiennent des actifs liquides tels que les actions, alors que les entreprises peuvent utiliser de façon permanente les fonds mis à leur disposition à travers l'émission de ces actions¹⁶. Là en peut trouver¹⁷ :

Les marchés primaires des capitaux : Lorsqu'un investisseur souhaite obtenir des fonds pour développer son activité, mais sans faire appel aux intermédiaires, il a la possibilité d'émettre des titres financiers sur ce marché.

Les marchés secondaires : Les agents à capacité de financement achètent ces titres dans l'objectif de réaliser des revenus futurs, mais peuvent aussi les revendre sur ce marché en cas de besoin de liquidité.

Les marchés organisés : elles offrent aux agents économiques un cadre institutionnel qui gère les transactions et protège les parties du contrat.

Les marchés de gré à gré : ce sont des marchés déréglementés mais tout à fait réglementaires. Ces marchés fonctionnent à travers de larges réseaux d'intermédiaires qui s'entre-échanget les actifs au prix auquel les parties s'accordent,

Les marchés comptant : le transfert de propriété de l'instrument vendu et le flux financier se font simultanément (ou à un délai de quelques jours fixé par l'autorité du marché).

¹⁴BESSON J-L, op.cit, p 117.

¹⁵ BOYD J. & SMITH B, « The Coevolution of the Real and Financial Sectors in the GrowthProcess », *World Bank Economic Review*, vol. 10, n° 2, 05.1996, p 372.

¹⁶LEVINE R. et ZERVOS S « Stock Market Development and Long-Run Growth », *World Bank Economic Review*, vol. 10, n° 2, 05.1996, p 326.

¹⁷BRADLEY X. & DESCAMPS C, op.cit, pp 10-11.

Les marchés à termes ou des produits dérivés : leur objectif est de permettre aux différents agents de se prémunir contre les risques de fluctuation des prix des actifs, des matières premières, des taux de change ainsi que des taux d'intérêt.

Tous ces acteurs interviennent en respectant des réglementations fixés par les autorités de régulation, qui veillent à ce que la transparence des marchés soit respectée par ces intervenants.

1-1-4-Organisation du système financier

L'objectif du système financier est de permettre aux agents économiques d'échanger rapidement leurs capitaux en toute sécurité et avec des coûts de transaction aussi réduits que possibles. Ces échanges sont pour la plupart réalisés sur les marchés financiers où de nombreux types d'actifs sont échangés : obligations, actions, devises, options, matières premières, parts de fonds d'investissements, etc.

Ces actifs sont négociés sur trois marchés principaux :

- le marché de taux où les États et les entreprises se financent en vendant aux investisseurs des titres de dette (obligations) garantissant des paiements périodiques (coupons) durant une durée déterminée ;
- les marché d'actions où les entreprises proposent aux investisseurs d'acquérir une partie de leur capital en contrepartie d'un droit sur la gouvernance ; les revenus (dividendes) et les actifs de l'entreprise ;
- le marché des changes où s'effectue la conversion des devises à partir de la détermination des taux de change, c'est-à-dire de la valeur d'une monnaie par rapport à une autre.

1-2- Les théories du développement financier

Les études qui concerne le rôle des systèmes financiers dans la croissance économique se partagent entre celles qui jaugent qu'un meilleur système financier est indispensable pour garantir une croissance économique soutenue ainsi qu'une amélioration des standards de vie de la population, et d'autre qui pensent que trop de finance tue l'économie. Et pour connaitre cette relation entre système financier affecte la croissance il faut commencer par étudier

comment ces systèmes se développent ?, et pourquoi ils ne se développent pas tous de la même manière ? Les économistes spécialisés du domaine expliquent ces différences à travers diverses théories ; en plus des facteurs géographique, social et culturel, il y a la théorie qui les relie à l'origine légale d'un pays, celle qui les relie à des facteurs politiques et celle qui les relie aux dotations propres à chaque pays. Selon McKinnon et Shaw ; les variations des niveaux du développement financier à travers les différents pays dépendent principalement des législations et des régulations des autorités (le cadre institutionnel). Mais selon Bisignano, la promulgation de lois sur la libération du commerce international et la protection des droits de propriété est la raison principale derrière cette variation.

Pour cela, on va étudier les différentes théories qui expliquent le développement des systèmes financiers et leurs différences en matière de performance. Ensuite nous retournerons sur quelques études qui essaient de vérifier cette relation développement finance et croissance par l'intermédiaire des institutions.

1-2-1- La Théorie du droit et la finance

Le Royaume Uni ressemble beaucoup à la France en matière de PIB par habitant, d'institutions démocratiques et de caractéristiques géographiques (latitude, accès aux mers et distance des grands marchés) ; mais en matière de ratio de capitalisation boursière au PIB et le ratio des crédits privés au PIB ils y a une grande différence. Selon quelque économistes cette différence est le résultat de la différence des traditions légales des deux pays qui est reflétés par les lois et les pratiques sur le plan de la protection de la propriété privée.

Zweigert et Kötz disent que "le style d'un système légal peut être marqué par des idéologies telles que les conceptions religieuses et politiques sur la façon avec laquelle la vie sociale et économique doit être organisée"¹⁸. Donc on peut s'attendre à ce que les différences des traditions légales d'un pays à un autre se traduisent par des différences au niveau du système légal et des institutions qui gèrent la vie sociale et économique. L'influence de l'origine légale sur les lois et les réglementations n'est, cependant, pas restreinte au domaine de la finance ; la propriété publique des banques, la régulation d'entrée, la régulation du marché du travail, l'incidence de la conscription militaire et la propriété publique des médias sont tous des caractéristiques qui varient à travers les pays de différentes origines légales.

¹⁸LA PORTA R., LOPEZ-de-Silanes F. et SHLEIFER A, « The Economic Consequences of Legal Origins », *Journal of Economic Literature*, vol. 46, n° 2, 06.2008, p 286.

a- La naissance et la prolifération des droits européens

La littérature théorique distingue deux sources principales pour les lois et les constitutions qui existent en ce moment à travers le monde. Les Droits Civils Français, Allemand et Scandinave sont des lois résultant des travaux des académiciens et des législateurs sur la base de textes datant de l'ère Romaine, il est le plus ancien, et Le Droit Commun Anglais qui est un ensemble de lois rédigées par des juges et par la suite incorporées aux législatures¹⁹.

Il n'est pas toujours évident de décider de l'origine légale d'un certain pays, surtout pour ceux qui n'ont jamais été colonisés, ou colonisés par des pays qui ne font pas partie des quatre origines (Droit Commun Anglais et les Droits Civils Français, Allemand et Scandinave). On peut, toutefois, résumer les caractéristiques de la classification des pays par origine légale comme suivant ²⁰:

- En dépit du fait que la majeure partie de la transplantation des origines légales à travers le monde s'est effectuée par voie de colonisation, certaines exceptions sont à mentionner tels que le Japon qui a adopté volontairement l'origine légale Allemande. L'Espagne et le Portugal n'ont pas adopté le Code Civil Français à cause de l'invasion des armées de Napoléon mais par admiration à la puissance Française. Les pays de l'Amérique Latine, pourtant des anciennes colonies Espagnoles et Portugaises, n'ont adopté le Code Civil Français qu'après leurs indépendances. La propagation du Code Civil Français était volontaire en Russie, en Autriche et en Turquie. Les pays Scandinaves n'ont jamais eu de colonies, et l'influence coloniale Allemande était rapidement effacée par la Première Guerre Mondiale ; c'est pour ces deux raisons que les pays issus de ces deux origines sont peu nombreux, et que par la suite la majeure comparaison entre Droit Commun et Droit Civil se fait directement avec le Droit Civil Français ;

-La théorie du "*Droit et la Finance*" se base sur les différences induites par les origines légales, mais ça n'empêche pas qu'il y ait des chevauchements entre les Droits ; il y a un certain degré de jurisprudence dans le Droit Civil, et de législation dans le Droit Commun. Mais ceux sont les différences systémiques qui importent le plus ;

-Des législations du Droit Commun dans plusieurs pays laissent toujours aux juges une marge d'interprétation des lois selon les situations ;

¹⁹LA PORTA R., LOPEZ-de-Silanes F., SHLEIFER A. et VISHNY R « Legal Determinants of External Finance », *The Journal of Finance*, vol. 52, n° 3, 07.1997, pp 1131-1132.

²⁰Ibid, p 1137.

b- Les canaux de transmission des traditions légales

Il y a deux canaux majeurs de la transmission d'effets entre l'origine légale d'un pays et son niveau du développement financier qui sont désigné par la théorie du "*Droit et la Finance*"²¹ le canal politique et le canal de l'adaptabilité des lois.

- *Le canal politique* : ce canal se base sur l'idée que la protection des droits de propriété privée est la base d'un développement financier durable. Dans ce sens, on trouve que le Droit Anglais a évolué pour protéger les droits des propriétaires privés, alors que les Droits Civils n'ont cessé de favoriser l'autorité royale. Le canal politique met l'accent sur le degré du contrôle qu'exerce l'état sur les lois.
- *Le canal de l'adaptabilité des lois* : les lois n'ont pas le même degré d'adaptabilité aux évolutions des conditions courantes ; les traditions légales qui arrivent à s'adapter efficacement pour minimiser la fosse entre les besoins en matière de contrats et les systèmes légaux pratiqués sont celles qui favorisent un meilleur niveau de développement financier. Dans ce sens, le Droit Commun est plus souple à s'adapter aux conditions courantes puisque ses juges favorisent l'étude cas-par-cas et favorisent ainsi la jurisprudence par rapport aux lois fixes.

La base de la théorie du Droit et la Finance est construite par ces deux canaux qui suggèrent que l'origine légale d'un pays réalise son développement financier, mais chacun fixe un certain mécanisme. Le canal politique se focalise sur le pouvoir de l'état et il insiste sur les différences de performance entre les pays du Droit Commun et ceux du Droit Civil, alors que celui de l'adaptabilité se concentre sur le processus d'élaboration des lois et met l'accent sur l'avantage du Droit Commun et du Droit Civil Allemand sur le Droit Civil Français. Alor en peut dire que le canal politique stipule que les différences de niveau en matière de développement financier peuvent être expliquées par les différences en matière d'indépendance de l'appareil judiciaire, alors que le canal d'adaptabilité les explique par les différences en matière de flexibilité des lois à répondre aux changements courants.

c- Les différences de performance entre les droits

On comparants droit commun aux droits civils, ils sont associé à une meilleure protection des investisseurs qui est associée à son tour à des niveaux élevés du développement financier, à un meilleur accès au financement et une plus haute dispersion de la propriété. Une

²¹BECK T., DEMIRGÜÇ-KUNT A. et LEVINE R « Law and Finance: Why Does Legal Origin Matter? », *Journal of Comparative Economics*, 2003, vol. 31, issue 4, p 654-655.

propriété publique et une régulation plus légères, qui sont à leur tour associées à moins de corruption, à un bon fonctionnement du marché du travail et à une économie parallèle moins importante, un système judiciaire plus indépendant et moins formalisé qui favorise les droits de propriété et l'application des contrats²².

Dans le domaine de la protection des droits de propriété contre l'expropriation, les pays qui ont adopté le Droit Commun protègent le mieux les actionnaires et les créanciers, les pays du Droit Civil Français le font le moins, ceux des Droits Civils Allemand et Scandinave se situent quelque part au milieu des deux extrêmes. Le même classement peut être considéré pour l'application des contrats²³. Des statistiques montrent que non seulement il y a une plus large proportion d'entreprises ayant contracté un crédit bancaire dans les pays issus du Droit Civil Français, mais la proportion des crédits exigeant des garanties ; ces derniers sont faibles dans ces pays si on les compare aux pays issus du Droit Commun²⁴.

d- Convergence ou divergence entre les traditions légales

Selon Merryman et al ; la différence ne peut se perpétuer entre les pays de différentes origines légales ; selon ces économistes, les Droits Anglais et Civils sont entrainés de converger pour trois raisons principales²⁵ :

- Des programmes actifs pour l'unification des lois,
- La transplantation des institutions légales,
- La tendance des pays ayant des fonctions politiques, économiques et sociales similaires à développer de pareils systèmes légaux.

Mais Legrand trouve qu'il est quasiment impossible d'avoir une convergence entre les deux Droits puissent se passer ; il raisonne ceci par les différences d'ordre mental et épistémologique qui ne sont pas réductibles²⁶. L'étude réalisée par Balas et al en 2009 sur 40 pays, 18 du Droit Commun et 22 du Droit Civil, entre 1950 et 2000 démontre une divergence flagrante entre les pays des deux Droits. L'une des raisons de cette divergence est qu'au moment où les pays de Droit Civil uniformisaient leurs systèmes légaux à travers la création

²²LA PORTA R., LOPEZ-de-silanes F. et SHLEIFER A, op.cit, p 298.

²³LA PORTA R., LOPEZ-de-Silanes F., SHLEIFER A. et VISHNY R, op.cit, p 1132.

²⁴MARCELIN I. et MATHUR I « Financial Development, Institutions and Banks », *International Review of Financial Analysis*, vol. 31, 01.2014, p 27.

²⁵BALAS A., La Porta R., LOPEZ-de-Silanes F. et SHLEIFER A "The Divergence of Legal Procedures" *American Economic Journal: Economic Policy*, vol. 1, n° 2, 08.2009, p 139.

²⁶LEGRAND P, « European Legal Systems Are not Converging », *The International and Comparative Law Quarterly*, vol. 45, n° 1, 01.1996, p 52-81.

de cours qui traitent tous types de litiges, les pays du Droit Commun favorisaient la spécialisation de justice en créant des cours qui ne traitent qu'un certain type de litiges²⁷.

1-2-2- La théories de la politique et la finance

L'objectif de La théorie de La Politique et la Finance est de déterminer les autres causes des variations en matière de développement financier, tout en rejetant l'importance donnée aux traditions légales. Selon Rajan et Zingales, le développement financier a beaucoup évolué durant le siècle dernier, contrairement aux traditions légales qui restent fixes ; ils soulignent alors le rôle des facteurs politiques qui changent à travers le temps²⁸. Dans e canal politique de la théorie du Droit et la Finance la structure politique initiale ne compte pas dans cette théorie. Par contre, la théorie de la Politique et la Finance suggère que la structure politique d'un pays est un élément central dans le développement de son système financier. Des économistes avancent l'idée que le processus de démocratisation renforce les libertés civiles, les politiques stables et l'ouverture de la société ; il renforce aussi la protection des droits de propriétés et l'accomplissement des contrats ; et décourage la corruption et la déloyauté alors le processus de démocratisation stimule la croissance économique. D'autres reviennent sur l'effet négatif que peuvent avoir les groupes d'intérêts ; sous leur pression, les structures démocratiques peuvent souffrir d'inefficacité dans la prise de décision et dans son application. La démocratie prématurée que vivent plusieurs pays en voie de développement est suspectée d'être l'une des causes principales du ralentissement de leur croissance, et même de certaines instabilités politiques et divergences ethniques. Selon les théories politiques de la finance, plusieurs familles industrielles ont formé des alliances suite à la dépression, à l'hyperinflation ou aux défaites militaires. L'objectif de ces alliances était de se procurer un pouvoir politique important afin de mettre en œuvre des lois qui protègent et parfois même favorisent leurs intérêts contre ceux des actionnaires minoritaires, des employés non-syndiqués et des nouveaux entrepreneurs. Les employés organisés en syndicats ont par ailleurs obtenu des droits à la sécurité sociale et des lois qui les protègent. L'évolution des institutions est alors une conséquence directe de ce processus démocratique et non pas de conditions permanentes telles que l'origine légale²⁹.

²⁷BALAS A., LA PORTA R., LOPEZ-de-Silanes F. et SHLEIFER A, op.cit, p 152.

²⁸RAJAN R.G. et ZINGALES L, « The Great Reversals: The Politics of Financial Development in the Twentieth Century », *Journal of Financial Economics*, vol. 69, n° 1, 07.2003, p 7.

²⁹LA PORTA R., LOPEZ-de-Silanes F. et SHLEIFER A, op.cit, p 311.

Pour mieux comprendre cette théorie en Prend l'exemple d'une société qui contrôle tous les pouvoirs politiques ; les droits de propriété de cette élite sont relativement bien protégés alors que ceux du reste de la population sont négligés. L'arrivée de nouvelles technologies favorisant l'industrialisation peut faire basculer la situation, sauf si la société peut entreprendre des investissements industriels sans perdre son pouvoir politique, là on pourrait s'attendre à ce qu'elle profite de ces opportunités. Dans ce cas on trouve trois problèmes majeurs :

a- les personnes ayant les idées et les compétences entrepreneuriales requises peuvent ne pas faire partie de l'élite, et par conséquent ne sont pas motivées à investir puisque les risques d'expropriation sont importants.

b- il est possible que la société veuille à empêcher ces investissements si elle estime que ceux sont plutôt les personnes en dehors de l'élite qui en bénéficieront. c- il est possible que la société veuille à empêcher ces investissements si elle estime que les changements engendrés peuvent causer une révolte contre leurs pouvoirs absolus.

Pour cela on peut résumer deux conclusions importantes : que la différence entre institutions favorisant la propriété privée et que les pays qui avaient des institutions efficaces sont ceux qui ont pu profiter des opportunités d'industrialisation. Les économistes affirment qu'il est impossible de négliger le rôle de l'évolution politique dans la structuration des institutions, ils suggèrent alors que ces évolutions sont toujours consistantes avec les principes qu'implique chaque origine légale.

1-2-3- Les Autres Théories Expliquant le développement financier

Il y a d'autres théories qui expliquent les déterminants du développement financier en plus des trois axes principaux dans l'explication des variations en matière d'institutions (traditions légales, politique et dotations), on y trouve la culture, la religion, l'ouverture commerciale et financière. Même si ces théories ne fournissent pas de preuves aussi solides que les précédentes, elles ne doivent pas être négligées. Le facteur culturel-religieux est considéré comme l'un des plus importants déterminants des différences en matière de qualité des institutions à travers les pays.

Les deux économistes Stulz et Williamson insistent sur l'impact des différences en matière de culture et de religion sur les niveaux du développement financier, ces différences se reflètent généralement sur l'application des contrats et la protection des droits individuels.

Ils ont mis le doigt sur l'impact de la colonisation sur cette relation et citent l'exemple des pays musulmans qui, pour la plupart d'entre eux, payent des intérêts sur les dépôts pourtant prohibés dans le Coran, la raison derrière ceci est que leurs constitutions sont largement influencées par celles de leurs ex-colonisateurs³⁰.

La Porta et al croient que les religions et les traditions qui imposent plus de formalisme sont défavorables à la parfaite concurrence entre agents. Ils ont expliqué ce point de vue par cet exemple : l'église Catholique a pris une position négative vis-à-vis du paiement d'intérêts sur les crédits, et c'est catégoriquement prohibé par le Coran ; par contre, les protestants le considèrent comme fait normal pour le bon déroulement du commerce. Dans ce sens, les droits des créanciers jouissent de plus de protection dans les pays à dominance Protestante³¹.

Selon la théorie de Rajan et Zingales les groupes de pression est basée sur l'idée qu'une ouverture commerciale non accompagnée d'ouverture financière est loin de causer le développement financier. Ils argumentent que dans ce cas les groupes de pression sont prêts à bloquer l'accès aux nouveaux entrants en posant plus de barrières afin de protéger leurs intérêts. Alors que si l'ouverture touche aussi le secteur financier, les entreprises dominantes seront en mesure de profiter de la plus grande disponibilité des fonds ce qui leur pousse à autoriser une certaine ouverture des marchés³². McKinnon suggère que l'ouverture commerciale doit toujours précéder l'ouverture financière et non pas l'accompagner, et que l'ouverture du compte courant du capital doit être la dernière étape dans le processus de libération³³

Pour trancher entre ces deux théories, Baltagi et al ont étudié l'effet de l'ouverture commerciale et financière sur le développement financier sur différents échantillons allant de 21 à 42 pays, durant une période maximale allant de 1980 à 2003. Ils ont utilisé le ratio des crédits bancaires contractés par le secteur privé au PIB comme indicateur du développement du système bancaire. Pour la qualité des institutions, un indicateur est construit à partir de données sur la corruption, l'autorité de la loi, la bureaucratie, la répudiation des contrats par le

³⁰STULZ R. et WILLIAMSON R., « Culture, Openness, and Finance », *Journal of Financial Economics*, vol. 70, n° 3, 12.2003, p 346.

³¹LA PORTA R., LOPEZ-de-Silanes F., SHLEIFER A. et VISHNY R « The Quality of Government » *Journal of Law, Economics, & Organization*, vol. 15, n° 1, 04.1999, p 263.

³²RAJAN R.G. et ZINGALES L., op.cit, p 45.

³³BALTAGI B.H., DEMETRIADES P.O. et LAW S.H., « Financial Development and Openness: Evidence from Panel Data », *Journal of Development Economics*, vol. 89, n° 2, 07.2009, p 285.

gouvernement et le risque d'expropriation. Une mesure de l'ouverture commerciale moyenne des pays voisins est introduite comme variable instrumentale.

1-2-4-Les Institutions et le développement financier

L'impact négatif de la colonisation est reflété à travers l'épuisement des ressources naturelles et la propagation de l'analphabétisme. Acemoglu et al démontrent que la divergence entre les deux types de Droits n'a pas toujours existé, mais qu'elle a augmenté avec la révolution industrielle ce qui favorise l'idée de transmission par les institutions. De sa part, Baumol atteste que dans un environnement où les droits de propriété sont bien définis et protégés, les entrepreneurs peuvent orienter leurs capitaux et leurs énergies vers les activités productives et innovatrices au lieu de passer leur temps à s'inquiéter pour leurs investissements d'être expropriés par les autorités ou par d'autres entrepreneurs³⁴.

Levine considère l'origine légale comme déterminant exogène du développement financier puisque, dans la plupart des cas, les systèmes légaux ont été imposés par la colonisation. La qualité des institutions est alors perçue à travers trois angles différents :

a-Les droits des crédateurs

Pour mesurer la qualité des droits des crédateurs, l'auteur utilise trois indicateurs dont deux reflètent les droits des crédateurs à la réorganisation des entreprises, alors que le troisième se focalise sur la priorité des crédateurs en cas de défaut de paiement :

- *Autostay* indique la restriction sur la possession de garanties et la liquidation en cas de défaut de paiement de l'entreprise, la variable est donc supposée être négativement corrélée au développement financier ;

- *Manages* indique que les directeurs de l'entreprise en faillite restent à la direction jusqu'à la décision finale de liquidation, ce qui ne les incite pas à faire plus d'efforts, la variable est supposée être négativement corrélée au développement financier ;

- *Secured* implique la priorité de paiement en cas de, elle est donc supposée être positivement corrélée au développement financier.

b- Les standards de comptabilité

³⁴BAUMOL W.J, « Entrepreneurship: Productive, Unproductive and Destructive », *Journal of Political Economy*, vol.98, n° 5, partie 1, 10.1990, p 918.

La disponibilité des informations sur une entreprise facilite le contrôle de gestion ainsi que le choix des projets à financer. Certes, les systèmes de comptabilité diffèrent à travers les pays, mais les autorités tendent à imposer quelques règles pour faciliter l'interprétation et la comparaison des données.

La variable *Account* qui a été utilisé par Levine a pour but de mesurer la compréhensibilité des données sur les entreprises. Théoriquement, cet indicateur est positivement corrélé au développement financier. Cependant on a vu que c'est pour remédier aux distorsions des informations qu'on fait appel aux intermédiaires financiers, donc une économie où les coûts des informations et des transactions sont à leurs minimum n'a aucune incitation à ce que son système financier soit développé³⁵. L'étude empirique confirme ceci, *Account* est significativement et positivement corrélé au rôle des banques par rapport à la banque centrale, ainsi qu'un meilleur système de comptabilité stimule l'octroi de crédits aux entreprises privées.

Le troisième indicateur est la mise en application des contrats. Les trois indicateurs des marchés financiers ont été utilisé par Porta et al pour étudier la relation entre la qualité des lois sur la protection des investisseurs et la taille des marchés financiers sont le ratio de la capitalisation boursière au PNB; les auteurs essaye d'estimer la part des investisseurs externes dans le capital des entreprises; le nombre des entreprises locales cotées en bourses pour un million d'habitants ;et le nombre des offres publiques de souscription par rapport au nombre d'habitants. Ils distinguent parmi les investisseurs des actionnaires et des créanciers.

- Pour la protection des droits des actionnaires : ils considèrent un indice de protection contre les dirigeants qui comprend la possibilité de vote par e-mail, l'obligation de déposer les actions avant une assemblée générale, la possibilité de vote cumulé pour les directeurs, la facilité pour les actionnaires minoritaires à demander une assemblée générale extraordinaire, la spécification du nombre de vote qu'une action détient, et tout particulièrement la disponibilité de mécanismes, permettant aux actionnaires minoritaires réprimés de poursuivre en justice les directeurs.
- Pour les créanciers : ils agrègent un indicateur qui représente les restrictions sur les capacités des directeurs à se protéger unilatéralement contre les créditeurs, le licenciement obligatoire des dirigeants lors des procédures de réorganisation, le gel automatique des avoirs, et la priorité absolue des créanciers sécurisés.

³⁵LEVINE R , « Law, Finance, and Economic Growth », *Journal of Financial Intermediation*, vol. 8, n° 1-2, 01.1999, p 23.

Deux variables supplémentaires sont introduites, en occurrence l'origine légale de chaque pays, ainsi qu'un indicateur sur l'autorité des lois qui représente une évaluation de l'environnement légal par les différents agents économiques.

Les auteures démontrent que l'environnement légal est très important pour le développement des marchés financiers, puisque les meilleures lois qui sont réellement appliquées protègent les investisseurs contre l'expropriation de leurs droits par les entrepreneurs. En introduisant l'origine légale comme variable explicatrice, les pays issus du Droit Civil Français affichent plus de fragilité en matière de protection des droits des créanciers et des actionnaires.

Il y a un autre point que Andrianova et al s'intéressent et qui est très peu discuté du développement financier, il s'agit de la propriété publique des banques, et essayent de justifier cette orientation à travers le cadre institutionnel d'un pays. Ils estiment que même dans les systèmes financiers les plus développés, les banques publiques sont perçues comme moins risquées, et sont donc capables de lever des fonds à moindres coûts par rapport aux banques privées³⁶. Pour étudier ce point il y a ce modèle qui se base sur l'existence de trois types de banques : des banques publiques, des banques privées honnêtes et des banques privées opportunistes. Et sur trois niveaux d'équilibres : un équilibre bas associé à des institutions inefficaces qui encouragent la prolifération des banques opportunistes et découragent l'entrée des banques honnêtes ; un équilibre haut associé à des institutions efficaces qui veillent à ce que toutes les banques privées honorent leurs engagements ; et un équilibre intermédiaire où les banques publiques et privées coexistent. Les auteurs utilisent comme variable pour expliquer le ratio des actifs des banques publiques au total des actifs des banques commerciales, et comme variables explicatives : une variable qui représente les probabilités qu'un épargnant soit remboursé en cas de faillite de la banque ; une variable qui estime la proportion des banques potentiellement opportunistes ; une variable qui mesure la probabilité qu'une banque opportuniste se conforme au contrat avec les épargnants ; une variable qui reflète l'intervention du gouvernement pour subventionner les banques publiques. L'origine légale est utilisée comme variable de contrôle pour refléter l'orientation du gouvernement en matière de protection des droits de propriété privée. Les résultats des régressions montrent que l'origine légale n'a pas de grande importance pour la structure et la propriété des banques ; la qualité des institutions participe activement à la promotion des

³⁶ANDRIANOVA S., DEMETRIADES P. et SHORTLAND A, « Government Ownership of Banks, Institutions, and Financial Development », *Journal of Development Economics*, vol. 85, n° 1-2, 02.2008, pp 218-252.

banques privées ; les lois sur la divulgation des informations découragent l'entrée sur le marché des banques à vocation opportuniste, et que les crises financières diminuent le niveau de confiance des épargnants dans les banques privées.

Le jugement d'Andrianova et al après leurs études est que la privatisation des banques publiques est au mieux pas nécessaire, et au pire mauvais. Ils estiment aussi qu'il vaut mieux améliorer le cadre institutionnel et juridique, et laisser les banques publiques disparaître naturellement en se faisant expulser du marché par des banques privées plus performantes³⁷.

Selon Moretti les différences de performance entre les marchés bancaires provinciaux ne peuvent pas être reliées à l'origine du système légal comme prédit par La Porta et al. Il prend comme exemple le cas de l'Italie ces régulations financières y compris celles sur la propriété privée sont uniformisées dans tout le pays. Cependant, de larges différences en matière de disponibilité de crédit persistent à travers les provinces Italiennes. L'une des raisons principales de ces différences réside dans la qualité des systèmes judiciaires et de l'application de leurs décisions³⁸.

A ce propos, Bonaccorsi di Patti entre un autre point la criminalité et indique une corrélation positive entre le taux de criminalité et les difficultés à obtenir un crédit dans certaines provinces Italiennes ; il explique ceci par l'impact de la criminalité :

- Sur la fragilité des entreprises : à travers l'extorsion ;
- Sur l'incertitude de remboursement : fraudes et faillites frauduleuses ;
- Sur la compétitivité : disponibilité d'importants fonds issus du blanchiment d'argent ;
- Sur la disponibilité des fonds : les groupes de pression connectés aux réseaux criminels favorisent le financement des entreprises et activités qui leur appartiennent.

Il est très important de connaître et comprendre les déterminants du développement financier pour avoir un système financier fiable. Les différences entre les systèmes financiers en matière de taille et de performance ne sont donc pas une coïncidence ou une simple affaire de préférences ; il s'agit d'un processus qui a commencé depuis plusieurs générations qui s'est enraciné dans les sociétés. Alors quoique ce soit l'origine légale d'un pays, sa position

³⁷ANDRIANOVA S., DEMETRIADES P. et SHORTLAND A, op.cit, p 248.

³⁸MORETTI L, « Local Financial Development, Socio-institutional Environment, and Firm Productivity: Evidence from Italy », *European Journal of Political Economy*, vol. 35, 09.2014, p 40.

géographique, la composante socioculturelle de sa population, aucun pays n'est condamné à avoir un système financier spécifique.

DEUXIEME CHAPITRE

Répression ou libéralisation financière ? Le débat théorique

Le financement est le moteur principale dans une économie quoi qu'elle soit .Alor il est admis aujourd'hui que l'efficacité du secteur financier est le déterminant de la croissance économique d'un pays et son degré de développement est conditionné par la réussite des politique économique. Et pour assurer le financement d'une économie, le système financier présente des structure et des réseaux de transmission qui sont regroupé en trois circuit : le financement interne dont les entreprise finance leurs besoin par ses actives ce qu'an appel l'Autofinancement. Le financement direct consiste en la rencontre directe entre les investisseurs (les épargnants qui ont des excédents de fonds) et les agents économiques tel que les entreprises, les collectivités publiques et l'état qui ont besoin en capitaux. Le financement indirect dont l'acteur principal est la banque ; il consiste à ce que cette dernière collecte les fonds et les octrois sous forme de crédit aux entreprises ayant des besoins financier.

Plusieurs pays dans le monde maintiennent le contrôle de leur système financier afin de bénéficier des fonds drainés par les institutions financières à des fins de finance publique. De telle politique est appelée répression financière. Elle s'agit d'un ensemble de lois imposées sur les intermédiaires financiers et incluent le plafonnement des taux d'intérêt, la constitution des réserves institutionnelle plus élevées, une politique sélective du crédit et le contrôle des mouvements de capitaux par l'état.

Ce chapitre a pour objectif d'étudier l'influence de la répression et la libéralisation financière sur la croissance économique. On présente l'aspe théorique de la Répression et la Libéralisation financière, ces caractéristiques, avantages et inconvénients et quelques modelés de la libéralisation financière.

2-1-Les théories de la répression et de la libéralisation financière

Le système financier joue un rôle important dans l'économie est cela à travers plusieurs fonctions ; le transfert de l'argent dans l'espace et dans le temps, la gestion des

risques, la fourniture des moyens de paiements...etc. Toutefois, selon les auteurs de la théorie de la libéralisation financière, la manière par laquelle le système financier est géré détermine sa contribution dans la croissance économique. Les partisans des politiques de libéralisation financière ont critiqué vivement l'intervention de l'état dans l'administration du système financier car ils pensent que cette action peut nuire à la croissance économique.

Au début des années soixante-dix, les économistes McKinnon et Shaw ont dressés, à travers leurs écrits, des critiques sévères à la politique de la répression financière. En effet, ces économistes ont mis en évidence l'importance de la libéralisation financière pour la croissance économique et insisté sur le principe de désengagement de l'état du secteur financier. Certains économistes ont démontré que la répression financière est préjudiciable pour la croissance économique. Alors ce quoi la Répression et la libéralisation financière ?

2-1-1- La répression financière

Les crises bancaires et financières qui ont frappé de nombreux pays en développement et de nouveaux pays industrialisés ces deux dernières décennies, constituent l'aboutissement d'une politique de libéralisation des systèmes financiers. Cette politique qui se développe à partir des années soixante-dix s'appuie sur les conclusions de la théorie de la répression financière, dont la paternité revient à R. McKinnon et E. Shaw et dans une moindre mesure à R. Goldsmith

2-1-1-1-La théorie

. De nombreux travaux de vérification empirique des hypothèses de cette théorie ont été effectués. Les conclusions du modèle de la répression financière ont été reprises par ailleurs, par les institutions de Bretton Woods (Fonds monétaire international, Banque mondiale) et intégrées dans le cadre du consensus de Washington. Le cadre d'analyse initial de la répression financière par McKinnon est celui d'une économie fragmentée, caractéristique de pays en développement dans lesquels l'accumulation du capital est autofinancée. L'analyse de Shaw se situe, elle, d'emblée dans le cadre d'une économie intermédiaire en présence de la monnaie de crédit. Dans la mesure où McKinnon élargit par la suite son modèle pour tenir compte de l'activité de crédit des banques, on a l'habitude de parler de modèle McKinnon – Shaw.

Le concept de répression financière a été utilisé également pour rendre compte de la « finance administrée » qui a marqué le fonctionnement des systèmes financiers de pays développés, jusqu'à la libéralisation financière. La répression financière désigne l'ensemble des techniques utilisées par les pouvoirs publics afin de déterminer de façon administrée la politique et les conditions de collecte de ressources et d'allocation des crédits bancaires. Ces techniques prennent notamment la forme de fixation de taux de réserves obligatoires pour les banques et de taux d'intérêts « administrés ». Ces derniers conduisent à la fixation des taux d'intérêts débiteurs et créditeurs en dessous de leur niveau d'équilibre. Les techniques de répression financière constituent selon McKinnon et Shaw, un obstacle au développement financier et à la croissance économique. Elles favorisent une progression insuffisante de l'épargne, une faiblesse de l'investissement en termes réels, et un mauvais choix d'investissement³⁹.

Selon McKinnon, la répression financière prend deux formes : Le contrôle des taux d'intérêt et le système d'allocation directe de crédits. Cette politique est appliquée aux taux sur les crédits et sur les dépôts. L'Etat corrige souvent le différentiel entre les taux débiteurs et créditeurs en subventionnant les banques. Elle peut aussi agir sur le système financier en taxant les intermédiaires financiers. La taxation peut être soit directe, en prélevant des taxes sur le revenu et/ou sur le bénéfice des banques ou indirecte en obligeant les banques à détenir un certain pourcentage de leurs dépôts sous forme de réserves obligatoires à la Banque Centrale. Cette politique permet à l'Etat de s'assurer des ressources suffisantes pour ses besoins de financement. Ces contraintes imposées au système financier, (crédits à des taux bonifiés, facilités de caisse aux entreprises publiques), freinent la liberté de décision de crédits des banques et conduisent à une inefficacité allocative du système⁴⁰.

La répression financière selon FRY : Il met l'accent sur la distinction entre restriction et répression financière. Sur la base d'analyse des politiques économiques des pays en développement, il rappelle que ces pays ont plutôt utilisé des politiques de restriction. Ces dernières se définissent par toute forme d'intervention de l'Etat sur le marché financier afin d'extraire des ressources de financement supplémentaires. Ces formes d'interventions prennent différentes formes, comme la mise en place de taux élevés sur les réserves obligatoires. La restriction financière ne se transforme en répression qu'en présence de taux d'inflation élevé. En effet, dans la plus part des pays en développement et lorsque l'emprunt

³⁹PHILIPPE Darreau, *Croissance et politique économique* ; Edition de Boeck université, 2003 ; p 139.

⁴⁰MCKINNON R, « When government stax and other wise distort their domestic capital markets, the economy issaid to be financially repressed », *Oxford Review of Economic Policy*, volume 5, n°4, 1989, p 29.

intérieur est insuffisant, l'Etat complète le financement du déficit budgétaire par émission monétaire. Cette solution a pour résultat l'apparition des premiers signes d'inflation. Si le phénomène d'anticipation d'inflation se produit, les agents économiques vont changer leur portefeuille en actifs en devises afin de se prémunir contre l'inflation. Ce comportement réduit la demande de monnaie nationale et augmente l'inflation. La répression financière, selon Fry, est donc une conséquence involontaire des politiques restrictives additionnées à un fort taux d'inflation⁴¹.

La répression financière selon STIGLITZ : Il ne partage pas l'idée de McKinnon et Fry. Il trouve qu'il existe des formes d'intervention de l'Etat qui améliorent à la fois la fonction des marchés et la performance de l'économie. Selon cette hypothèse, il souligne qu'il existe des formes de répression qui peuvent aider à réduire les problèmes de hasard moral et de sélection adverse et améliorer par conséquent le développement financier. Cette amélioration se manifeste par l'accroissement de la qualité moyenne des crédits grâce à l'application de la politique des taux faibles et à la mise en place d'une politique directe de crédits qui vise les secteurs qui bénéficient d'un excédent de technologie élevée. La politique de répression financière peut être complétée par une politique commerciale qui vise l'encouragement des exportations afin d'accélérer la croissance. Il faut noter cependant, que Stiglitz penche plus vers des formes de répression qui visent le contrôle des crédits. L'interventionnisme de l'Etat selon lui, est plus efficace par une politique de crédit rigoureuse plutôt que par l'administration des taux. Ces propositions ont été critiquées par Fry⁴² qui accepte l'idée d'interventionnisme de l'Etat dans un climat de régulation tout en précisant que cette intervention n'a pas besoin d'être accompagné de répression financière. En effet, il pense que l'utilisation de la politique des taux faibles ne permet pas d'augmenter l'efficacité moyenne de l'investissement dans la mesure où ce taux peut encourager les entrepreneurs, qui présentent des projets à rendement faibles, à demander des crédits. Par ailleurs, l'utilisation de la performance passée comme critère de sélection de crédits, comme le souligne Stiglitz, peut pénaliser les nouveaux entrants et risque de faire perpétuer ainsi le monopole.

La répression financière selon les Structuraliste : la répression financière se manifeste par l'apparition et le développement des marchés financiers informels. Les restrictions sur le marché financier formel poussent les agents à faire appel aux prêts dans le marché informel comme une alternative aux dépôts bancaires. La liberté de circulation des capitaux dans ces

⁴¹FRY, MAXWELL. J, «In favour of Financial Liberalisation », *The Economic Journal*, volume 107, n° 442,1997, p 754-770.

⁴²Ibid, p754-770.

marchés et le manque de contrôle étatique encouragent leur développement. Les structuralistes supposent donc que compte tenu de la liberté d'action très limitée des banques, dans une économie financièrement réprimée, les marchés financiers informels sont appelés à se développer.

2-1-1-2-Les caractéristiques de la répression financière

Parmi les caractéristiques de répression financière : Selon Shaw, l'insuffisant effort en matière d'investissement qui constitue le principal problème des pays en voie de développement et la cause essentielle de la faiblesse de leur niveau de développement, n'est pas lié à une rentabilité du capital peu élevée. Au contraire, les opportunités d'investissement et le taux de rendement de l'investissement sont souvent considérables dans ces pays. L'atonie de l'investissement est, selon lui, la conséquence de l'absence de développement financier. Pour McKinnon, la fragmentation de l'économie constitue la caractéristique essentielle des pays en voie de développement. Elle affecte tous les secteurs de l'économie et tous les marchés, y compris le marché du capital. Pour lui aussi, le développement économique passe par le développement financier et plus particulièrement par l'unification du marché du capital. Selon ces deux auteurs Shaw et McKinnon, la caractéristique essentielle des pays qui se trouvent dans une situation de répression financière est la faiblesse du développement financier que la répression financière elle-même, contribue à perpétuer : prépondérance des actifs réels sur les actifs financiers, part considérable de l'autofinancement, inexistence des marchés financiers organisés, faible diversification des intermédiaires et des actifs financiers et place centrale des banques au sein des circuits de financements⁴³.

Les économies qui se trouvent dans une situation de répression financière sont également marquées par le contrôle des changes ainsi que par le poids considérable du contrôle public, notamment dans le secteur financier. La politique économique est fondée sur la manipulation des prix sur tous les marchés. L'interventionnisme financier public se traduit en premier lieu par le contrôle des emplois bancaires. Une partie de l'épargne collectée par les banques, qui représente la quasi-totalité de l'épargne financière disponible, est affectée au financement des institutions financières spécialisées, notamment des banques d'investissements. Une autre partie coefficient de réserves obligatoires à la banque centrale

⁴³ARESTIS Ph, « Washington consensus and financial liberalisation », *Journal of Post Keynesian Economic*, 2004-5/vol. 27, n° 2, p251-253.

doit être utilisée pour le financement du déficit public, des entreprises publiques et des activités considérées comme prioritaires. Dans les pays en développement, le financement des filiales de multinationales et les activités d'importation est également privilégié⁴⁴.

Une économie qui souffre d'une répression financière (une économie réprimée) se caractérise souvent par un écart entre la demande et l'offre agrégées, un manque des réserves de change et une accélération de l'inflation. Les banques affichent une baisse de l'épargne financière en termes réels suite à l'inflation réduisant ainsi les crédits disponibles. Parallèlement, la demande de crédits augmente suite à des taux d'intérêts négatifs. Le problème de manque de crédits incite les autorités à proposer de nouvelles règles de gestions financières telles que le rationnement et/ou la politique sélective de crédit. La croissance du déficit budgétaire financé par expansion monétaire entraîne la croissance de la demande agrégée. La baisse des taux réels a pour conséquences la baisse de la demande des actifs financiers domestiques. D'un autre côté, la croissance de la vitesse de circulation de la monnaie et la baisse des taux créditeurs stimulent l'investissement et les projets non profitables deviennent plus attractifs. La réaction de l'Etat et des agents économiques face à la répression déstabilise encore l'économie. La baisse de la demande des actifs financiers oblige les banques à réduire les fonds prêtables au secteur privé orientant ainsi l'offre de crédits vers les secteurs étatiques. Avec un coût de crédit négatif, il se produit un transfert net de ressources réelles des épargnants vers les emprunteurs. Si la période de répression se prolonge, le niveau de l'activité économique et la croissance vont baisser jusqu'à atteindre des niveaux négatifs. Le taux d'accumulation du capital baisse à son tour en raison de la baisse des crédits. Ces problèmes s'aggravent suite à la réduction de la production des entreprises en raison du manque des biens intermédiaires et des matières premières importées. En effet, un des aspects de la politique de répression financière est l'application de politiques restrictives sur le secteur du commerce extérieur. Ces politiques empêchent l'accès aux marchés de biens importés. La demande sur ces biens augmente entraînant ainsi la croissance des prix. Sous un régime de taux de change fixe, la compétitivité du secteur à l'export baisse provoquant le déficit du compte courant qui, suite aux sorties de capitaux, provoque un manque de devise⁴⁵.

⁴⁴ARESTIS Ph, op.cit, p254.

⁴⁵BENTAHAR Nawel, *Les Conditions préalables au succès de la libéralisation financière : application aux pays du Maghreb et du Machrek*, Thèse de doctorat en Economies et finances, Université d'Auvergne - Clermont- Ferrand I, 2005, p. 31.

2-1-1-3-Analyse néolibérale de la répression financière

L'école de la libéralisation financière a mis l'accent sur l'évolution probable d'une économie réprimée à travers l'effet que peut avoir la réglementation des taux sur la croissance de l'épargne et de l'investissement. Les points suivants nous enseigneront comment s'établit cet effet.

- a- *Le constat de la répression financière* : Les néolibéraux (McKinnon et Shaw) met l'accent sur les causes de la répression financière et l'analyse comme une mauvaise gestion du système monétaire, caractérisé par une croissance de la masse monétaire et une mauvaise politique de crédit. La théorie s'appuie aussi sur le caractère fragmenté des marchés financiers dans les pays en développement entraînant une mauvaise allocation des ressources. Selon l'analyse de McKinnon et Shaw, ils supposent que le plafond d'intérêt augmente la consommation et réduit l'épargne. Il réduit aussi la qualité des investissements en poussant les banques à financer des projets à faible rendement. Pour eux la solution préconisée est celle de la suppression du plafond d'intérêt, de l'inflation et toute forme de régulation étatique qui empêche l'accès au crédit par les moyens du marché. Cela permettra la croissance de l'efficacité moyenne de l'investissement. Ils ont aussi vivement critiqué les politiques économiques qui ont conduit à la présence de répression financière caractérisée par la distorsion des taux d'intérêt et de change. Cette critique s'oriente autour du caractère néfaste sur la croissance de l'épargne. Le plafonnement des taux procure l'inflation qui conduit généralement à la présence de taux réels négatifs qui découragent l'épargne.
- b- *La complémentarité de la monnaie de McKinnon* : McKinnon repose sur l'idée de complémentarité entre la monnaie et l'accumulation du capital physique. Cette complémentarité est le résultat de, l'importance de l'autofinancement dans l'économie des pays en développement. Il en résulte que les investisseurs potentiels doivent accumuler des encaisses monétaires pour financer leur investissement. Plus le processus d'accumulation monétaire est attractif plus la volonté d'investir est grande. Dans cette situation les dépenses relatives d'investissement impliquent que la demande de monnaie agrégée serait d'autant plus importante que la proportion de l'investissement dans les dépenses totales est grande.
- c- *L'intermédiation de la dette de shaw* : Shaw repose sur l'interprétation d'offre et de demande de fonds prêtables comme contrainte à la formation du capital tout en s'appuyant sur l'importance du taux d'intérêt réel sur l'épargne et l'investissement

contrairement à McKinnon. En rappelant le rôle des dépôts comme principale source pour les intermédiaires financiers, il déclare que l'expansion de l'intermédiation financière entre les épargnants et les investisseurs est le résultat de la croissance du taux d'intérêt réel qui stimule l'épargne par l'expansion des dépôts. La croissance des dépôts va par la suite stimuler l'investissement et ce par la croissance de l'offre des crédits ce qui augmenterait l'efficacité moyenne de ce dernier. En effet, selon Shaw et Fry la libéralisation financière conduit à l'expansion du rôle des intermédiaires financiers qui deviennent capables de réduire le coût d'intermédiation entre les épargnants et les investisseurs à travers la diversification des risques, C'est ce que nous appelons intermédiation de la dette de Shaw. Les arguments présentés ci-dessus constituent le conduit des principales politiques adoptées par les pays en développement durant les dernières années. En effet, la déréglementation des marchés financiers domestiques devient un des aspects les plus importants dans la correction des prix relatifs afin de stimuler l'épargne et l'investissement domestique. Les expériences de certains pays en développement et les études empiriques qui leurs sont liées ont révélé, cependant, d'autres résultats.

2-1-1-4-Les conséquences de la répression financière

On peut résumer les effets de la répression financière dans les points suivants :

- Si l'Etat fixe arbitrairement les taux d'intérêt réels (via la fixation des taux d'intérêt nominaux servis et/ou demandés par les banques) au-dessous de leurs valeurs d'équilibre de marché, il réduit la croissance économique dans la mesure où : Cela réduit la quantité de fonds disponibles pour l'investissement via la baisse des dépôts bancaires ; cela affecte la quantité de l'investissement via la modification de comportement des intermédiaires financiers. Comme le souligne Shaw, « les plafonnements effectifs à la baisse des taux créditeurs réels intensifient l'aversion pour le risque et la préférence pour la liquidité des intermédiaires.
- L'incapacité des banques d'accroître la rémunération de leurs emplois rend impossible l'amélioration de la rémunération de leurs ressources (dépôts). L'interventionnisme financier public est considéré comme un obstacle au développement financier. Il ne favorise pas le développement de la concurrence qui inciterait les établissements bancaires, collecteurs de la

quasi-totalité de l'épargne disponible, à réaliser des économies d'échelle et des innovations de produits.

- La finance administrée constitue aussi un frein à la diversification des intermédiaires financiers et au développement de marchés de capitaux. Les politiques de répression financière ont également des effets négatifs au niveau de l'épargne et de l'investissement.

- La répression financière produit également des effets négatifs au niveau de l'investissement.

- Les taux d'intérêts administrés affectent donc le rythme et la qualité de la croissance par le biais de trois canaux : le ralentissement du processus d'approfondissement financier qu'ils favorisent ; la détérioration de la qualité et du volume de l'investissement et de l'épargne ; et enfin, les effets négatifs au niveau de la stabilité des prix.

Enfin, la répression financière favorise des tensions inflationnistes qui à leur tour entretiennent la répression financière. Un cercle vicieux se met alors en place entre inflation et répression financière avec des conséquences négatives sur la croissance.

2-1-2- La libéralisation financière

La solution préconisée par McKinnon et Shaw pour stabiliser la croissance et pour sortir de la situation de répression financière réside dans la libéralisation des systèmes financiers.

2-1-2-1-La théorie

Les travaux sur le rôle du système financier dans le développement financier ont été dominés par l'approche néoclassique de la libéralisation financière initiée par McKinnon et Shaw (1973). Ces deux auteurs présentent la libéralisation du secteur financier comme moyen efficace et simple pour accélérer la croissance économique des pays en voie de développement. Cette théorie trouve rapidement un écho favorable, tant auprès des grands organismes internationaux (F.M.I, Banque Mondiale) qu'auprès de certains pays en voie de développement. Elle séduit par la simplicité de sa mise en œuvre.

Le système financier joue un rôle d'un intermédiaire financier. Il s'introduit entre les agents à capacité de financement et les agents à besoins de financement et transfère les fonds des

premiers aux deuxièmes¹. On distingue deux formes de financement dans le système financier : la finance directe et la finance indirecte.

Le système financier remplit un ensemble de fonctions à savoir ; la production de l'information ex-ante sur les investissements et l'allocation du capital, le monitoring et la gouvernance exercé sur les entreprises après le financement, la facilitation de l'échange, la diversification et la gestion du risque, la mobilisation de l'épargne et la facilitation de l'échange de biens et services. Selon R. Levine⁴⁶(2005) ces fonctions influencent les décisions de l'épargne et de l'investissent de telle sorte qu'ils améliorent la croissance économique. Le rôle actif du système financier dans le soutien de la croissance économique, travers les services financiers qu'il fournit, a été souligné par de nombreux économistes.

Dans une étude historique sur le processus de l'industrialisation dans les Etats-Unis et certains pays de l'Europe de l'ouest, Cameron a montré que le système bancaire a joué un rôle éminent dans le financement de la spécialisation dans la production par les entreprises afin d'augmenter la productivité. Gerschenkron considère que le sous-développement économique dans certains pays européens lors de la période de l'industrialisation revient au sous-développement de leurs systèmes bancaires. L'étude de Hicks(1969) sous-tend l'idée de Gerschenkron quant au rôle saillant du système bancaire dans le financement de l'industrialisation à travers le financement de l'acquisition des nouvelles technologies de productions.

L'interdépendance entre le secteur financier et le secteur réel a fait l'objet de vérification empirique par Gurley et Shaw⁴⁷(1956). Ces auteurs ont étudié l'évolution du ratio annuel ; totale des titres émis dans l'économie/PIB, sur une période allant de 1898 jusqu'à 1930. Les résultats ont montré que l'accélération de la croissance du produit intérieur brut se rejoint avec l'augmentation de la valeur du ratio et vice-versa. Le même résultat quant à la connexion entre la finance et la croissance économique a été confirmé par R. Goldsmithen utilisant pratiquement la même démarché méthodologique.

L'auteur a calculé un ratio qui s'appelle FIR (*Financial Interrelations Ratio*) qui est le rapport entre le total des titres financiers, émis par les institutions financières et non financières, et la richesse nationale. La valeur de ce ratio, qui exprime le développement

⁴⁶ROSS Levine, *Finance and Growth: Theory and Evidence*, Handbook of Economic Growth, édition 1, Volume 1, A Elsevier, 2005, p135-136.

⁴⁷JOHN G. Gurley et EDWARD S. Shaw, « Financial Intermediaries and the Saving-, InvestmentProcess », *The Journal of Finance*, Vol. 11, N°2 (May 1956), pp 257-276.

financier, a augmenté au fur et à mesure que l'économique se développait. Le début des années soixante-dix était marqué par l'apparition de la première théorie qui a mis en lumière l'importance du système financier et son rôle dans le processus du développement économique. Il s'agit, en effet, de la théorie de la libéralisation financière. McKinnon et Shaw ces économistes ont critiqué la politique de la répression financière, adoptée par beaucoup de pays sous-développé, et préconisé la politique de la libéralisation financière comme remède au sous-développement de ces pays.

McKinnon (1973) a postulé que la libéralisation des taux d'intérêt conduit à l'accroissement de l'épargne et la monétarisation de l'économie, ce qui permet de financer les investissements et par conséquent l'augmentation de la croissance économique. La hausse des taux d'intérêt rend la monnaie et le capital comme deux biens complémentaires dans le sens où les gens renoncent l'argent contre les contrats de dépôts. D'autre part, Shaw⁴⁸(1973) voit que la libéralisation des taux n d'intérêt permet l'amélioration de la qualité des investissements dans la mesure où seuls les projets rentables sont admis. De même, la hausse des taux d'intérêt induit un changement dans les combinaisons de facteurs de production si bien que les producteurs optent davantage sur la main-d'œuvre au détriment du capital du fait de l'enchérissement de son prix.

La libéralisation financière implique aussi la réduction ou l'annulation des taux des réserves obligatoires. En fait, le rôle des réserves obligatoire en tant que moyen de sécurité contre le problème de liquidité est décliné avec l'émergence des institutions de garantie de dépôts. Quant à son rôle comme un instrument de la politique monétaire, récemment les autorités monétaires s'intéressent davantage à l'opération de « l'*Open Market*» car elle est plus rapide et facile⁴⁹. D'autre part, certaines études empiriques ont montré que le taux des réserves obligatoires est lié inversement avec le niveau du développement financier. Et, le coefficient des réserves obligatoires est lié inversement avec le taux de croissance du PIB tête. En outre, la libéralisation du système financier domestique pourrait être accompagnée avec une libéralisation du compte capital, c'est-à-dire une libéralisation des mouvements de capitaux. Dans ce cadre, plusieurs études ont montré que la libéralisation des mouvements de capitaux a un effet favorable sur l'amélioration du taux de la croissance du PIB tête.

La théorie de la libéralisation financière a fait l'objet de nouvelles contributions. M. Fry(1997) a montré que la politique de plafonnement des taux d'intérêt encourage les

⁴⁸Ross Levine, op.cit, p141.

⁴⁹ Ibid, p.143.

investissements les moins rentables ce qui nuit la croissance économique. Par contre la libéralisation des taux d'intérêt améliore la qualité des investissements et par conséquent la croissance économique et le volume de l'épargne. B. Kapur(1976) voit que la hausse des taux réels par une hausse des taux d'intérêts nominaux aura un effet plus favorable sur la croissance économique au lieu de la réduction du taux de l'expansion de la masse monétaire (pour baisser l'inflation) car elle réduit l'offre du crédit.

Gupta et Lensink ont démontré, à l'aide d'un modèle théorique, que la politique de la répression financière est préjudiciable pour la formation du capital dans l'économie. Néanmoins, d'autres économistes voient que, malgré les inconvénients de la répression financière, elle est adoptée par certains pays en développement car elle génère de ressources fiscales considérables⁵⁰.

Le rôle actif du système financier dans le processus de la croissance économique a été largement reconnu dans les travaux qui portent sur la théorie de la croissance endogène. Greenwood et Jovanovic(1990) ont démontré que la croissance et le développement financier influence l'un l'autre. Le développement économique conduit à un développement financier dans la mesure où il incite l'investissement dans le capital organisationnel, et à son tour, le développement des structures financières (capacité à produire de l'information et gérer le risque) conduit à une croissance plus élevée par le biais de l'amélioration de la qualité de l'investissement. L'étude de Bencivenga et Smith(1991) supporte l'hypothèse que le système bancaire contribue dans la croissance économique et cela à travers la fourniture de la liquidité aux entrepreneurs ce qui empêche, de ce fait, la liquidation prématurée des investissements productifs. Berthélemy et Varoudakis(1994) ont démontré dans une étude théorique que le développement financier a un effet favorable sur la croissance économique. En effet, la concurrence sur le marché bancaire, réduit la marge de l'intermédiation en raison de la hausse des taux d'intérêts sur les dépôts. Cela conduit à l'augmentation de l'épargne et le capital intermédiaire et par conséquent la croissance économique. Berthélemy et Varoudakis ont également souligné que le développement financier et le développement économique est une relation à double sens dans la mesure où le développement économique exerce aussi des externalités le secteur financier à travers les flux d'épargne des ménages⁵¹.

⁵⁰GIOVANNINI, A, « Saving and the real interest rate in LDCs », *Journal of Development Economics*, 18(2), 1985, p 197-217.

⁵¹Ibid, p.218.

Le développement des marchés financiers soutient aussi la croissance économique. Tel était l'idée de G. Saint-Paul[1992] qui croit que le marché financier permet aux investisseurs de diversifier leurs portefeuilles et réduire les risques. Cela permet aux entreprises de financer l'acquisition de nouvelles technologies qui impliquent plus de risque mais plus productives. Le lien entre le développement des marchés financier et le développement économique a été mis en avant, aussi, par Atje et Jovanovic. Ces derniers sont montrés que le développement des marchés financier réduit les problèmes de l'asymétrie de l'information et permet d'acheminer le capital vers les meilleures utilisations.

Le rapport entre le développement du secteur financier et la croissance économique a fait l'objet de vérification empirique. King et Levine⁵² ont trouvé que les indicateurs de développement du système bancaire, entre autre l'indice du développement financier et le ratio des crédits accordés au secteur privé rapporté au PIB, influence significativement la croissance économique. Levine et Zervo sont remarqué que les indicateurs de développement des marchés financiers, à savoir la taille, la liquidité et l'intégration, cause la croissance économique. Une autre étude de ces deux derniers a confirmé que le développement du système financier (système bancaire et marché financier) stimule la croissance économique. L'implication des marchés des actions dans le processus de la croissance économique a été prouvée par Rousseau et Wachtel.

Toutefois, les crises qu'ont témoignées certains pays après les mouvements de libéralisation financière dans le début des années quatre-vingt, ont incité les économistes, notamment ceux du FMI, de faire des études afin de déterminer leurs causes. Les résultats ont révélé que les politiques de libéralisation financière, souvent radicales, demeurent la cause principale des crises notamment bancaires. En effet, dans un contexte de dérèglementation et de concurrence, les banques ont tendance à prendre beaucoup de risques par soucis de réaliser des profits importants. D'autre part, les politiques de libéralisation financière peuvent engendrer de graves crises financières suite au reflux ou arrêt soudain de capitaux étrangers. La libéralisation financière pourrait influencer négativement la croissance économique du fait l'instabilité financière.

⁵²KING, R. G., et LEVINE, R, « Finance and growth: Schumpeter mightbe right », *The quarterly journal of economics*,1993, p 717.

2-1-2-2-Les variables de la libéralisation financière

La libéralisation financière est définie comme un processus de démantèlement de toute forme de contrôle réglementaire quantitatif ou qualitatif à caractère restrictif imposé par l'Etat sur les structures institutionnelles, les instruments et les activités des agents sur différents segments du secteur financier, non seulement au niveau interne mais aussi à l'échelle internationale (Boyer et Al ,2004). Ces politiques visent à améliorer l'efficacité du système financier, à réduire les risques liés aux variations de change et de taux d'intérêt et à satisfaire de nouveaux besoins de financement.

Pour Kamisnky et Schmukler (2003), la libéralisation financière consiste en la dérégulation à trois niveaux⁵³ : le secteur financier domestique (le système bancaire), le marché financier (boursier) et le compte de capital :

a-. La libéralisation du secteur financier domestique (ou l'ouverture du secteur bancaire) : Elle mesure la libéralisation des trois variables suivantes ; les taux d'intérêt, les crédits et la concurrence bancaire. A la libéralisation des taux d'intérêt : Elle englobe l'élimination du contrôle, de la fixation et du plafonnement des taux d'intérêt débiteurs et créditeurs ; A la libéralisation des crédits. Elle signifie l'élimination du contrôle, de l'orientation vers les secteurs prioritaires, du plafonnement des crédits pour d'autres secteurs et la réduction ou la suppression des réserves obligatoires. A la libéralisation de la concurrence bancaire : Elle englobe la suppression des limites à l'installation et à la participation des banques domestiques et étrangères, des restrictions liées à la spécialisation des banques et à l'établissement de banques universelles.

b-. La libéralisation des marchés financiers (ou libéralisation du marché boursier domestique) : Elle englobe la suppression des restrictions contre la détention par les investisseurs domestiques et étrangers de titres des compagnies domestiques cotées sur le marché de titres et l'élimination des contraintes au rapatriement du capital et au versement des dividendes, des intérêts et des bénéfices,

c- La libéralisation du compte capital : Elle englobe la suppression des obstacles qui empêchent les banques et les établissements financiers d'effectuer des emprunts à l'étranger, à éliminer le contrôle exercé sur le taux de change appliqué aux transactions relatives au compte capital et la libéralisation des flux de capitaux.

⁵³SAOUSSEN Ben Gamra et DOMINIQUE Plihon, « Politique de libéralisation financière et crises bancaires », *Revue Economie Internationale*, N° 112. 2007, P 8.

Les trois variables ci-dessus permettent selon Kamisnsky et Schmukler (2003) de déterminer le degré de la libéralisation. La libéralisation financière est totale si, au moins, deux des trois variables sont totalement libéralisées et la troisième partiellement libéralisée. Un pays est partiellement libéralisé si, au moins, deux des trois variables sont partiellement libéralisées. Sinon, le pays est considéré comme fermé. Le tableau 1 résume les étapes de la libéralisation financière.

Les partisans de l'école de la répression financière privilégient le canal du taux d'intérêt nominal comme première étape vers le retour à l'épargne financière, la consolidation du system bancaire et financier mais également le financement de l'investissement. La deuxième étape étant une stratégie volontariste d'approfondissement financier.

Les arguments classiques en faveur de l'ouverture et de la libéralisation des marchés financiers sont multiples : elles favorisent l'affectation plus efficace de l'épargne, de plus vastes possibilités de diversification des risques d'investissement, une croissance plus rapide et une atténuation des cycles conjoncturels.

2-1-2-3-Les avantages et les inconvénients de la libéralisation financière

Dans un pays financièrement libéralisé, quatre facteurs contribuent à la fragilisation des économies ⁵⁴:

- l'attitude laxiste des banques centrales ;
- l'absence de compétences adéquates en matière de gestion des risques ;
- les effets de contagion des risques entraînés par une ouverture économique trop rapide ;
- le comportement antiéconomique des banques.

Mais, les crises financières peuvent se produire indépendamment de la libéralisation financière si elles sont combinées à un manque de transparence. Il est donc préférable de libéraliser le système financier lentement dans les pays à faible transparence de sorte que les banques disposent de plus de temps pour obtenir des informations et mettre à jour leur crédibilité selon Mehrez et Kaufmann.

⁵⁴BOUAICHI Numidiaet Pr Farid YAICI, « Libéralisation financière et développement financier : approche comparative entre l'Algérie, le Maroc et la Tunisie », *Revue des Sciences Économiques et de Gestion*, N°14, 2014, p91.

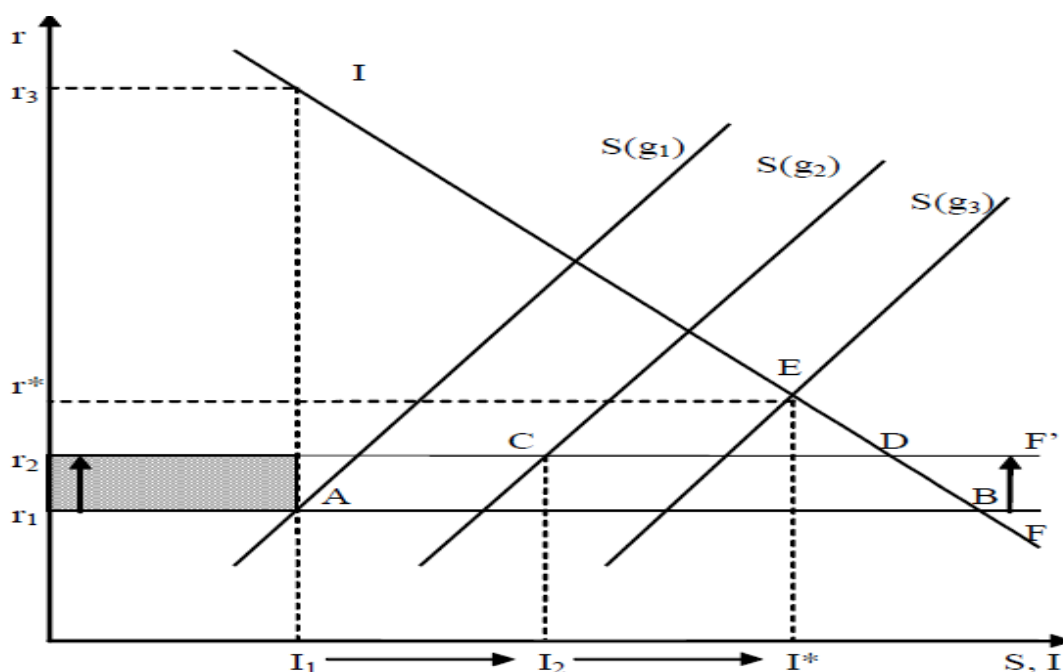
Les avantages et les inconvénients de la libéralisation financière ont fait émerger un autre modèle formulé respectivement par Fry et Stiglitz. Ses partisans proposent la mise en place d'un système de régulation et de supervision bancaire et financière. Pour Stiglitz, les crises bancaires dans les pays émergents sont le résultat d'une libéralisation financière avec une infrastructure institutionnelle insuffisante. Ces pays deviennent alors plus vulnérables aux chocs externes, d'où la nécessité de l'intervention de l'État dans le secteur financier pour renforcer la régulation. Même le précurseur de la libéralisation financière, Mc Kinnon, a souligné avec Pill. H (1996) le besoin d'investir dans les infrastructures institutionnelles avant d'entamer les réformes financières en vue d'une libéralisation.

2-1-2-4-Le modèle de Mac Kinnon et Shaw

L'approche de Mac Kinnon est basée sur l'hypothèse d'absence de marché financier organisé, et donc tous les agents économiques s'autofinancent, sans qu'il ne soit nécessaire de faire une distinction entre les épargnants (ménages) et les investisseurs (entreprises). L'augmentation des taux d'intérêt va permettre d'accroître la capacité de financement (des investissements) des agents économiques. Ainsi, Mac Kinnon se situe dans le cadre d'une économie primitive, sans développement financier et son modèle peut être perçu comme un modèle à monnaie externe. Le rendement lié à la détention de la monnaie, qui n'est rien d'autre que le taux d'intérêt moyen sur les dépôts (dans la formulation de Mac Kinnon) joue un rôle important dans l'accroissement de l'investissement. Par contre Shaw (1973) se situe dans le cadre d'un modèle à monnaie interne, où le développement financier est déjà réalisé et la hausse des taux d'intérêt servis sur les dépôts motiverait les agents économiques à accroître leur épargne ; ce qui élargirait la capacité d'octroi de crédit du secteur bancaire. La synthèse du modèle de Mac Kinnon et Shaw est présentée par le graphique n°1.

Les hypothèses de ce modèle est : l'investissement (I) est une fonction décroissante du taux d'intérêt réel (r) et l'épargne (S) est une fonction croissante du taux de croissance du PIB (g) et du taux d'intérêt. $g_1 < g_2 < g_3$ et $r_1 < r_2 < r^*$, où r^* est le taux d'intérêt d'équilibre qui permet d'égaliser l'investissement et l'épargne ($I^*=S^*$). F représente la contrainte financière qui se traduit par le maintien du taux d'intérêt en dessous de son niveau d'équilibre.

Graphique n°1 : Les effets de la répression financière sur l'épargne et l'investissement.



Source: FRY, M, « Money and Capital or Financial Deepening in Economic Development? », *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 10, 1978, p464.

L'interprétation des résultats du modèle se fait à partir du taux de croissance initial g_1 , le niveau d'investissement est de I_1 pour un plafonnement des taux d'intérêt servis sur les dépôts bancaires de r_1 . Pour ce niveau d'investissement, le taux d'intérêt créditeur que se fixeraient les banques (si elles étaient libres) serait r_3 . Pour un niveau de taux d'intérêt fixé à r_1 , on remarque qu'il y a une demande d'investissement correspondant au segment (AB) , qui pourrait se révéler profitable mais reste non satisfaite. En effet, le plafonnement des taux d'intérêt peut conduire les banques à adopter un comportement de prudence (préférence des projets peu risqués et donc peu rentables) compte tenu de l'incapacité légale de percevoir la prime de risque nécessaire au financement des projets plus risqués. On voit le relâchement de la contrainte financière qui est le passage de F à F' et qui se traduit par un relèvement des taux d'intérêt r_1 à r_2 qui a pour conséquence le rationnement des investissements à faible rentabilité qui précédemment étaient financés qui est illustré par la zone hachurée dans le graphique. En outre, r_2 correspond à une situation d'administration des taux d'intérêt, dont la hausse entraîne une réduction de la demande d'investissement rationnée qui passe de (AB) à (CD) . Enfin, lorsque le taux d'intérêt s'établit à sa valeur d'équilibre r^* , la demande d'investissement non satisfaite et l'administration à la baisse des taux d'intérêt disparaissent. L'analyse de Mac Kinnon et Shaw a pour but de montrer qu'une économie financièrement réprimée (taux

d'intérêt en dessous de leur valeur d'équilibre) réduit l'épargne, fixe l'investissement en dessous de son niveau optimal et favorise le financement de projets de faibles qualités.

2-1-2-5-Le prolongement de l'approche Mac Kinnon et Shaw et le rôle de la politique des taux d'intérêt

Il y a d'autres auteurs qui prolongent l'analyse de l'approche Mac Kinnon et Shaw au-delà de son champ originel avec des spécifications bien précises, et développent des modèles macroéconomiques dans lesquels la répression financière est exercée par les autorités nationales qui fixent le taux d'intérêt sur les dépôts en dessous de sa valeur d'équilibre sur le marché.

Selon Kapur une politique optimale de stabilisation doit viser un accroissement des taux d'intérêt sur les dépôts et maintenir fixe le taux de croissance de masse monétaire. Il ajoute que le taux de rémunération des dépôts doit croître mais il ne peut excéder le taux de rendement du capital.

Contrairement à la vision de Kapur selon laquelle l'accroissement des taux d'intérêt peut être perçu comme une politique de stabilisation, et celle plus traditionnelle de Mac Kinnon et Shaw qui préconisent que la hausse des taux d'intérêt entraînerait une augmentation de l'épargne, Galbis met plutôt l'accent sur la réallocation de l'épargne entre le secteur traditionnel et le secteur moderne. Il construit un modèle à deux secteurs comprenant un secteur traditionnel et un secteur moderne et montre que la libéralisation financière conduit à un déplacement de l'épargne du secteur traditionnel vers le secteur moderne ; ceci aura pour conséquence un accroissement de la productivité moyenne des investissements dans l'économie puisque le rendement du capital est plus élevé dans le secteur moderne que dans le secteur traditionnel. Par ailleurs, l'effet positif de la libéralisation financière sur la croissance se traduit par une stabilisation des rendements et par conséquent du cadre macroéconomique selon Vogel et Buser. En effet, ils décrivent la répression financière en termes de variabilité croissante des taux d'intérêt servis sur les dépôts et du taux d'inflation. Ainsi, la libéralisation financière se traduira non seulement par une augmentation du rendement des dépôts mais aussi par une stabilisation de ces rendements qui entraîneront la baisse du risque attaché à la détention de la monnaie.

Malgré l'utilisation des hypothèses et des méthodologies différentes et mettre en évidence des mécanismes divers à travers lesquels la hausse des taux d'intérêt affecte

l'économie réelle (politiques de stabilisation macroéconomique et des rendements d'actifs, réallocation de l'épargne) ,Ces différentes contributions confirment le modèle théorique de Mac Kinnon et Shaw et aboutissent à la même conclusion que la libéralisation financière améliore de façon globale la productivité de l'économie et favorise la croissance. Ces résultats théoriques ont été renforcés par des estimations empiriques. En effet, Fry trouve que le coût de la répression financière représente environ 0,5 point de croissance économique pour une baisse de 1% du taux d'intérêt réel sur les dépôts en dessous du niveau d'équilibre du marché. Dans une autre étude, il montre à l'aide d'une analyse en coupe transversale sur un échantillon de 7 pays asiatiques, que la hausse des taux d'intérêt stimule l'épargne et la croissance économique. Khatkhate obtient des résultats qui suggèrent que la répression financière s'est traduite par un secteur financier peu développé, une progression chancelante du PIB et une pression inflationniste élevée, aussi Athukora la constate, un impact positif du taux d'intérêt sur toutes les formes d'épargne. Par contre, Thirlwall et Warman montrent que le taux d'intérêt affecte uniquement l'épargne financière. De Melo et Tybout (1986) trouvent un lien positif entre le taux d'intérêt et l'investissement après la libéralisation financière, avec une hausse de l'investissement consécutive aux réformes financières.

Il y a d'autres travaux attachés à ceux de l'école de la libéralisation financière montrent que les taux d'intérêt affectent plus l'efficacité c'est-à-dire la qualité des investissements que leur quantité. Et pour confirmer la thèse de Mac Kinnon et Shaw, il y a le rapport de la Banque Mondiale qui a fourni une analyse large de la relation entre la libéralisation financière et le développement, et formule des recommandations allant dans le sens de la libéralisation du secteur financier pour permettre le départ économique des pays en développement⁵⁵. Ce Rapport signale qu'une libéralisation financière non contrôlée peut être fatale, mais si elle se déroule de façon séquentielle, elle produira des bénéfices substantiels. Cependant, malgré ces développements théoriques favorables à la libéralisation financière, on peut trouver des raisons indépendantes de la répression financière qui justifient le faible niveau de développement financier de certains pays. En effet, la faible rentabilité des investissements dans les pays en développement serait une cause des faibles taux d'intérêt. En absence d'un cadre macroéconomique transparent, viable et l'augmentation des taux d'intérêt sur les dépôts vont entraîner une hausse du niveau d'épargne mais l'investissement ne va pas suivre. En situation de non réalisation d'investissements à forte rentabilité, il y a une la question qu'il

⁵⁵COLLIER et MAYER, Une présentation synthétique des grandes lignes et des recommandations du Rapport de la Banque Mondiale de 1989.

faut la posé et à laquelle ne répondent pas les partisans de l'école de la libéralisation financière parmi ces questions est : comment les banques vont-elles faire pour rémunérer les dépôts, si elles n'arrivent pas à faire des prêts ? Alor ces questions révèle les insuffisances de la théorie de la libéralisation financière de Mac Kinnon et Shaw.

2-1-2-6-Analyse critique des politiques de libéralisation financière

L'échec des politiques de libéralisation financière ont été dans le début des années 80, où il y avait des véritables critiques des opposants de la théorie de Mac Kinnon et Shaw. Cette analyse critique sera structurée en comme suivant :

a- *Une vision alternative de la politique des taux d'intérêt* : Cette approche vise à montrer que la relation entre les taux d'intérêt réels, le niveau d'épargne et d'investissement n'est pas toujours positive suite à la libéralisation financière contrairement à Mac Kinnon et Shaw. Selon des auteures néo-keynésienne, l'augmentation des taux d'intérêt serait favorable à l'épargne, à l'investissement puis à la croissance économique. Dans la droite ligne de la théorie keynésienne, l'investissement dépend négativement du taux d'intérêt, l'augmentation du taux d'épargne aura un impact défavorable sur le multiplicateur keynésien et pénalisera le niveau d'investissement. Contrairement aux néo-classiques, l'investissement n'est pas déterminé par le niveau d'épargne mais plutôt par la demande effective. Morisset montre que l'accroissement des taux d'intérêt n'améliore pas nécessairement le niveau d'investissement à moins que les autorités publiques prennent garde d'assurer que : (i) les dépôts bancaires soient des substituts étroits des actifs improductifs (cash et or) et des actifs étrangers que des biens capitaux ; (ii) le secteur financier assure une allocation efficiente du crédit domestique ; (iii) le flux du crédit domestique au secteur privé ne soit pas absorbé par les besoins du secteur public. Il montre que la libéralisation financière peut accroître les besoins financiers du secteur public et réduire la quantité de fonds disponible pour le secteur privé (effet d'éviction).

La réaction de l'épargne par rapport au taux d'intérêt est théoriquement déterminée par l'arbitrage des agents entre les consommations présente et future, et est illustrée par deux effets : l'effet de substitution et l'effet revenu. Cependant, les théoriciens de la libéralisation financière abordent peu cet aspect ou tranchent très rapidement en faveur de l'effet de substitution. Pourtant, cette prédominance de l'effet substitution est sujette à caution du point de vue empirique. Giovannini (1983, 1985) fournit une évidence empirique, dans 18 pays en

développement, de la réaction du niveau d'épargne suite à une modification des taux d'intérêt. L'estimation du niveau d'épargne en fonction du taux d'intérêt montre qu'il n'y a pas un impact positif de la hausse des taux d'intérêt sur le niveau d'épargne. Comme le souligne Gonzales-Arrieta (1988), l'augmentation des taux d'intérêt réels semble affecter de manière inverse l'épargne financière (c'est-à-dire l'épargne constituée sous forme d'actifs financiers ou monétaires) et l'épargne globale. En d'autres termes, la neutralisation réciproque des deux effets (effet de substitution et effet revenu) expliquerait pourquoi l'on constate généralement que l'épargne globale demeure inchangée après la libéralisation financière.

Selon Dornbusch et Reynoso, les bénéfices présumés de la libéralisation financière ne se matérialiseraient pas dans les faits. Ils estiment que les facteurs financiers seraient déterminants dans la croissance, lorsque les facteurs économiques (l'accumulation du capital et l'allocation efficiente des ressources) sont instables. Pour eux l'augmentation des taux d'intérêt serait sans impact réel sur la performance économique. Ils estiment que le paradigme de répression financière semble constituer pour certains aspects, une parcelle de vérité mais aussi une vaste exagération et remettent en cause certaines propositions essentielles de la théorie de la libéralisation financière :

-L'impact favorable des taux d'intérêt sur le niveau d'épargne et d'investissement ;

-La corrélation positive entre les indicateurs de développement financier et la croissance économique.

Enfin, Beckerman justifie l'existence des taux d'intérêt négatifs dans les pays en développement par : la très faible demande d'investissement compte tenu de l'incertitude de l'environnement économique défavorable, l'abondance du stock d'épargne lié à la constitution de l'épargne de précaution et de spéculation et enfin l'existence des distorsions non financières.

b- Le dualisme entre finance formelle et finance informelle : La contradiction sur la thèse de la libéralisation financière fondée sur le dualisme entre la finance formelle et la finance informelle est en partie apportée par les néo-structuralistes. En effet, ces derniers rejettent l'argument souvent avancé selon lequel la structure financière des pays du sud serait la cause du sous-développement. Les néo-structuralistes considèrent les marchés financiers informels comme un mode de fonctionnement du système financier propre aux pays en développement, qui jouent un rôle déterminant dans ces économies puisqu'ils facilitent les transactions entre les épargnants et les investisseurs. Aussi, ces auteurs estiment que les

réserves obligatoires effectuées par les banques commerciales constituent des fuites du système financier, et donc les banques ne peuvent pas allouer de manière aussi efficiente l'épargne que le marché financier informel, dans la mesure où ce dernier n'est pas soumis à des contraintes de réserves. Les néo-structuralistes émettent un doute réel sur la mise en œuvre effective des politiques de libéralisation financière. Taylor et Wijnbergen avancent trois arguments qui sont spécifiques à l'échec des politiques de libéralisation financière dans les pays en voie de développement et montrent l'avantage que peuvent procurer les économies non organisées :

- L'existence des normes réglementaires en matière de réserves obligatoires peut entraîner une baisse de l'intermédiation financière ; par contre, sur le marché financier non organisé, il n'existe pas d'obligation de réserve.
- L'augmentation du taux d'intérêt sur les dépôts entraînant un changement des actifs du secteur financier informel vers le secteur financier structuré de crédit, peut réduire la demande d'encaisses monétaires, ce qui affecterait alors, à la baisse l'offre de prêts sur les marchés financiers informels, provoquant ainsi une augmentation du taux d'intérêt nominal sur le marché informel.
- La hausse des taux d'intérêt accroît le coût du capital productif, ce qui conduit à une augmentation du niveau général des prix (inflation par les coûts) et à une baisse de l'investissement et de la demande réelle. De plus, une augmentation de la propension à épargner peut faire baisser davantage la demande effective. Ce qui réduit le taux de croissance de l'économie.

Selon Cho, les divergences entre la vision de Mac Kinnon et Shaw et celle des néo-structuralistes sur la libéralisation financière lui a permis de fournir une note conceptuelle où il conclue que la vision de Mac Kinnon et Shaw et celle des néo structuralistes ne s'opposent pas sur la question de la libéralisation financière, mais diffère sur la mise en œuvre : les premiers voulant étendre la finance formelle à celle informelle et les seconds la finance informelle à celle formelle. Van Wijnbergen aussi estime que les problèmes d'asymétrie d'information sont quasi inexistantes sur le marché informel parce que les prêts ne sont accordés qu'à des individus d'une même communauté où l'information circule très vite.

Malgré les développements théoriques des néo-structuralistes, de nombreux éléments attestent que le marché du crédit informel ne fournit pas une meilleure intermédiation que les banques. En effet, les néo-structuralistes attribuent le faible niveau d'intermédiation du système financier à l'existence de réserves institutionnelles. Cependant, il faut signaler que les

réserves sont indispensables compte tenu de l'activité de transformation de maturité des ressources bancaires (les banques effectuent des prêts à long terme à partir des dépôts à court terme). Kapur montre que les fonctions économiques d'accroissement de la liquidité et de création du seignuriage remplies par les réserves obligatoires sont ignorées par les néo-structuralistes. Il ajoute que, lorsqu'on intègre la fonction de seignuriage des réserves à l'analyse, toute la critique néo-structuraliste s'effondre, et l'accroissement de la liquidité consécutive à la libéralisation a des effets positifs sur le bien-être et la croissance. De plus, les activités financées par les prêts informels sont souvent des activités illégales et les prêteurs ne sont pas protégés en cas de faillite des emprunteurs. Ceci rend le marché financier informel très volatile par rapport aux rumeurs sur les faillites. On peut aussi penser qu'il n'y pas de perte d'intermédiation liée à la constitution des réserves obligatoires dans les pays en développement, car ces dernières sont utilisées pour financer les prêts gouvernementaux orientés vers les projets prioritaires. Il faut aussi ajouter que la finance informelle ne peut servir qu'à de microprojets de faible envergure, et que pour de grands projets d'investissement et de développement le recours au financement bancaire est indiscutable. Christensen a établi les conditions qui doivent être remplies pour une viabilité de la finance informelle à savoir : faibles coûts de transactions, d'information et de gestion, réserves minima pour assurer la fonction de transformation financière, les garanties nécessaires en cas de défaut. Il trouve que ces conditions ne sont pas remplies par le marché financier informel et ajoute qu'une complète intermédiation financière informelle ne peut exister même si les agents sont libres de choisir entre la finance formelle et la finance informelle.

c- imperfections des marchés financiers : parmi les critiques de Mac Kinnon et Shaw sur la politique de libéralisation financière est la troisième catégorie qui est portée sur le fait que ces deux derniers supposent que le marché du crédit est purement concurrentiel et donc qu'il ne peut exister de rationnement lorsque les taux d'intérêt sont fixés à leur niveau d'équilibre. Stiglitz et Weiss ont montré que la remise en cause de cette hypothèse compte tenu du déséquilibre structurel des marchés financiers serait la cause de l'échec des politiques de libéralisation financière. Les marchés financiers ne sont pas aussi parfaits que l'estimerait l'approche de MacKinnon et Shaw. Ils sont des marchés particuliers et non comparables avec d'autre marché comme le marché des biens et services. Selon Diaz Alejandro, sur les marchés financiers, les crédits sont échangés contre des promesses futures de remboursement. Le non-respect de cette promesse accroît le risque lié à l'emprunt.

2-1-2-7-Autres développements théoriques de la libéralisation financière

Les phénomènes économiques et financier qui se sont suivie ont entraîné d'autres développements de la théorie de la libéralisation financière.

a-La sélection des emprunteurs : Les banques s'appuient sur un ensemble de critères pour sélectionner les emprunteurs et financer leurs investissements. Alors elles doivent collecter des informations comptables et financières dans les bilans et les comptes de produits et charges des entreprises et étudient l'environnement dans lequel elles évoluent. Malgré cela, la sélection n'était jamais parfaite car elle est trop coûteuse. L'endettement de l'entreprise emprunteuse influence aussi sur la décision de la banque, puisque une entreprise trop endettée aura une moindre propension à pouvoir rembourser tous ses crédits. Néanmoins, la réputation de l'emprunteur et sa capacité à rembourser les dettes sont des éléments centraux qui déterminent la décision de prêteur d'accorder ou non le crédit, comme le dit Gilles « *la valeur des fonds propres est ici un bon indicateur* ». Alors disposer d'un actif net initial important réduit le poids de l'incertitude qui a une forte influence en matière de décision d'investissement. Selon Bernanke et Gertler, une entreprise disposant d'importants fonds propres réduit son problème d'asymétrie d'information car son endettement relatif au capital est faible et présente moins de risque. Elle peut ainsi obtenir plus de crédit et à de meilleures conditions. Ces fonds propres donnent également aux entreprises la possibilité d'éviter le risque de rationnement de crédit grâce à une forte garantie hypothécaire. De fait, l'évaluation ex-ante des projets d'investissement peut être à l'origine des problèmes d'asymétrie d'information. Les individus qui évoluent dans un environnement où chacun est doté d'une richesse limitée et d'un projet, qui est soit de bonne ou de mauvaise qualité, et que l'information dont ils disposent est propres à chacun. L'asymétrie d'information peut causer par conséquent deux problèmes, soit l'anti-sélection ou la sélection adverse, soit l'aléa moral.

- L'anti-sélection : Ce problème peut survenir en situation où les prêteurs connaissent mal les qualités de l'emprunteur et que les emprunteurs qui ont une mauvaise cote de crédit sont fortement incités à chercher des prêts. Lorsque le manque d'informations complètes empêche les prêteurs de bien évaluer la qualité de crédit, ils n'acceptent de payer un prix donné pour des titres reflétant la qualité moyenne des entreprises qui les émettent que lorsque ce prix est inférieur au juste prix de marché pour les entreprises de haute qualité, mais supérieur au juste prix du marché pour les entreprises de faible qualité.

- L'aléa moral : lorsque les emprunteurs peuvent modifier leur comportement, après la conclusion de la transaction, d'une façon qui pourrait être jugée non souhaitable par le prêteur.

Les emprunteurs souhaitent investir dans des projets relativement risqués dont ils retireront des bénéfices en cas de succès, mais dont les pertes, en cas d'échec, seront pour l'essentiel à la charge du prêteur ; les prêteurs par contre souhaitent limiter les risques des projets. Ainsi les emprunteurs cherchent à modifier leurs projets de manière à accroître les risques courus après la conclusion de la transaction financière, ce qui facilite l'asymétrie de l'information. Dans ces conditions, beaucoup de projets d'investissement effectivement mis en œuvre sont excessivement risqués. Les prêteurs deviennent dès lors plus réticents à accorder des prêts et les niveaux d'intermédiation et d'investissement sont sous-optimaux.

b- La supervision des emprunteurs : Elle consiste à mettre les engagements de ceux-ci sous le contrôle des banques, car ils peuvent mettre en place des activités plus risquées que celles pour lesquelles le crédit lui a été accordé : la banque, pour éliminer ce risque d'aléa moral, inscrit dans le contrat des clauses obligeant l'emprunteur à respecter son engagement et n'investir que dans des projets pour lesquels le crédit est alloué. C'est à partir de ce rôle de supervision des emprunteurs que Diamond a montré que, dans un environnement caractérisé par l'existence d'asymétrie d'information ex post entre prêteurs et emprunteurs, la dette est le contrat optimal entre emprunteur et prêteur, d'où l'émergence d'intermédiaires financiers.

Enfin Il nous semble que les imperfections qui règnent sur les marchés financiers ont constitué un souci considérable dans les théories modernes de la libéralisation financière. McKinnon revient à souligner l'importance de la prise en compte des asymétries d'information et de sélection adverse dans les validations empiriques et conclut que l'instabilité macro-économique et les aléas moraux peuvent conduire à un taux d'intérêt trop élevé et à un excès de prise de risque par le secteur bancaire. *Dans un tel univers* le gouvernement devrait probablement imposer une administration sur le taux d'intérêt type sur les prêts et sur les dépôts. Aussi bien qu'un nombre de mesures prudentielles, telles que des provisions plus grandes sur les créances douteuses comme le mentionne *McKinnon*, *et ajoute même que* les économies ayant connu un développement réussi ont combiné une stabilité du niveau général des prix avec des taux d'intérêt nominaux substantiels même s'ils sont réglementés- sur les dépôts et sur les crédits.

2-1-2-8-Libéralisation et réformes financières

La réussite de la libéralisation financière, notamment dans les pays émergents nécessite le passage d'un certain nombre d'étape et suppose l'existence préalable des conditions de stabilisation de l'économie. L'ordre dans lequel les mesures politiques doivent être prises et la vitesse des réformes financières peuvent constituer également des limites justifiant l'échec ou la réussite de la libéralisation financière. Alors les étapes sont :

a- Les étapes de réussite de la libéralisation financière

Avant de définir l'ordre d'adoption des réformes ainsi que leur vitesse au sein de chaque économie, les conditions initiales sont nécessaires pour la réussite de toute libéralisation financière. Ainsi, la nomenclature des étapes de la libéralisation financière se fait aux niveaux interne et externe du secteur. Les politiques qui concernent la première étape et touchent à la sphère réelle concernent : Stabilité macroéconomique, libéralisation des prix, levée des taxes ainsi que les subventions et privatisation. La seconde étape qui concerne la sphère financière nécessite la restructuration et privatisation du système bancaire domestique, et la création ou réactivité du marché monétaire. La troisième étape qui concerne le secteur réel nécessite : la libéralisation des opérations courantes (levée des barrières commerciales) et la création d'un marché de changes et convertibilité de la monnaie ; dernière étape qui concerne le secteur financier nécessite : la levée de contrôle des mouvements des capitaux et convertibilité totale de la monnaie.

b- La vitesse des réformes financières

Là on trouve deux catégories La libéralisation financière brutale et La libéralisation financière graduelle

b-1- La libéralisation financière brutale

Villaneva et Mirakhor mettent l'accent sur la relation entre la vitesse des réformes financières et les conditions initiales de libéralisation financière. Ils montrent, à leur tour, que si la réforme est appliquée dans un environnement macro-économique instable et/ou si la surveillance et la supervision bancaire inefficace, la politique de libéralisation des taux d'intérêt doivent être progressive et inversement, la libéralisation des taux d'intérêt peut être prématurée. La périodisation de la libéralisation du secteur financier constitue un problème qui occupe une place particulière dans la théorie financière. Si la période de transition est permanente, la déréglementation du système financier ne peut être faite que lorsque l'économie est aboutie à une phase de maturité plus appropriée. Ensuite, la longueur de la

répression financière qui précède la politique de libéralisation financière entrave l'approfondissement financier et cause des effets néfastes sur la croissance économique. Il serait donc utile de mettre un programme d'apprentissage des nouvelles règles. On peut ainsi affirmer que l'application d'une politique de libéralisation financière ne peut être adoptée que dans une économie stable et un ordonnancement optimal qui prévoit le passage de la stabilisation à la croissance.

b-2- La libéralisation financière graduelle

Dans certaines économies émergentes, les expériences de libéralisation financière s'avèrent prudentes. Les structures économiques et les modes de fonctionnement des économies sont des variables dont dépend la réussite des réformes financières. En effet, lorsque la réforme est graduelle, la libéralisation risque de perdre son impulsion à travers le temps. De même, plus les mesures de réformes sont rapides et profondes, plus les gains potentiels sont importants mais le passage est risqué d'être coûteux. D'après la Banque Mondiale, la libéralisation du système financier ne doit être ni trop rapide ni trop longue. Si la libéralisation est trop rapide, les entreprises pourraient encourir de lourdes pertes alors qu'elle est trop longue, le prix à payer pour la persistance de l'inefficacité financière sera plus élevé. Au total, les gouvernements doivent s'engager dans la voie de réformes avec prudence, dans la mesure où la stabilisation macro-économique et la supervision bancaire sont importantes à la modernisation du secteur financier et à la croissance économique.

2-1-2-9-Le processus de la libéralisation financière

Les théoriciens de la libéralisation financière, de Mc Kinnon et Shaw, estiment qu'il suffit que la répression financière soit éliminée pour promouvoir le développement. La libéralisation financière interne consiste à centraliser l'épargne entre les mains des intermédiaires financiers officiels, centralisation qui permettra l'unification du marché financier. Les tenants de la libéralisation financière estiment que dans un système financier sur-réglementé et/ou la concurrence est limitée, les banques ressentent moins le besoin de rechercher de nouveaux clients et d'attirer des dépôts, tandis que les épargnants et les emprunteurs potentiels, n'étant pas sollicités, sont amenés à se tourner vers les circuits financiers parallèles. La répression financière apparaît comme une situation caractérisée par des restrictions et des dysfonctionnements qui conduisent à une fragmentation des marchés financiers. Parmi ces restrictions on cite :

a-La structure des taux d'intérêt reflète un profond déséquilibre : Les taux d'intérêt réels négatifs observés pendant de longues périodes a entraîné une diminution de l'incitation aux placements bancaires et surtout, a renforcé le rationnement du crédit bancaire traditionnel, pourtant nécessaire à la dépense d'investissement privé.

b-L 'endettement du Trésor auprès de la banque centrale :

Cet endettement est lié au déficit budgétaire et aux déficits des entreprises publiques, ce qui crée des effets d'éviction vis-à-vis du secteur privé, notamment des petites unités et se traduit par des créances douteuses contraignant les banques à privilégier des prêts à court terme et à garanties élevées.

c-La lourdeur administrative : Les coûts de gestion et les délais de décaissement : ceux-ci interdisent les grandes organisations d'atteindre les acteurs produisant à petite échelle.

On peut citer comme autres formes de restrictions imposées par le gouvernement : le contrôle des changes, les coefficients de réserves obligatoires, la régulation de la concurrence, etc.

La répression financière a été critiquée par M.Fry qui suggère que l'administration des taux à des niveaux inférieurs aux taux d'équilibre du marché peut influencer négativement l'économie par le biais de cinq canaux :

-Des faibles taux d'intérêt entraînent la préférence des individus pour la consommation immédiate au lieu de la consommation future. Ceci a pour effet la réduction de l'épargne à un niveau inférieur de celui qui serait optimal du point de vue de l'ensemble de la collectivité.

-Des faibles taux d'intérêt sur les dépôts bancaires par rapport au taux des marchés financiers informels peuvent réduire l'offre des fonds du système bancaire et favoriser la désintermédiation.

-Les emprunteurs qui peuvent obtenir les fonds dont ils ont besoin à des bas taux d'intérêt auront tendance à choisir des projets relativement capitalistiques étant donnée le coût modique de leur endettement, facteur considéré comme abondant dans les pays en voie de développement

-Les emprunteurs potentiels sont des entrepreneurs dont les projets sont relativement peu rentables et qui ne désirent pas de s'engager dans des crédits à taux élevés.

-Une mauvaise allocation des fonds prêtables du fait du niveau réduit de l'intermédiation financière et du niveau faible de responsabilisation des banques dans le quadrillage des crédits.

Pour M.Fry, ces effets pervers de la répression et la ferme conviction dans la relation positive entre croissance économique et finance qui ont jalonné le paradigme de la libéralisation financière et qui constituent l'épine dorsale de la thèse de Mc kinnon et Show. Dans ce contexte, libérer le secteur financier, accroître le niveau des taux d'intérêt réels servis sur les dépôts (par une augmentation des taux nominaux ou par une baisse de l'inflation) va stimuler l'accumulation d'encaisses monétaires (l'épargne) et donc permettre la croissance de l'investissement. Cela devrait aussi permettre d'accroître l'intermédiation bancaire ; d'où une réduction des frais d'intermédiation entre prêteurs et emprunteurs grâce à la réalisation d'économie d'échelle, une meilleure diversification du risque, un accès facilité des emprunteurs au fonds prêtables. Pour Mc kinnon et Shaw, la libéralisation financière a un impact positif sur la croissance économique. Cette hypothèse repose sur deux arguments :

-D'une part, le plafonnement des taux d'intérêt à des niveaux artificiellement bas réduit l'épargne, l'offre des fonds prêtables, ceci conduit à un rationnement de l'investissement et un ralentissement de la croissance économique.

-D'autres part, la répression financière entraîne une mauvaise allocation des crédits.

D'autres modèles qui s'inspirent de la thèse de Mc kinnon et Show, tel que celui de Bencivinga et Smith (1991), mettent l'accent sur le rôle positif exercé par les intermédiaires financiers dans l'amélioration de l'efficacité de l'investissement plutôt que sur l'augmentation du volume de l'épargne et de l'investissement qui en résulte.

Ce rôle moteur des intermédiaires financiers dans la propulsion de la croissance est dû selon Greenwood et Javanovic (1990), au pouvoir de collecte de l'information pertinente sur les différents projets et à leurs fonctions de partage et de diversification du risque qui peut aider leurs clients à faire un choix plus judicieux des projets d'investissement ainsi leur efficacité et leur productivité. C'est ainsi, la libéralisation financière est considérée nécessaire pour encourager plusieurs activités productives.

Le tableau suivant décrit les avantages qu'apporterait la libéralisation financière en comparaison avec la répression financière :

Tableau n°1: La comparaison entre la libéralisation financière et la répression financière

Répression financière	Libéralisation financière
Analyse	
-Rôle favorable des taux d'intérêt réels négatifs sur l'investissement. -L'investissement crée l'épargne -Dissociation épargne/crédit : les déposants ne profitent pas des crédits liés à leurs dépôts. -Les crédits font les dépôts.	-Rôle favorable des taux d'intérêt positifs sur l'épargne. -L'épargne crée l'investissement. -Les dépôts font les crédits.
Politique	
-Transfert inflationniste et politique sélective du crédit. -Pas de rémunération des dépôts des ménages. -L'économie non monétisée et la rareté des liquidités suppose une centralisation de la politique. Les gisements d'épargne ne peuvent être mobilisés. -Les structures financières sont des préalables aux politiques monétaires financières. -Critères enveloppe et quotas : rationnement quantitatif.	-Désengagement du Trésor et politique de rigueur monétaire. -Le seul actif financier des ménages doit être rémunéré. -Monétiser l'économie et créer des réseaux par la décentralisation, Possibilité de mobiliser les encaisses oisives. -La hausse des taux d'intérêt permet les innovations financières. -Critère de rentabilité : rationnement par les prix.

Source : HUGON, « L'impact des politiques d'ajustement sur les circuits financiers informels », *Revue Tiers Monde*, 1990.

Selon Gibson et Tsakalotos le tableau suivant décrit Les étapes de la libéralisation économique et financière.

Tableau n°2 : Les étapes de la libéralisation économique et financière.

	interne	Externe
Réel	Etape N° 1 1. Stabilisation, 2. Libéralisation des prix, 3. Levée des taxes implicites et explicite ainsi que des subventions, 4. Privatisation.	Etape N° 3 1. Libéralisation des opérations courantes (levée des barrières commerciales), 2. Création d'un marché de changes et convertibilité externe de la monnaie
Financier	Etape N° 2 1. Restructuration et privatisation du système bancaire domestique, 2. Création ou réactivation du marché monétaire	Etape N° 4 1. Levée du contrôle sur les mouvements de capitaux, 2. Convertibilité totale de la monnaie

Source : GIBSON et TSAKALOTOS, « The scope and limits of financial liberalisation in developing countries: A critical survey », *Journal of Development Studies*, 2014 .

Et si on parle des changements survenus sur les marchés financiers, on doit parler d'une nouvelle règle ; celle des 3D désintermédiation, décloisonnement, déréglementation.

· **Désintermédiation** : La désintermédiation correspond au recul de l'économie d'endettement par l'intermédiaire des banques créditrices au profit de l'économie de marché financier ; en clair, les entreprises se financent directement sur les marchés financiers en émettant des obligations, des actions, etc. au lieu de s'endetter en empruntant auprès des banques. On estime ainsi que 80% des opérations de financement se déroulent aujourd'hui directement sur les marchés financiers ; c'est évidemment la baisse des coûts d'intermédiation qui motive cette pratique. On parle donc de désintermédiation pour nommer la disparition de l'intermédiaire bancaire et de son activité classique de dépôts et de prêts au profit de l'utilisation des produits du marché.

· **Décloisonnement** : Le décloisonnement correspond à la fois à l'ouverture des marchés nationaux et à l'élimination des barrières cloisonnant les différents marchés nationaux de capitaux, alors qu'avant au début des années 80, les circuits de financement de nombreux pays étaient autonomes et répondaient chacun à un besoin particulier, des passerelles entre le marché à long terme qui est la bourse et celui à court terme qui est le marché monétaire, qui ont été installées. L'accès aux divers marchés, qui était limité, est ainsi devenu ouvert.

· **Déréglementation** : Cette transformation du système financier signe la disparition du contrôle de l'État qui était la règle depuis la fin de la Seconde Guerre Mondiale jusqu'aux années 70 ou 80 et parfois bien plus longtemps. Les systèmes financiers contrôlés par l'État étaient fortement réglementés et conçus pour canaliser les ressources financières vers les secteurs et les objectifs ayant la faveur des pouvoirs publics. La déréglementation consiste à libérer les marchés des interférences administratives et à supprimer les entraves freinant la concurrence entre les agents économiques. La libéralisation financière a pour effet de faire payer très cher aux gouvernements les errements de la politique budgétaire ou monétaire et c'est là un des avantages cruciaux d'un système financier soumis aux règles du marché. Cette déréglementation vise : une baisse des coûts d'obtention de capitaux ; une ouverture des marchés nationaux aux non-résidents ; le développement d'une économie financière parallèle internationale non réglementée.

2-1-2-10-La libéralisation financière entre avantages et inconvénients théoriques

Les analyses qui ont été fait par les économistes de l'École néolibérale, ont montré les méfaits d'un système financier répressif pour ensuite aboutir aux avantages de la libéralisation

financière. Ainsi, selon ces auteurs, la libéralisation financière consiste à déléguer au marché l'autorité nécessaire afin de déterminer qui a besoin de financement et à quel prix. La libéralisation financière représente, aussi, le désengagement presque total de l'Etat dans les affaires financières, dont on sous-entend l'abandon du contrôle sur les intermédiaires financiers à travers plus de privatisations et moins de contraintes sur les mouvements de capitaux. Théoriquement, la libéralisation financière agit favorablement sur l'épargne. Il s'ensuivra une hausse des crédits bancaires suivie d'une augmentation de l'investissement, il y aura donc une croissance du revenu suivie d'un développement économique. Cependant, cette vision optimiste des choses a été remise en cause par de nombreux économistes qui ont considéré que la libéralisation financière et au-delà du modèle simple et séduisant présenté par les néolibérales, n'est pas sans danger et son approche théorique soulève quelques problèmes. Ainsi, la libéralisation financière engendre une baisse de l'investissement qui peut être la conséquence de la baisse de la demande effective selon les postkeynésiens, de la disparition du marché informel selon les néo-structuralistes, ou encore de la présence d'asymétrie informationnelle selon Stiglitz et Weiss. Finalement, nous pouvons dire que la théorie de la libéralisation financière a fait naître une forte tension entre plusieurs courants de pensée.

2-1-2-11-Les conséquences de la libéralisation financière

Dans les années 70, la politique du laisser-faire en matière financière a été différente des prophéties de bonnes perspectives prescrites par Mac Kinnon et Shaw. Dès le début des années 70, les taux d'intérêt s'élèvent sans précédent, témoignant de l'exubérance de la concurrence entre les banques et de la frénésie dans la prise du risque. Les résultats ne se firent pas attendre. La faillite des entrepreneurs dans quelque pays, affaiblit les banquiers, qui à leur tour firent faillite et l'Etat fut obligé de procéder à de nouvelles vagues de nationalisation des banques dans ces pays⁵⁶. Demetriades témoignant la morosité économique générée par la libéralisation financière. Diaz-Alejandro (1985), dans son article assez illustratif par le titre : « Good-Bye Financial Repression, Hello Financial Crash » identifie les causes communes de l'échec des politiques libérales dans la plupart des pays, dont les principales sont :

- Le manque de contrôle de la part des déposants, qui estiment que l'Etat viendrait à la rescousse des banques quand ces dernières seront en difficulté.

⁵⁶DEMETRIADES, P. et ANDRIANOVA, S, « Finance and Growth: What We Know and What We Need to Know? », *Discussion Paper* 03/15, University of Leicester, 2003, p 11.

- La négligence de la réglementation prudentielle et la conduite laxiste des banques centrales.
- Les nouvelles institutions financières attirent la plupart du temps des entrepreneurs qui sont à leur première expérience et donc qui ont une probabilité de faillite élevée.
- La libéralisation des taux d'intérêt et le relâchement du contrôle bancaire n'ont encouragé que l'intermédiation à court terme tandis que l'intermédiation à long terme est restée à l'état embryonnaire.
- La libéralisation financière en Amérique latine ne s'est pas traduite par une augmentation du taux d'épargne malgré la hausse des taux d'intérêt et les investissements ne sont efficaces.
- Le taux de change fixe, l'afflux des capitaux et les imperfections des marchés financiers ont entraîné l'instabilité macroéconomique et l'explosion de la dette publique.

Comme conséquence, le secteur réel des pays concernés comme la Colombie, l'Uruguay, le Brésil, le Chili et le Mexique, un grand nombre de pays africains a été sévèrement touché et les économies plongées dans de longues récessions. Dans l'ensemble, la libéralisation financière a eu dans les pays ci-dessus cités des effets déstabilisateurs et a été abandonnée. Au cours des années 90, de sérieuses crises financières ont frappé l'Argentine, l'Équateur, la Thaïlande, la Russie, la Turquie, l'Uruguay, la Colombie, le Kenya et la Corée du Sud ; dans tous ces pays, l'instabilité financière est liée à la rapidité du processus de libéralisation financière. Plus particulièrement, en ce qui concerne la Corée du Sud, la crise de Novembre 1997, intervient après une séquence de politiques de libéralisation à savoir : la dérégulation des taux d'intérêt, l'ouverture du marché des capitaux, la libéralisation des échanges avec l'extérieur, l'octroi de nouvelles licences bancaires et le démantèlement des mécanismes de monitoring gouvernemental⁵⁷.

La libéralisation financière, au lieu d'entraîner le développement financier qui engendrera la croissance économique dégénère en instabilité financière dans la plupart des cas. De nombreuses études fournissent l'évidence empirique du lien surprenant entre la libéralisation financière et la récurrence des crises. Ainsi, Demirgüç-kunt et Detragiache⁵⁸ concluent que la libéralisation financière paraît statistiquement déterminante, puisque 78% des crises bancaires ont lieu au cours de la période de la libéralisation financière.

⁵⁷ARESTIS, P. et STEIN, H, « An Institutional Perspective to Finance and Development as an Alternative to Financial Liberalization », *International Review of Applied Economics*, Vol. 19, N°4, 2005, p. 381-398.

⁵⁸DEMIRGÜÇ-KUNT, A. et DETRAGIARCHE, E, « Financial Liberalization and Financial Fragility », *World Bank Annual Conference on Development Economics*, 1999.

Aussi, Kaminsky et Reinhart⁵⁹ trouvent, dans une analyse empirique des crises jumelles, que la libéralisation financière et l'augmentation des possibilités d'accès au marché international des capitaux jouent un rôle majeur dans les premières phases du déclenchement des crises jumelles. Miotti et Plihon⁶⁰ établissent un lien entre la libéralisation financière, la spéculation et les crises bancaires. Ils avancent que les transformations enregistrées dans l'activité des banques, dans tous les pays qui ont procédé à la libéralisation financière, illustrent le poids croissant du capital financier et des opérations de spéculation. Cette situation se traduit par : l'explosion des opérations de hors bilan chez les banques, qui correspondent à des prises de positions spéculatives ; l'accélération du processus de mobiliérisation des actifs bancaires ; une évolution de la structure des résultats bancaires, marquée par une diminution importante des revenus d'intermédiation au profit des revenus liés aux opérations de marché et de Change. Miotti et Plihon présentent les principaux facteurs à l'origine des crises bancaires dans les pays émergents dans le contexte d'un processus de libéralisation financière. En effet, la libéralisation financière a deux principaux effets sur l'environnement des banques : elle favorise le développement des marchés financiers et entraîne un accroissement des pressions concurrentielles sur les banques. Subissant une baisse du rendement de leurs opérations traditionnelles, les banques tentent de compenser cette érosion en se tournant vers des opérations à effets de levier et à rendements élevés de nature spéculative. Il en résulte une hausse de la rentabilité à court terme des banques, contrepartie d'une prise de risque importante. Ce comportement est favorisé par l'utilisation de nouveaux instruments financiers et par le développement des opérations en devises allant de pair avec les entrées de capitaux. Les banques et le système financier, mal contrôlés par des dispositifs de surveillance prudentielle inadaptés, sont fragilisés par ces prises de risque excessives qui aboutissent à l'émergence de bulles spéculatives et à une accélération de la création monétaire. Ainsi, la crise du système bancaire et financier apparaît comme un processus d'ajustement permettant de corriger les déséquilibres macroéconomiques qui se sont produits à la suite de la libéralisation financière.

D'après l'expérience de l'économiste Stiglitz comme chef à la Banque Mondiale, dénonce-la précocité de la libéralisation financière et du marché des capitaux, en ce sens que le manque de réglementation préalable du système financier serait à la base des récentes crises

⁵⁹KAMINSKY, G. et REINHART, C, «The Twin Crises: the Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems », *The American Economic Review*, Vol. 89, N°3, 1999, p. 473-500.

⁶⁰MIOTTI, L. et PLIHON, D, «Libéralisation Financière, Spéculation et Crises Bancaires », *Economie Internationale*, N°85, (2001), p 3-36.

en Amérique Latine, en Asie et en Russie. Il met en évidence l'effet déstabilisateur à court terme de l'afflux massif des capitaux qui est loin de générer de la croissance économique. Il souligne aussi le caractère pro-cyclique des flux de capitaux et remet en cause l'argument selon lequel l'ouverture des marchés financiers permettrait la diversification et accroîtrait la stabilité⁶¹. Face à cette vague déferlante d'attaques théoriques et de contradiction dans la réalité, Mac Kinnon revient à la charge en redéfinissant le cadre théorique de réussite de la libéralisation financière telle qu'il l'a prônée. Il souligne que l'origine des problèmes est l'incohérence séquentielle des réformes, suggère que la libéralisation soit précédée de profondes réformes du secteur réel se traduisant par la privatisation des entreprises d'Etat pour que les prix puissent refléter la réalité économique des pays. Il préconise aussi la réduction de l'inflation et du déficit budgétaire avant la mise en œuvre des réformes financières. Ajoute aussi qu'une régulation adéquate et une supervision du secteur bancaire sont nécessaires afin de réduire le problème d'aléa de moralité. Enfin, il recommande que la libéralisation domestique, où la dérégulation des taux d'intérêt et réduction des réserves obligatoires, précède la libéralisation externe (mouvements des flux de capitaux).

2-2-Vers une refondation de la politique financière

Il est très important de repenser une nouvelle politique financière pour le développement et la croissance après les difficultés liées à la mise en œuvre des politiques de libéralisation financière, et des effets dévastateurs consécutifs aux crises financières. La libéralisation financière est critiquée bien dans ses fondements théoriques, que dans sa mise en œuvre, selon l'estimation de Arestis et Stein l'échec de cette dernière est principalement lié à des problèmes institutionnels⁶². Ils proposent une vision alternative du système financier désagrégé en cinq composantes institutionnelles interactives et opérant dans des contextes institutionnels précis :

- La composante qui édite les codes de bonne conduite et encourage la probité dans le secteur bancaire est qui s'appelle la composante normative ;

-La composante qui se concentre sur les récompenses et les sanctions des différents acteurs du système financier qui est la composante chargée de la supervision ;

⁶¹STIGLITZ, J, « Capital Market Liberalization, Economic Growth, and Instability », *World Development*, Vol. 28, N°6, (2000), p1075-1086.

⁶²ARESTIS, P. et STEIN, H, op.cit, p 405-407.

-Ce qui constitue le cadre légal permettent de mettre en place les règles d'opérations et d'interactions entre les différentes institutions dans le système financier qui est les règlements

-Pour la, afin de atteindre les objectifs d'une organisation financière dans les limites des normes et des règles établies il faut avoir une capacité des différentes institutions de fonctionner en toute efficacité ;

-Ce qui regroupent des personnes soumises aux mêmes règles et ayant des objectifs commun se sont les organisations sont des structures financières légalement reconnues.

Arestis et Steinre met en cause que l'échec est dû aussi au fait que les mêmes politiques de libéralisation financière soient identiquement applicables à différents pays. Ainsi, puisque les fondements institutionnels sont variables suivant les pays et le niveau de développement, le fait de mettre ces derniers au cœur de la finance permettrait de définir des politiques plus ciblées qui auront des effets plus favorables en termes de croissance et de développement.

2-2-1-Libéralisation financière et environnement économique

Les partisans de la théorie de la libéralisation financière ont relativisé l'effet direct des réformes financières sur l'amélioration du produit après avoir une rapidité de l'application de la libéralisation financière et des résultats mitigés obtenus par les pays concernés. En effet, une vague de réformes a été entamée vers la fin des années soixante-dix et durant les années quatre-vingt par les pays latino-américains et les pays asiatiques durant lesquels un ensemble de mesures financières a été introduit. Les pays qui avaient obtenu des résultats satisfaisants comme les pays asiatiques présentaient un cadre économique relativement stable caractérisé par une faible inflation et une réglementation bancaire adéquate alors que les pays qui avaient observé une dégradation de leur situation économique comme les pays de l'Amérique latine, présentaient une économie structurellement déséquilibrée, un cadre financier inadéquat et une hyperinflation. Les résultats controversés obtenus par ces deux groupes de pays ont permis de constater que l'effet de la libéralisation financière sur la croissance économique n'est pas automatique et elle n'est pas toujours positive. Les réformes doivent être précédées et/ou accompagnées par des mesures macroéconomiques afin d'augmenter les chances de leur réussite. Deux idées principales ont été avancées dans ce sens : la prise en compte de l'environnement global et la mise en place d'une régulation bancaire adéquate.

a- Stabilité macro-économique

Après avoir mis les conditions macro-économiques préalables à la stabilisation de l'économie, ces derniers ont montré les limites de la libéralisation financière. Il y a plusieurs économistes qui ont mis l'accent sur l'importance de l'environnement économique et la nécessité de la prise en compte du degré de répression financière au moment de la libéralisation comme McKinnon, Edwards ; Caprio, Atiyas et Hanson. Selon ces derniers, la stabilisation de l'économie passe par le respect d'un ensemble de mesures économiques préalables : la prise en compte de la situation économique initiale, la réalisation de la stabilité du niveau général des prix ainsi que le respect d'une discipline budgétaire rigoureuse. Gibson et Tsakalotos soulignent pourtant qu'un environnement économique stable ne peut pas garantir à lui seul le succès de la libéralisation. Le choix d'un calendrier adéquat ainsi qu'une bonne planification des réformes sont aussi importants. Par ailleurs l'expérience des pays comme l'Amérique latine qui a soulevé l'idée selon laquelle, la réussite de la libéralisation financière est étroitement liée aux spécificités que présentent chaque économie telle que la fiabilité du système d'information, la présence d'un cadre financier structurel et réglementaire approprié, et l'importance d'une supervision bancaire effective. Bien que très partagées, les conditions macro-économiques sont considérées comme des conditions souhaitables au succès de la libéralisation. Beaucoup d'auteurs, par exemple : McKinnon et Fry, soulignent en effet, la nécessité de tenir compte de l'amélioration du cadre macro-économique qui risque d'influencer ou d'être influencé par les réformes financières. Il est ainsi important, afin d'assurer le succès de la libéralisation, que la conjoncture macroéconomique soit favorable et que certaines conditions préalables comme la discipline budgétaire, la stabilisation et/ou la baisse de l'inflation soient satisfaites.

b- Régulation et supervision bancaire effective

Parmi les conditions indispensables de la réussite de la libéralisation financière est la régulation et la supervision bancaire effective, la mise en place de ces conditions adéquate est soulignée par tous les partisans de la libéralisation. L'importance donnée au bon fonctionnement du secteur bancaire vient du fait que les banques dans les pays en développement présentent un cadre juridique inadéquat, une supervision bancaire inefficace et un portefeuille important de crédits non performants. L'application de ces règles permettra ainsi d'améliorer l'efficacité des pratiques bancaires dans ces pays et ce par une meilleure évaluation des crédits bancaires, une diversification des services et des risques et l'application

des mesures de sanction aux banques imprudentes⁶³. Un système de supervision viendra consolider le système de régulation par le contrôle du respect des règles prudentielles afin de détecter les institutions financières en difficultés et proposer des solutions pour les redresser. Par ailleurs, il y a d'autres auteurs, comme Soyibo, soulignent que l'amélioration de la performance des banques dans les économies en développement doit aussi tenir compte des capacités techniques, capital humain et amélioration de la qualité de l'information, en présence afin de faciliter l'application des nouvelles règles. Toute mesure de libéralisation engagée sans une réforme bancaire préalable risque d'entraver la libéralisation et entraîner des déséquilibres financiers plus graves. Les critiques théoriques et empiriques développées à l'encontre de la théorie de la libéralisation financière et les évolutions empiriques auxquelles elle est parvenue montrent que l'application de la libéralisation s'avère beaucoup plus rigoureuse qu'elle n'a été initialement définie. Les conditions de réformes préalables soulignées plus tard par les partisans de cette théorie risquent de rendre les politiques de libéralisation plus coûteuses notamment pour les pays pauvres. La solution miracle soulignée par McKinnon au début des années soixante-dix a été ainsi remise en cause et réévaluée en fonction des réalités économiques des pays en développement.

2-2-2-Les conditions utiles pour la réussite de la libéralisation financière

Ils y a plusieurs conditions pour que la libéralisation financière puisse atteindre les objectifs qui lui sont assignés. Plusieurs auteurs supposent l'existence d'un ensemble de conditions mais McKinnon a avancé deux conditions essentielles pour la réussite de la libéralisation financière à savoir :

a-Un contrôle plus strict des finances publiques : la libéralisation admet la suppression de toutes sortes d'interventions et de distorsions sur le système bancaire qui est asservi au financement du déficit budgétaire et leur remplacement par d'autres sources de financement.

b-Une politique monétaire plus rigoureuse : la libéralisation financière admet un contrôle plus rigoureux du crédit bancaire.

Il y a M.Fryquia recommandé aussi cinq conditions pour le succès de la libéralisation financière :

a-Une régulation prudentielle et une supervision du système bancaire.

⁶³POLIZATTO, « World Development Report: The State in a Changing World », *Academically peer review*, 1997.

b-Un degré raisonnable de la stabilité des prix.

c-Une discipline fiscale qui assure l'assouplissement de la dette publique et permet d'atténuer les pressions inflationnistes dues au financement du déficit budgétaire.

d-Un système fiscal qui n'impose pas de mesures discriminatoires implicites ou explicites sur l'activité des intermédiaires financiers.

e-Un comportement de maximisation du profit et une concurrence loyale entre institutions financières.

Il y a deux questions qui ont été posées par ces auteurs. La première est : es qu'on doit commencer à libéraliser le secteur financier avant la libéralisation du secteur réel ou le contraire ? Et la deuxième est qu'on doit les libéraliser simultanément ? La réponse à ces deux questions n'a pas été laissée au hasard et une convention de sagesse a été préconisée par Mc Kinnon et Edwards et se résume en deux grands principes : le premier principe consiste à libéraliser les mouvements de capitaux une fois le marché réformé et les taux d'intérêt élevés. Ceci suppose au préalable que le déficit budgétaire ait été maîtrisé. Le deuxième principe consiste à une libéralisation des échanges commerciaux par la réduction des droits de douanes et la suppression des quotas qui suppose une dépréciation du taux de change en vue de promouvoir les exportations et comprimer les importations. La coordination de la libéralisation, interne et externe, est donc un point essentiel dans la réussite de ce processus des réformes et la transition vers une économie régie par les mécanismes du marché.

1-la libéralisation interne

Selon l'estimation de Mc Kinnon et Shaw, il suffit que la répression financière soit éliminée pour promouvoir le développement. La libéralisation financière interne consiste à centraliser l'épargne entre les mains des intermédiaires financiers officiels, centralisation qui permettra l'unification du marché financier. Les tenants de la libéralisation financière estiment que dans un système financier sur réglementé et/ou la concurrence est limitée, les banques ressentent moins le besoin de rechercher de nouveaux clients et d'attirer des dépôts, tandis que les épargnants et les emprunteurs potentiels, n'étant pas sollicités, sont amenés à se tourner vers les circuits financiers parallèles. La répression financière apparaît comme une situation caractérisée par des restrictions et des dysfonctionnements qui conduisent à une fragmentation des marchés financiers. Parmi ces restrictions on cite :

-La structure des taux d'intérêt reflète un profond déséquilibre : Les taux d'intérêt réels négatifs examinés pendant de longues périodes ont entraîné une diminution de l'incitation aux

placements bancaires et surtout, a renforcé le rationnement du crédit bancaire traditionnel, pourtant nécessaire à la dépense d'investissement privé.

-L'endettement du Trésor auprès de la banque centrale : Cet endettement est lié au déficit budgétaire et aux déficits des entreprises publiques, ce qui crée des effets d'éviction vis-à-vis du secteur privé, notamment des petites unités et se traduit par des créances douteuses contraignant les banques à privilégier des prêts à court terme et à garanties élevées.

-La lourdeur administrative : Les coûts de gestion et les délais de décaissement : ceux-ci interdisent les grandes organisations d'atteindre les acteurs produisant à petite échelle.

Il y a aussi d'autres formes de restrictions imposées par le gouvernement : le contrôle des changes, les coefficients de réserves obligatoires, la régulation de la concurrence...ex. M. Fry qui a critiqué beaucoup la répression financière, voit que l'administration des taux à des niveaux inférieurs aux taux d'équilibre du marché peut influencer négativement l'économie par le biais de cinq canaux :

- L'existence de la préférence des individus pour la consommation immédiate au lieu de la consommation future à cause des faibles taux d'intérêt. Ceci a pour effet de réduire l'épargne à un niveau inférieur de celui qui serait optimal du point de vue de l'ensemble de la collectivité ;

-Des faibles taux d'intérêt sur les dépôts bancaires par rapport au taux des marchés financiers informels peuvent réduire l'offre des fonds du système bancaire et favoriser la désintermédiation ;

-Les emprunteurs qui peuvent obtenir les fonds dont ils ont besoin à des bas taux d'intérêt auront tendance à choisir des projets relativement capitalistiques étant donnée le coût modique de leur endettement, facteur considéré comme abondant dans les pays en voie de développement ;

-Les emprunteurs potentiels sont des entrepreneurs dont les projets sont relativement peu rentables et qui ne désirent pas de s'engager dans des crédits à taux élevés ;

-Une mauvaise allocation des fonds prêtables du fait du niveau réduit de l'intermédiation financière et du niveau faible de responsabilisation des banques dans le quadrillage des crédits.

M. Fry aperçoit que ces effets pervers de la répression et la ferme conviction dans la relation positive entre croissance économique et finance jalonnent le Paradigme de la

libéralisation financière et constituent l'épine dorsale de la thèse de Mc Kinnon et Show. Dans ce contexte, libérer le secteur financier, accroître le niveau des taux d'intérêt réels servis sur les dépôts ; par une augmentation des taux nominaux ou par une baisse de l'inflation ; va stimuler l'accumulation d'encaisses monétaires qui est l'épargne et donc permettre la croissance de l'investissement. Cela devrait aussi permettre d'accroître l'intermédiation bancaire ; d'où une réduction des frais d'intermédiation entre prêteurs et emprunteurs grâce à la réalisation d'économie d'échelle, une meilleure diversification du risque, un accès facilité des emprunteurs au fonds prêtables. Pour Mc Kinnon et Shaw, la libéralisation financière a un impact positif sur la croissance économique. Cette hypothèse repose sur deux arguments : d'une part, le plafonnement des taux d'intérêt à des niveaux artificiellement bas réduit l'épargne, l'offre des fonds prêtables, ceci conduit à un rationnement de l'investissement et un ralentissement de la croissance économique. D'autres parts, la répression financière entraîne une mauvaise allocation des crédits.

Il y a le modèle de Bencivinga et Smith qui est inspiré du modèle de Mc Kinnon et Show. Ce modèle met l'accent sur le rôle positif exercé par les intermédiaires financiers dans l'amélioration de l'efficacité de l'investissement plutôt que sur l'augmentation du volume de l'épargne et de l'investissement qui en résulte. Ce rôle moteur des intermédiaires financiers dans la propulsion de la croissance est dû selon Green Wood et Javanovic au pouvoir de collecte de l'information pertinente sur les différents projets et à leurs fonctions de partage et de diversification du risque qui peut aider leurs clients à faire un choix plus judicieux des projets d'investissement ainsi leur efficacité et leur productivité. C'est ainsi, la libéralisation financière est considérée nécessaire pour encourager plusieurs activités productives.

2- La libéralisation financière externe

Il y avait beaucoup de caractéristiques qui ont marqué l'économie la fin du 20^e siècle, et parmi ces caractéristiques les plus marquantes de cette période la croissance des transactions financières internationales et des mouvements internationaux de capitaux. Cette croissance explosive a été favorisée par de puissants courants, notamment la tendance à la libéralisation économique et à la multilatéralisation du commerce tant dans les pays industrialisés que dans les pays en développement. Le fait de lever toutes les restrictions qui pèsent sur ces transactions, autrement dit de laisser les capitaux entrer et sortir du pays sans contrôle ni entrave, est ce que l'on appelle déréglementer les mouvements de capitaux. Selon la théorie économique classique, la mobilité internationale des capitaux permet aux pays qui ont des ressources d'épargne limitées d'attirer des financements pour leurs projets

d'investissements internes, cependant que les investisseurs peuvent diversifier leurs portefeuilles, que les risques sont plus largement répartis et que les échanges inter temporels des biens aujourd'hui en échange de biens demain s'en trouvent favorisés. Plus précisément : Les ménages, les entreprises et même des pays entiers peuvent emprunter lorsque leurs revenus sont faibles et rembourser lorsqu'ils sont élevés, ce qui a pour effet de lisser la courbe de consommation. L'aptitude à emprunter à l'étranger peut ainsi atténuer les fluctuations du cycle économique en évitant aux ménages et aux entreprises d'avoir à limiter trop radicalement leur consommation et leurs investissements et à réduire ainsi encore davantage la demande intérieure, lorsque la production et le revenu intérieurs ont chuté. En prêtant à l'étranger, les ménages et les entreprises peuvent diversifier les risques liés aux perturbations qui menacent uniquement leur propre pays. Les entreprises peuvent se prémunir contre les coûts et les chocs de productivité en investissant dans des filiales réparties dans plusieurs pays. La mobilité du capital peut ainsi permettre aux investisseurs d'obtenir des taux de rendement, corrigés du risque, plus élevés. En retour, les taux de rendement plus élevés peuvent encourager l'épargne et l'investissement propices à l'accélération de la croissance économique.

Les arguments classiques en faveur de l'ouverture et de la libéralisation des marchés financiers sont multiples : elles favorisent l'affectation plus efficace de l'épargne, de plus vastes possibilités de diversification des risques d'investissement, une croissance plus rapide et une atténuation des cycles conjoncturels. On peut dire que l'aspect externe se caractérise par la libre circulation des capitaux dont plusieurs avantages doivent en résulter. En premier lieu, les marchés émergents obtiennent un accès à l'épargne mondiale, permettant ainsi aux investisseurs locaux d'exploiter de nouvelles ressources ou de nouveaux fonds et d'augmenter par conséquent le taux d'investissement. En deuxième lieu, le coût de l'emprunt diminue dans la mesure où les taux d'intérêt sur les marchés financiers internationaux tendent à être plus faibles que les taux domestiques. La croissance est ainsi favorisée. Par ailleurs, lorsqu'un pays s'ouvre aux flux financiers internationaux, l'augmentation des investissements s'accompagne d'une augmentation de l'épargne et d'une baisse de la consommation. Le pays peut aussi compter sur l'épargne étrangère qui générera plus tard des rendements futurs élevés. Mais l'aspect interne se traduit par des changements susceptibles d'affecter les instruments de la politique monétaire mis à la disposition des autorités monétaires, et par conséquent la modification de ses conditions d'exercice. En effet, dans le cadre de la libéralisation financière, les différents marchés subissent des transformations et des mutations qui peuvent

fragiliser les pays qui ne se sont pas bien préparés à ces changements. Les marchés émergents sont les marchés les plus exposés à ces perturbations économiques et monétaires.

Il faut signaler que la mise en application de la libéralisation financière a été encouragée par le rôle disciplinant de la mobilité des capitaux et de la fixation du taux de change dans la mesure où ces deux éléments aident à faire baisser l'inflation aussi bien dans les pays développés que dans les pays en développement. L'élément le plus frappant de cette libéralisation est la mobilité des capitaux compte tenu de son ampleur. Plus la mobilité des capitaux est importante, plus rapide devrait être l'effet disciplinant de la politique macroéconomique. Cela s'explique éventuellement par les coûts importants que les gouvernements anticipent et qui s'imposent à eux si les crises et dévaluations reposent sur des politiques inappropriées. En fait le rôle disciplinant des marchés peut modifier l'arbitrage entre gains immédiats et coûts futurs auxquels font face les gouvernements. En effet, les politiques expansionnistes génèrent des bénéfices qui précèdent les coûts incitant ainsi les gouvernements à mener des politiques contradictoires avec la soutenabilité du régime de change. Dans cette perspective, une forte mobilité des capitaux qui augmente la probabilité de crises de change futures devrait modifier cette incitation à des politiques exagérément expansionnistes. Pour beaucoup de marchés émergents, une relation positive entre le degré d'ouverture des marchés et la baisse de l'inflation a été établie. Les marchés étant fortement tournés vers l'anticipation d'inflation, ils sont incités à surveiller le gouvernement à travers la mise en place des politiques adéquates, pour dissuader l'inflation et éviter les risques d'attaques spéculatives et de fuites de capitaux. Mais le problème qui se pose est temporel. En effet, les marchés sanctionnent tardivement le gouvernement, ce qui conduit à des problèmes au niveau de la discipline à laquelle le gouvernement doit se conformer. Discipliner le gouvernement permet en effet de limiter les politiques économiques laxistes.

Il y a une relation entre les politiques monétaires courantes et les effets futurs, cette relation est d'autant plus rapide que la mobilité des capitaux augmente. Pourtant, les effets d'une politique monétaire expansionniste peuvent ne pas être immédiats et ne générer des crises qu'après quelques années. Par exemple, en se référant aux effets d'une telle politique sur le compte courant, il apparaît qu'une anticipation d'attaques spéculatives va provoquer une fuite de capitaux. Cela peut augmenter les coûts futurs prévus. L'idéal est alors d'adopter une politique monétaire très expansionniste compatible avec le maintien d'un taux de change administré. La sortie provoquée de capitaux spéculatifs sera à l'origine d'une augmentation des taux d'intérêt. Cette augmentation des taux d'intérêt va servir d'indicateur d'une part pour

alerter les investisseurs que le risque augmente, et d'autre part pour prévenir le gouvernement de la nécessité du changement et de mise en ordre de sa politique. Un gouvernement optimum va répondre à cet indicateur par des changements adéquats au niveau de la politique monétaire adoptée. Le comportement des marchés financiers aura ainsi apporté une discipline au niveau des politiques du gouvernement qui ne peut lui être que bénéfique, sans pour autant conduire à une crise. Mais l'attitude de ce gouvernement vis à vis du changement de sa politique n'est pas évidente, et c'est ce qui explique éventuellement la fréquence des crises. Les principales actions des marchés émergents en matière de libéralisation ont fait l'objet de plusieurs études. Parmi ces études, l'étude qui a été faite par Williamson et Mahar⁶⁴, même si les pays d'Amérique Latine et d'Asie du Sud Est ont commencé la libéralisation financière à la fin des années quatre-vingt, le secteur financier a connu, lui, une importante libéralisation entre 1992 et 1996. Cette période a été caractérisée en grande partie par une libre circulation des capitaux, un recul des contrôles sur les mouvements de capitaux, un important mouvement de privatisation, plus de flexibilité des taux de change, une élimination des contrôles de crédit. Dans ce contexte, la majorité des marchés émergents ont libéralisé leur compte de capital progressivement. Cette libéralisation a été effectuée tout en respectant la nécessité de la mise en place des conditions permettant d'éviter les entrées massives de capitaux, ce qui n'implique pas nécessairement la libéralisation des sorties de capitaux.

Selon Williamson l'importance des préconditions pour une libéralisation prudente des flux de capitaux entrants versus les flux sortants. Ces préconditions regroupent la mise en place des industries d'exportation non traditionnelles ; la discipline budgétaire ; un régime d'importation libéralisé et un système financier domestique libéralisé. Le maintien de quelques contrôles sur les flux de capitaux à court terme telles que les réserves appliquées sur les emprunts en devise, est aussi recommandé afin de se prémunir contre les massives entrées de capitaux. Pour Fisher et Reins (1992), la libéralisation à long terme des entrées de capitaux doit être adoptée dès le début du processus de la libéralisation. Dès lors plusieurs conditions doivent être remplies au fur et à mesure, notamment l'adoption d'une libéralisation commerciale au moins de 2 ans avant la suppression des contrôles de capitaux. Un déficit budgétaire moyen inférieur à 5 % du PIB dans les 3 ans conduisant à la suppression des contrôles ; l'introduction de la libéralisation financière domestique ; le libre accès au secteur bancaire quel que soit des banques domestiques et/ou étrangères ; la réduction de la part de l'Etat dans les banques à moins de 40 % au moins 2 ans avant la dérégulation ; et la présence

⁶⁴WILLIAMSON, J. et MAHAR, M, « A Survey of Financial Liberalization », *Essays in International Finance*, Princeton, No211, 1998, p-211.

d'un système de régulation prudentielles et de supervision ajusté au système financier fondé sur le marché. Toutes ces actions ont toutefois été interrompues par des situations délicates notamment les crises de change en 1994 et en 1997, témoignant ainsi de la fragilité et des lacunes du processus de libéralisation financière.

2-2-3- Pourquoi la libéralisation financière n'est-elle pas souhaitable ?

Les banques constituent des réserves obligatoires qui sont, dans les modèles néo-structuralistes, un obstacle à l'intermédiation financière. En effet, elles réduisent d'autant l'offre réelle totale de crédit pour les entreprises. Si on suppose, à la suite de Mac-Kinnon, que la libéralisation financière doit s'exercer au travers d'une augmentation du taux d'intérêt réel sur les dépôts, alors celle-ci ne peut avoir, dans les modèles néo-structuralistes, qu'un effet négatif sur la croissance. Une augmentation de ce taux, en effet, a deux conséquences majeures :

A - d'une part, elle accroît le coût du capital productif, ce qui conduit, compte-tenu des hypothèses, à une augmentation du niveau général des prix et à une baisse de l'investissement qui réduit le taux de croissance de l'économie ;

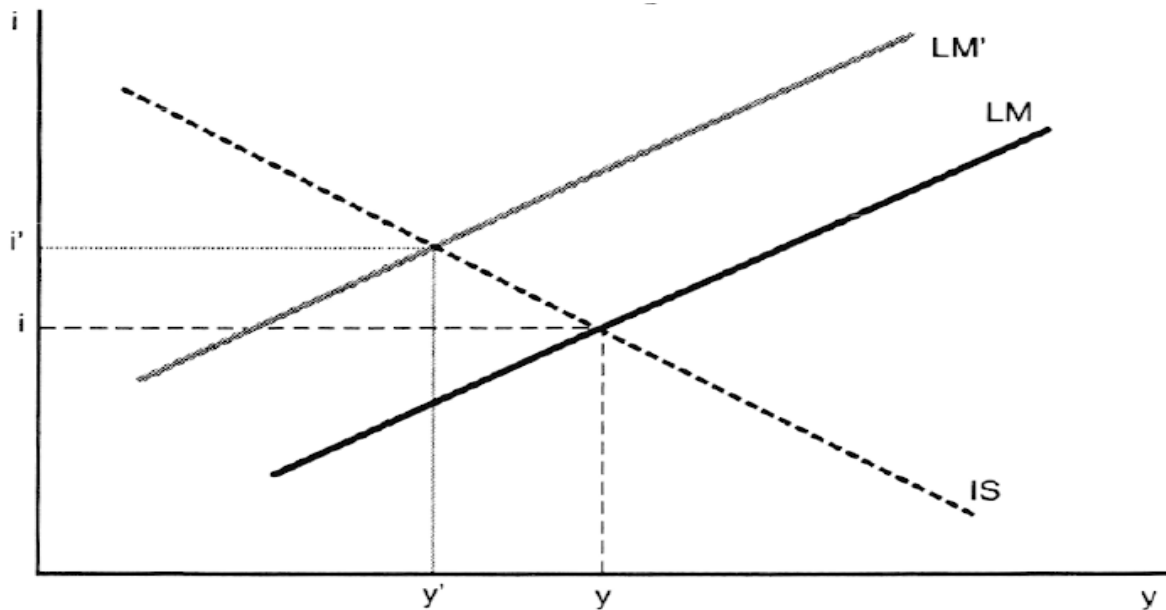
b- d'autre part, l'augmentation du taux d'intérêt peut réduire la demande d'encaisses monétaires, ce qui affecterait alors, à la baisse l'offre de prêts sur les marchés financiers informels, provoquant ainsi une augmentation du taux d'intérêt nominal sur le marché informel.

On voit ces résultats dans les modèles de Van Wijnbergen et de Taylor. Van Wijnbergen⁶⁵ construit son modèle inspiré de l'analyse de Tobin en termes de choix de portefeuille. Il suppose que la richesse réelle des agents (W) se partage entre la monnaie (CC), les dépôts bancaires à terme (TD) et les prêts directs au secteur productif sur les marchés informels (LH).

Les trois actifs sont supposés être substituables et dépendre des mêmes variables qui sont : le taux d'inflation θ , le taux d'intérêt nominal d'équilibre du secteur informel (i), le taux d'intérêt réel servi sur les dépôts à terme (r_{td}) et le revenu (y). Les effets d'une augmentation du taux d'intérêt réel servi sur les dépôts peuvent être présentés dans le graphique suivant.

⁶⁵VAN WIJNBBERGEN, S, «Interest Rate Management in LDC's», *Journal of Monetary Economics*, vol 12, n°3, 1983, p 433-452.

Graphique n°2 : Les effets d'une augmentation du taux réel sur les dépôts à terme.



Source: MAXWELL. J. Fry, *Money, Interest and Banking in Economic Development*, 2^{ème} édition, 1995, p92.

Une augmentation du taux réel servi sur les dépôts (rtd) n'affectant pas le marché des biens -qui ne dépend que du taux d'intérêt réel du secteur informel (i -) et du revenu (y)- IS ne varie pas. Par contre, il y a deux effets, contradictoires sur le marché de la monnaie. D'une part, la hausse de (rtd) accroît la demande d'encaisses monétaires et fait donc déplacer LM vers le haut (passage en LM'). D'autre part, il y a un effet de substitution entre la monnaie et les dépôts à terme : les agents ont tendance à se tourner vers les dépôts à terme au détriment de la détention d'encaisses monétaires. Cela provoque une hausse de l'offre de monnaie (le multiplicateur de la base monétaire s'accroît lorsque le ratio monnaie/dépôt diminue). L'effet net sur LM dépend du ratio de réserves obligatoires et des élasticités relatives des demandes de monnaie et d'actifs du marché non officiel par rapport au taux sur les dépôts à terme là on trouve de cas :

- si les agents substituent principalement dans leur portefeuille des dépôts à terme aux actifs du marché informel, alors, l'offre totale de fonds disponibles pour le secteur productif diminue car une partie de l'accroissement des dépôts à terme va venir alimenter les réserves obligatoires, ce qui va amputer d'autant l'offre de fonds prêtables. Dans ce cas, LM se déplace vers le haut (LM') et la hausse du taux servi sur les dépôts à terme se traduit par une hausse du taux nominal sur le marché informel (i passe en i') et par une baisse du revenu (passage de y à y'). On peut remarquer qu'une politique monétaire restrictive aura les mêmes effets néfastes.

- Si, au contraire, les agents substituent principalement des dépôts à terme à la détention d'encaisses monétaires, l'offre totale de fonds disponibles pour le secteur productif va augmenter (puisque l'offre de fonds prêtables du marché non officiel est peu touchée). La courbe LM va se déplacer vers le bas, ce qui va se traduire par une baisse du taux nominal du secteur informel et par une hausse du revenu.

Selon les néo-structuralistes, c'est le premier effet de substitution qui l'emporte. La libéralisation financière prônée par Mac-Kinnon et Shaw, et qui vise à accroître la rémunération réelle servie sur les dépôts bancaires, ne provoquerait que des effets néfastes. L'approche néo-structuraliste pose elle aussi, un certain nombre de problèmes. Les conclusions des modèles reposent, en effet, sur deux hypothèses fondamentales qui semblent peu satisfaisantes : l'efficacité du secteur informel dans l'allocation des ressources et la constitution systématique de réserves obligatoires par le système bancaire.

En ce qui concerne la capacité du secteur financier informel à allouer les ressources de manière optimale dans l'économie, la contribution du secteur informel à la croissance du revenu national paraît indiscutable dans certains pays comme Burkina-Faso qui représente près de 40% du PIB .Il n'y a pas de secteur financier informel homogène. Il s'agit plutôt d'une multitude de micromarchés géographiques n'ayant que peu de rapports entre eux et prenant des formes très différentes (tontines, prêteurs individuels...). Dans ces conditions, il paraît difficile de parler de taux d'intérêt unique d'équilibre du secteur non-officiel. D'autre part, G. Christensen⁶⁶ a tenté de montrer, que le secteur financier informel n'exerce pas réellement une activité d'intermédiation financière. En effet, l'intermédiation bancaire s'exerce au travers de deux fonctions principales : la mobilisation de l'épargne et le financement de l'activité (prêts et investissements) grâce à la transformation de ressources courtes en emplois longs. La plupart des intervenants du marché financier informel ne remplissent pas ces trois conditions en même temps : les prêts ont une maturité très courte et sont de faibles montants, ce qui implique des coûts de transactions élevés. Par ailleurs, on constate souvent une relative spécialisation de l'activité : la collecte de l'épargne ou l'activité de prêts. Toutes ces remarques remettent quelque peu en cause le postulat néo-structuraliste attribuant au secteur informel une grande efficacité quant à l'allocation des ressources.

Kapur revient sur la constitution de réserves obligatoires par le secteur officiel, Il prend en considération les conclusions des néo-structuralistes en affirmant que les réserves

⁶⁶CHRISTENSEN, G, «The limits to Informal Financial Intermediation», *World Development*, vol 21, n°5, 1993, p721-731.

détenues par le secteur bancaire officiel sont un gage de liquidité à court-terme et donc qu'elles accroissent la sécurité du système. L'avantage du secteur officiel, c'est sa liquidité. Si le secteur informel veut connaître la même sécurité, il doit, lui aussi, constituer des réserves. En l'absence de celles-ci, les agents courent un risque de liquidité important qui explique le niveau élevé des taux d'intérêt sur les marchés informels. Kapur conclut que, dans une économie où les secteurs financier officiel est libéré de ses contraintes, les agents vont détenir à la fois des actifs du secteur non officiel (moins liquides mais mieux rémunérés) et des dépôts bancaires. Cette conclusion est intéressante dans la mesure où elle admet une certaine complémentarité entre les deux secteurs. Par ailleurs, il faut souligner les trois avantages principaux du secteur informel : sa bonne implantation géographique dans des zones où il est difficile au secteur bancaire officiel de s'implanter compte-tenu des coûts, l'absence d'asymétrie d'information entre prêteurs et emprunteurs dans la mesure où les prêts ne sont accordés qu'à des individus membres de la communauté (village, quartier...etc.) où l'information circule très vite. Enfin, la faiblesse du risque d'aléa de moralité car le mauvais débiteurs risquent l'exclusion pure et simple de la communauté.

La libéralisation financière est inévitable pour l'ensemble des pays qui souhaitent tirer parti des bienfaits considérables : hausse de l'investissement, croissance plus rapide et amélioration du niveau de vie d'une participation élargie au système économique mondial ouvert en cette ère moderne de la technologie et des communications. Les avantages d'une meilleure allocation des ressources et une augmentation de l'efficacité dans le secteur financier doivent être mis en balance avec les éventuels effets de la déréglementation sur la stabilité financière. L'analyse des crises individuelles suggère que des politiques macroéconomiques inadéquates, un système prudentiel déficient et des distorsions microéconomiques ont contribué d'une manière importante aux troubles financiers vécus.

* *

*

Quelques économistes présentent la libéralisation du secteur financier comme un moyen efficace pour accélérer le développement financier et la croissance économique des pays. Cette nouvelle stratégie financière a trouvé un champ national et international propice pour son développement basé sur deux critères : la transformation de l'environnement

économique à travers la naissance et le développement de nouveaux marchés financiers et de nouveaux territoires de la finance mondiale (Bourse et Zone financières extraterritoriales), ainsi, que la mutation technologique et l'évolution du comportement des différents acteurs économiques. Ainsi, plusieurs pays ont mis en place et appliqué des politiques différentes de libéralisation financière mais toutes centrées sur la libre circulation des capitaux qui ont pris plusieurs formes (Flux de dette, IDE et Investissement). La libre circulation des capitaux influence la croissance. La libéralisation financière peut également influencer directement la croissance à travers la stimulation du secteur financier grâce à l'effet d'apprentissage résultant de l'ouverture du secteur bancaire domestique à la concurrence étrangère. Malgré ces arguments en faveur de la libéralisation financière et leurs justifications théoriques, le débat n'a pas cessé d'attirer des opposants qui ont dénoncé les effets controversés de la libéralisation des mouvements de capitaux sur la stabilité économique et l'ont désignée comme l'une des origines des crises financières violentes aux lourds coûts économiques et sociaux

DEUXIEME PARTIE

**La zone euro et la crise du system financier et
monétaire international : causes et
conséquences.**

Dans la deuxième partie, nous cherchons à bien expliquer les différentes formes de crise et leurs causes notamment la crise des subprimes (troisième chapitre). Ceci nous permet ensuite d'étudier l'impact de la crise des subprimes de 2008 sur la zone euro (quatrième chapitre). L'accent est mis sur les effets de cette crise sur le système financier et monétaire des trois pays de cette zone (France, Allemagne, Grèce) L'analyse nous permet de mettre le point sur les différentes conséquences de la crise dans la zone euro et aussi de tirer des leçons pour l'avenir du système financier et monétaire international.

TROISIEME CHAPITRE

La crise du système financier

Les accords de Bretton Woods sont des accords économiques qui ont été signés le 22 juillet 1944 à Bretton Woods dans le New Hampshire, aux Etats-Unis. Ces accords ont été conclus à l'issue d'une conférence internationale qui a duré trois semaines (du 1er au 22 juillet 1944) et qui a réuni 730 délégués représentant les 44 nations alliées. La conférence internationale de Bretton Woods avait pour principal objectif de mettre en place une nouvelle organisation monétaire mondiale et de favoriser la reconstruction et le développement économique des pays touchés par la guerre. Le système Bretton Woods était basé sur la convertibilité en or de la monnaie centrale⁶⁷, le dollar, sur la fixité des taux de change et sur la solidarité entre les signataires.

Deux institutions internationales ont été créées lors des accords de Bretton Woods : Le Fond Monétaire International⁶⁸ « FMI » qui a été initialement créé afin d'assurer la stabilisation des monnaies et de fournir des crédits en cas de crises. La Banque Mondiale avait quant à elle pour objectif de faciliter la reconstruction des économies européennes. Elle a aujourd'hui réorienté sa mission vers l'aide aux pays en voie de développement. Un troisième organisme chargé du commerce international aurait dû être créé à Bretton Woods. Il a finalement vu le jour en 1995 avec la création de l'Organisation mondiale du commerce « OMC ». Bretton Woods a favorisé la reconstruction et le développement économique des pays touchés par la guerre avec la Banque internationale pour la reconstruction et le développement « BIRD ». Mais malgré ces institutions, le monde a connu plusieurs crises dont on va, dans ce chapitre, chercher à bien expliquer ses différentes formes et leurs causes surtout la crise des subprimes.

⁶⁷Selon Les accords de Bretton Woods, toutes les monnaies sont définies en dollar et seul le dollar est défini en or (une once d'or pour 35 dollars).

⁶⁸FMI créé en 1944 par la conférence de Bretton Woods, le FMI a organisé le système monétaire international. Son rôle est aujourd'hui de combattre les désordres monétaires internationaux. Pour cela, il finance par des prêts les déficits des balances des paiements des pays membres à conditions que ces pays mettent en œuvre des mesures pour rétablir leur équilibre extérieur.

3-1-L'évolution du système financier et monétaire international :

Le système financier et monétaire international a connu une forte mutation depuis sa mise en place.

Avant les accords de Bretton Woods :

En 1914 et avec la guerre, les gouvernements mettent en place un système de contrôle des changes et abandonnent l'obligation de convertir leurs monnaies en or.

De 1918 à 1922, L'hyperinflation⁶⁹ fait son apparition après la guerre, les taux de change flottent librement, c'est-à-dire que le prix d'une monnaie résulte de la confrontation de l'offre et de la demande. Un épisode aux conséquences parfois fâcheuses comme l'illustre l'hyperinflation apparue dans plusieurs pays, notamment en Allemagne.

En 1922 La conférence de Gênes crée le premier système d'étalon de change or. Les Etats peuvent alors émettre de la monnaie en contrepartie d'une devise de référence dite « étalon » convertibles en or. L'étalon fut la livre jusqu'en 1931 et ensuite le dollar. Ce système fonctionne avec plus ou moins de succès. Il n'empêchera pas l'émergence de la crise de 1929.

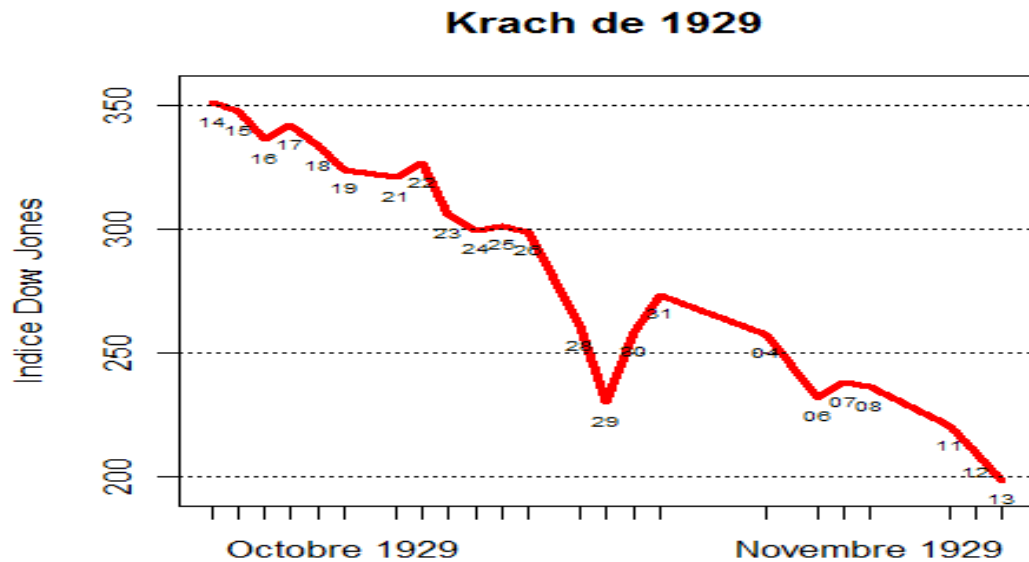
La crise économique et financière survenue de 1929 à la bourse de New York City est la crise la plus grave de l'histoire contemporaine. En l'espace de quelques mois, elle précipitera 25% des américains à la soupe populaire, causera le chômage de 30 millions d'euro péens, favorisera l'arrivée au pouvoir d'Hitler et sera l'une des causes principales de la Seconde Guerre Mondiale. Le 24 octobre 1929 il a eu le krach qui se présente par la surproduction industrielle, spéculation boursière et excès de crédit et qui conduisent à la journée du « jeudi noir ». 13 millions d'actions sont mises en vente. Les cours s'effondrent. Suit une grave crise économique et bancaire aux Etats-Unis et dans le monde entier comme le montre le graphique n°3.

Malgré la bonne santé affichée par l'économie américaine à la fin des années 1920, les bases de la croissance apparaissaient de plus en plus fragiles en raison de la surproduction industrielle, de la spéculation boursière, de l'endettement généralisé et de la persistance de la crise de l'agriculture. À l'annonce de la baisse des prix et des bénéfices industriels, à la mi-octobre 1929, certains spéculateurs décidèrent de vendre leurs actions pour empocher une

⁶⁹L'hyperinflation est, en économie, une forme atypique d'inflation qui se manifeste par une hausse extrêmement rapide des prix qui tend à éroder la valeur réelle de la monnaie d'un pays

plus-value au moment où les cotations boursières de Wall Street (New York) étaient encore à un niveau élevé.

Graphique n°3 : L'indice Dow-Jones⁷⁰ pendant le krach de 1929.



Source :Wikipédia , juin 2009.

Le cours des actions diminua rapidement, entraînant une panique qui culmina le 24 octobre, jour où 16 millions de titres furent proposés à bas prix sur le marché, sans trouver de preneurs. Après un temps d'arrêt, l'effondrement des cours s'étendit à toutes les valeurs et toucha même les symboles de l'industrie américaine. Des centaines de milliers de petits actionnaires se trouvèrent ruinés. Les banques, qui avaient multiplié les crédits depuis plusieurs années, ne purent récupérer leurs fonds auprès des personnes endettées, alors que, dans le même temps, ceux qui avaient de l'argent en dépôt se mirent à le retirer. Ne disposant pas des sommes nécessaires pour les rembourser, beaucoup de banques firent faillite. Ce manque de liquidités entraîna une diminution des investissements industriels et de la consommation de produits manufacturés et agricoles. En trois ans, la plupart des banques américaines fermèrent leurs portes.

⁷⁰Le Dow Jones Industrial Average (abrégé en DJIA et souvent raccourci en Dow Jones) est le plus vieil indice des bourses de New York et le plus vieil indice boursier du monde. Cet indice est la propriété de Dow Jones Indexes, une coentreprise détenue à 90 % par CME Group (est une entreprise financière américaine issue du Chicago Mercantile Exchange, elle est la principale entreprise au monde de bourse d'échange de marché à terme) et à 10 % par Dow Jones and Company (est une entreprise d'édition et d'information financière, qui est une filiale de News Corporation et publie des titres de presse célèbre, comme le Wall Street Journal et le magazine Barron's). L'indice a été créé quand les journalistes Charles Dow (1851-1902) et Edward Jones quittèrent une agence de presse financière, le Wall Street Financial News Bureau, pour créer la société Dow Jones et peu à peu estimer que les valeurs industrielles ont le plus fort potentiel de la Bourse.

La crise s'étendit au monde entier lorsque les banques américaines réclamèrent le remboursement de leurs prêts à l'étranger et rapatrièrent les capitaux qu'elles avaient investis. L'Autriche fut la première touchée, avec la faillite de la banque Kreditanstalt. En Allemagne, la faillite de la Danat Bank, en juillet 1931, provoqua l'effondrement du système bancaire. La baisse des prix des produits manufacturés, inégale selon les pays et les secteurs, fut un phénomène général. Elle atteignit environ 30 % de 1929 et 1932. Dans l'agriculture, déjà en crise depuis une décennie, la baisse atteignit 65% pour les prix de gros des denrées agricoles. Conséquence logique de la surproduction des années 1920, la production industrielle et agricole s'effondra. Des stocks entiers de blé sur pied et de voitures invendues furent détruits. Les pays dont la croissance avait été dépendante des investissements étrangers (Allemagne, Pologne) et ceux où le crédit avait explosé (États-Unis, Canada) furent les premiers touchés. Très endetté et ne pouvant rapatrier ses capitaux investis en Allemagne, le Royaume-Uni dut abandonner la référence de l'étalon-or pour sa monnaie qui fut dévaluée de 40 p. 100 en septembre 1931. La chute de la livre sterling ⁷¹provoqua par contrecoup celle d'une trentaine de monnaies qui lui étaient liées (Scandinavie, Portugal, Égypte, etc.). Les flux financiers internationaux étaient totalement désorganisés et le commerce mondial sombra dans le marasme. Le commerce international commença à décliner à partir de 1930 et atteignit son point le plus bas en 1932, les dévaluations monétaires et les mesures protectionnistes prises par les différents gouvernements ne faisant qu'accroître la récession. Restée relativement à l'écart du marasme mondial en raison de sa faible insertion dans le système bancaire international, la France fut touchée par la crise en 1932, à cause de la dévaluation de la livre britannique qui mit à mal la stabilité du franc. La baisse des prix agricoles commencée en 1930 s'accéléra et la chute des exportations provoqua une baisse de la production industrielle. En 1933, le pays comptait déjà 1,5 million de chômeurs. Les mesures prises par les gouvernements radicaux (subventions aux entreprises en difficulté, barrières douanières, encouragement à la baisse de la production agricole) ne purent enrayer la crise, mais compromirent les finances publiques.

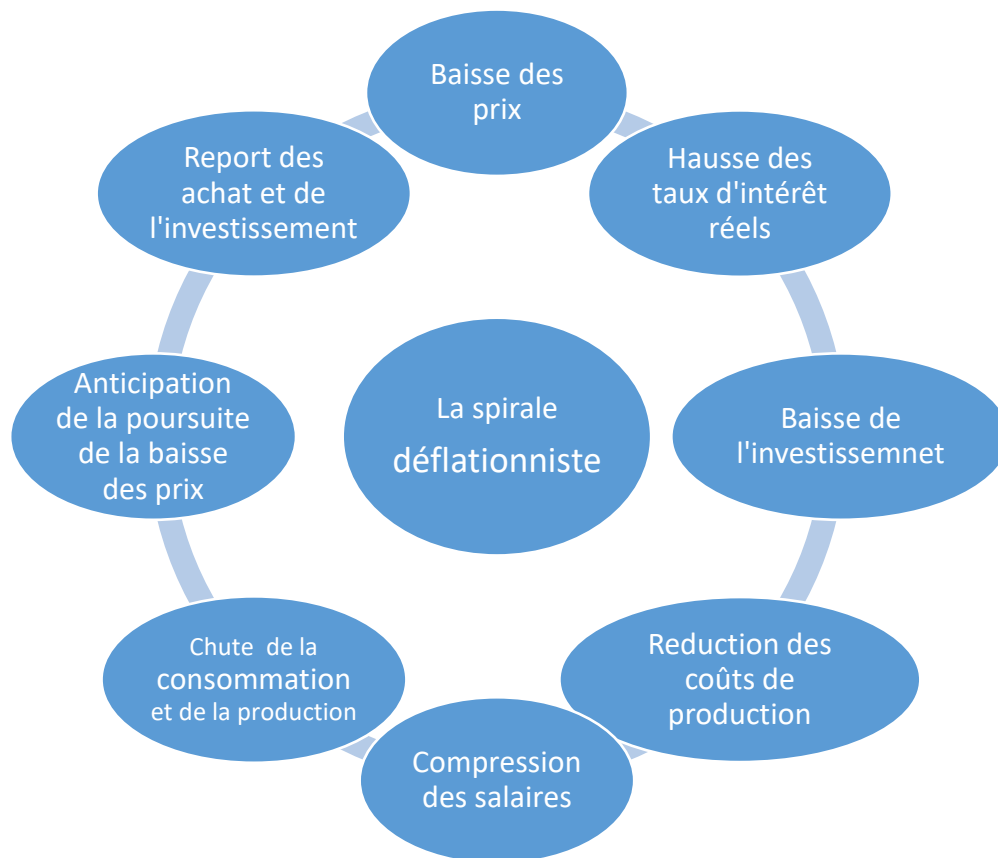
Sur le plan humain, l'accroissement du chômage, estimé à 30 millions de personnes à la fin de 1932 contre 10 millions trois ans plus tôt, fut l'aspect le plus tragique de la crise. Les ouvriers, mais aussi les employés, en furent les principales victimes. En Allemagne et en France, les classes moyennes (cols blancs, artisans, commerçants, petits industriels)

⁷¹La livre sterling, appelée pound sterling en anglais, est l'unité monétaire du Royaume-Uni de Grande-Bretagne et d'Irlande du Nord. Elle est donc utilisable en Ecosse et en Irlande du Nord, alors qu'Irlande du Sud a adopté l'euro.

s'appauvrirent et firent chuter la consommation. Le malaise social se répandit dans tous les pays. Au milieu des années 1930, on estimait qu'un cinquième de la population britannique était sous-alimentée. En 1934 eut lieu la plus célèbre des marches contre la faim, qui conduisit les chômeurs de Jarrow, au nord-est de l'Angleterre, à Londres. Aux États-Unis, la sécheresse frappa une partie des régions du Midwest et du Sud-Ouest, et la région devint célèbre sous le nom de Dust Bowl (désert de poussière).

Dans le début des années 30, exactement en 1931, Allemagne et Japon instaurent un contrôle des changes, la Grande-Bretagne suspend la convertibilité de la livre en or et crée la zone sterling. En 1933, les Etats-Unis font de même et créent une zone dollar. La France abandonne la convertibilité du franc en or en 1936. Partout, les dirigeants tentent d'endiguer la crise par des dévaluations monétaires et du même coup accélèrent les spirales déflationnistes⁷². Ce dernier est défini comme suivant dans ce schéma.

Schéma n°1 : schéma représentatif de la spirale déflationniste



Source :JEAN-FRANÇOIS Goux, *Inflation, Désinflation, Déflation*, Dunod, Paris ,1998

⁷²Une spirale déflationniste ou cercle déflationniste désigne un phénomène économique dans lequel une situation déflationniste engendre un cercle vicieux qui maintient ou accroît cette déflation.

La spirale déflationniste est liée alors à l'effondrement spectaculaire du commerce international, au chômage massif qui provoque la dépression du pouvoir d'achat à un moment où il n'existe pas de salaire social, à la réduction de la production et à la chute des investissements de plus d'un tiers aux États-Unis.

Après les accords de Bretton Woods :

En 1944 : les Accords de Bretton Woods qui ont été signés le 20 juillet lors de la première conférence financière internationale des Nations unies se réunit à Bretton Woods qui consacrent le dollar. Selon le nouveau système monétaire, chaque Etat doit assurer la convertibilité de sa monnaie et une parité fixe en or ou en dollars américains, avec une marge de fluctuation de 1%. En fait, le système consacre la puissance des Etats-Unis et du dollar. L'objectif initial de cette rencontre internationale était, au sortir de la Seconde Guerre mondiale, la reconstruction au travers d'une série de programmes de stabilisation monétaire et de prêts pour les infrastructures des pays ravagés par la guerre. En 1946, le système était complètement opérationnel grâce à la Banque internationale pour la reconstruction et le développement (BIRD, la Banque mondiale) et au Fonds monétaire international (FMI), tous deux nouvellement créés. Une première mondiale Ce qui rend les accords de Bretton Woods si intéressants pour nous aujourd'hui, c'est que le programme pour une politique monétaire internationale se fondait sur des pays s'étant mis d'accord pour adhérer à un étalon-or mondial. Chaque pays signataire des accords promettait de maintenir sa monnaie dans une fourchette de valeurs proches de celle de l'or.

En 1945 : Création du FMI et de la Banque mondiale : Les Accords de Bretton Woods prévoient la création du Fonds monétaire international et de la Banque internationale pour la reconstruction et le développement (Bird), ancêtre de la Banque mondiale. Le 3 octobre 1969, un amendement aux Accords de Bretton Woods permet la création de Droits de tirage spéciaux (DTS), panier de devises fortes qui est la nouvelle unité de compte du FMI, et le nouvel instrument de paiement visant à remplacer l'or. Le FMI créé ainsi sa monnaie, ce qui lui avait été refusé à sa création.

- a- Le FMI : Il s'agit du *Fond Monétaire International* qui a été créé en juillet 1944 par les accords de Breton Woods et dépend des Nations Unies. Installé à Washington, le FMI est alimenté par les pays membres selon leur richesse. Il joue un rôle de stabilisateur à l'égard des monnaies et accorde des prêts aux pays connaissant des difficultés passagères.

b- BIRD : Il s'agit de la Banque Internationale pour la Reconstruction et le Développement ; on parle aussi de Banque mondiale. Cette banque est créée en 1945 suite aux accords de Bretton Woods (juillet 1944) et dépend de l'ONU⁷³. Elle est chargée dans le contexte de la fin de la Seconde Guerre d'aider les pays dévastés à se reconstruire. Elle aide aujourd'hui les pays en voie de développement. Aujourd'hui, la BIRD (qui comprend 187 pays membres) a pour objectif de réduire la pauvreté dans les pays à revenu intermédiaire et dans les pays plus pauvres mais solvables par le biais de ses prêts et de ses garanties, de ses instruments de gestion des risques et de ses services d'analyse et de conseil.

Elle a trois principaux domaines d'activité⁷⁴ :

- Les services axés sur la stratégie et la coordination
- Les services financiers
- Les services axés sur le savoir :
 - Évaluations de la pauvreté
 - Examens sociaux et structurels
 - Examens des dépenses publiques
 - Rapports sectoriels
 - Mémoires économiques sur les pays
 - Échanges de connaissances

Pour accroître l'impact de son action dans les pays à revenu intermédiaire, la BIRD collabore étroitement avec la Société financière internationale (IFC), l'Agence multilatérale de garantie des investissements (MIGA), le Fonds monétaire international (FMI) et d'autres banques multilatérales de développement.

c- Le DTS : Il s'agit des Droits de tirage spéciaux qui a été créé par le FMI en 1969 comme avoir de réserve international complémentaire dans le cadre du système de parités fixes de Bretton Woods. Tout pays adhérent au système devait disposer de

⁷³L'Organisation des Nations Unies est un organisme international créé le 26 juin 1945 lors de la Conférence de San Francisco. Après le traumatisme de la Seconde Guerre mondiale, son but est de remplacer la SDN Société Des Nations et de mettre en place une coopération internationale plus efficace pour garantir la paix. Cette organisation doit aussi permettre de mener à bien des actions en faveur du développement.

⁷⁴ Le dico du commerce international.

réserves officielles, avoirs en or de l'État ou de la banque centrale et devises largement acceptées qui pouvaient servir à racheter sa monnaie nationale sur les marchés des changes internationaux, au besoin, pour maintenir son taux de change. Mais l'offre internationale de deux grands avoirs de réserve, l'or et le dollar, s'est révélée insuffisante pour favoriser l'expansion du commerce et des flux financiers internationaux à laquelle l'on assistait alors. La communauté internationale a donc décidé de créer un nouvel avoir de réserve mondial sous les auspices du FMI. Quelques années à peine après la création du DTS, le système de Bretton Woods s'est effondré et les grandes monnaies sont passées à des régimes de taux de change flottant. Par la suite, l'expansion des marchés de capitaux internationaux a permis aux gouvernements solvables d'emprunter plus facilement et de nombreux pays ont accumulé des volumes importants de réserves internationales. De ce fait, le recours au DTS comme actif de réserve mondial a diminué. Toutefois, plus récemment, les allocations de DTS de 2009 d'un montant total de 182,6 milliards de DTS ont été déterminantes pour approvisionner le système économique mondial en liquidités et pour compléter les réserves officielles des pays membres sur fond de crise financière mondiale. Le DTS n'est pas une monnaie, et il ne constitue pas non plus une créance sur le FMI. Il représente en revanche une créance virtuelle sur les monnaies librement utilisables des pays membres du FMI. Les détenteurs de DTS peuvent se procurer ces monnaies en échange de DTS de deux façons : premièrement, sur la base d'accords d'échange librement consentis entre pays membres ; deuxièmement, lorsque le FMI désigne les pays membres dont la position extérieure est forte pour acquérir des DTS de pays membres dont la position extérieure est faible. Outre son rôle d'avoir de réserve complémentaire, le DTS sert d'unité de compte du FMI et de plusieurs autres organisations internationales.

Entre 1957-1971 : les Accords de Bretton Woods montrent leurs limites. Ce fut l'un des événements les plus marquants de l'année 1971. A partir de 1957, le système se désagrège peu à peu du fait des poussées inflationnistes aux Etats-Unis qui entraînent une perte de confiance dans le dollar. A la fin des années 60, le dollar fluctue énormément, mouvements que les banques centrales ne parviennent plus à arrêter. Les Etats-Unis sont alors contraints de mettre fin à la convertibilité du dollar en or le 15 août 1971. En décembre 1971, les accords de Washington prévoient une dévaluation du dollar et un élargissement des marges de fluctuation des monnaies de 2,25% au lieu de 1%. Le 18 décembre exactement, la conférence

de Washington au Smithsonian Institute a signé la fin du système monétaire international de Bretton Woods. L'accord du Smithsonian Institute prévoit l'inconvertibilité or du dollar et la dévaluation de la monnaie américaine de 7,89%, ce qui fait passer l'once d'or de 35 à 38 dollars. Il passe aussi par la réévaluation de plusieurs monnaies étrangères par rapport au dollar. C'est notamment le cas du yen (+16,88%) ; du deutsche mark (+13,57%) et du franc belge (+11,57%). Alors ils ont mis fin au système de Bretton Woods parce que, pour la première fois, les Etats-Unis ont accusé un déficit commercial qui a provoqué une vague de fuite devant le dollar. Face à cette situation critique, le président Nixon, a été forcé, le 15 août d'annoncer des décisions spectaculaires : outre la fin de la convertibilité en dollar (qui dans les faits n'existait plus que pour les banques centrales depuis 1968), l'hôte de la Maison Blanche annonce l'imposition d'une taxe sur les importations et le blocage des prix et des salaires. A ses partenaires et alliés, le président Nixon impose des concessions commerciales et demande à plusieurs pays notamment le Japon et la RFA « République fédérale d'Allemagne » ou Allemagne de l'Ouest de revaloriser leurs monnaies. Le "coup Nixon" sème la panique sur le marché des changes. Tous les grands pays mettent leur monnaie en flottement pour ralentir l'entrée massive de dollar. Washington est alors en position de force pour imposer en décembre l'accord du Smithsonian Institute.


En 1972 la création du serpent monétaire européen : Le serpent monétaire européen est créé pour maintenir des marges de fluctuation étroite entre les monnaies entre les pays membres de la Communauté économique européenne. Pour chaque monnaie, un seuil d'intervention à la vente et un seuil d'intervention à l'achat, en fonction du taux de change par rapport à chacune des autres monnaies, étaient définis. Ainsi, une monnaie ne pouvait pas fluctuer par rapport à une autre de plus ou moins 2,25 % autour de sa parité bilatérale.

En 1973 le flottement des monnaies⁷⁵ se généralise : En mars 1973, le système des taux de change fixe s'écroule définitivement. Les banques centrales européennes refusent de continuer à soutenir le dollar et renoncent désormais à être rattachées au billet vert. Le régime de changes flottants est adopté. Encore en vigueur aujourd'hui, il fut entériné par les accords de la Jamaïque le 8 janvier 1976. Depuis 1973, le système monétaire international peut être décrit comme un non-système. Les pays peuvent choisir pratiquement toute politique de change qu'ils souhaitent. Il existe donc tout un spectre de régimes de change, allant des

⁷⁵Il y a flottement des monnaies lorsqu'il n'y a plus de restriction aux fluctuations des taux de change. Il y a donc abandon des taux fixes.

changes fixes aux changes purement flottants. Le découpage officiel du FMI prend en compte quatre régimes comme le montre le tableau suivant :

Tableau n°3 : Les quatre régimes du découpage officiel du FMI

		Régime	Caractéristiques
Flottement pur  Changes fixes		Flottement indépendant	Le pays confie au marché la libre fixation de son taux de change et s'abstient de toute intervention
	Flottement organisé	Flottement dirigé	Le flottement est plus ou moins contrôlé par divers ajustements et interventions, de façon à limiter les désalignements du change. L'intervention n'est pas systématique et n'obéit pas à une norme précise.
		Flexibilité limitée	Le flottement est étroitement limité selon une norme précise : bandes de fluctuation, parités glissantes, etc.
		Changes fixes	Le pays fixe son taux de change par rapport à une devise ou par rapport à un panier composé de plusieurs devises : dollar, euro ou yen

Source :FMI .

Chaque pays a le droit de choisir le régime qu'il désire et qui soit bénéficière à son économie. De 1973 au 1985 passer d'un dollar faible au « dollar fort » : De 1973 à 1979, le dollar continue sur sa lancée et se déprécie régulièrement et considérablement par rapport au Deutsche Mark, perdant près de 50% de sa valeur. La violente remontée des taux d'intérêt décidée à la fin de 1979 par le nouveau gouverneur de la banque centrale américaine, Paul Volcker⁷⁶, pour combattre avec succès l'inflation, inverse la tendance. Celui-ci décide d'inverser la politique monétaire américaine : il relève le taux d'intérêt et le taux de change du dollar. Les objectifs de cette nouvelle politique sont : lutter contre l'inflation et stopper le processus de dépréciation du dollar par rapport aux autres devises. Pour cela, la FED Réserve fédérale des États-Unis décide du relèvement du taux d'escompte à un niveau record (12 %) et de l'obligation des réserves obligatoires que doivent constituer les banques auprès de la FED. Par ailleurs, la mission prioritaire de l'intervention des autorités monétaires change de sens. Elle n'est plus de régulariser l'évolution des taux d'intérêt, mais de limiter quantitativement

⁷⁶Paul Volcker est un économiste américain, Il est connu pour être celui qui à la tête de la Réserve fédérale a vaincu la stagflation des années 1970 aux États-Unis grâce à une limitation de la croissance de la masse monétaire et la hausse des taux d'intérêt, conformément aux prescriptions monétaristes.

l'expansion de la masse monétaire. Cette politique monétariste sera encore rendue plus rigoureuse en 1981. La pénurie de liquidités intérieures résultant de cette politique fait encore monter, mécaniquement cette fois, les taux d'intérêt américains ; ces taux d'intérêt élevés, en attirant les capitaux étrangers, entraînent une très forte appréciation du dollar. Il faut souligner que ce changement de la politique américaine ne relève pas d'une péripétie extérieure à la crise, il participe de cette crise. Du fait de l'instabilité généralisée de l'économie mondiale, les " fondamentaux " (réels) influent désormais moins sur les taux de change que les mouvements de capitaux. Ce n'est donc plus en fonction de l'équilibre interne (réel) que l'on fixe le taux d'intérêt, on le manipule selon le taux de change désiré⁷⁷. Le résultat de la politique Volker est le relèvement du taux d'intérêt et, de là, celui du taux de change du dollar : le taux d'intérêt nominal à court terme saute de 7,4 % en 1978 à 14 % en 1981, le taux à long terme de 7,9 à 12,9. Le taux de change du dollar (en Ecu) s'élève de 29,9 % entre 1978 et 1982, de 66,9 % entre 1978 et 1985 contre le franc, alors le taux de change du dollar avait régressé de plus de 20 % entre 1969 et 1980, il progresse de plus de 100 % entre 1980 et 1985 . Une partie importante de la dette était souscrite à taux variable, et libellée en dollar : le renversement de la politique américaine bouleversait donc radicalement les données de la dette.

Septembre 1985 les Accords du Plaza : Après les premières crises liées à la dette en Amérique latine et les faillites à répétition des caisses d'Épargne américaines, les accords du Plaza visent à organiser un repli du dollar. Ces accords sont un accord sur les taux de change qui ont été signé le 22 septembre 1985 entre les États-Unis, le Japon, l'Allemagne de l'Ouest, le Royaume-Uni et la France (le G5). Ces pays acceptent, entre autres choses, d'intervenir sur le marché des changes afin de déprécier le cours du dollar américain par rapport à ceux du yen et du mark allemand. L'effet est immédiat et spectaculaire. En à peine quinze mois, le dollar efface tous ses gains par rapport au Deutsche Mark. Les raisons de la nécessité de cette dépréciation est d'arrêter la bulle spéculative sur le dollar américain ;réduire le déficit américain de la balance courante, qui avait atteint 3,5 % du PIB ; diminuer les excédents commerciaux du Japon, et stopper la croissance inquiétante de ses investissements, en particulier immobiliers, aux États-Unis et appuyer la baisse du taux de chômage américain, encore élevé, qui avait atteint un niveau record en 1982. Résultat, le dollar perd la moitié de sa valeur en à peine deux ans. Il passe de 9 à 5 francs et de 260 à 150 yens. L'accord de Plaza a eu l'effet escompté sur le taux de change du dollar, par rapport au mark. En à peine quinze mois, le dollar efface tous ses gains par rapport au Deutsche Mark et en fin 1986, il se

⁷⁷MAURICE Byé et GERARD de Bernis, *Relations économiques internationales*, 5ème éd., Dalloz, Paris, 1987.

retrouve à son plus bas niveau historique, celui de 1979, et surtout par rapport au yen le taux de change baissa de 51 % en deux ans.

22 février 1987 signature des Accords du Louvre : Désireux de stopper la machine infernale qu'ils ont mise en route et tenter d'enrayer la baisse du dollar, les pays du G6 « États-Unis, Japon, Allemagne, France, Royaume-Uni, Canada » (G7 moins l'Italie) signent à Paris les Accords du Louvre. Mais après une pause, le dollar va continuer pendant dix ans, tendanciellement, à se déprécier. Le but de ces accords est de réduire la volatilité des changes, par la mise en place de procédures renforcées dans la gestion des taux de change. Ils sont destinés à enrayer la baisse du dollar, qui a été déclenchée par les accords du Plaza en septembre 1985. Malgré cela, après une pause dans le courant de l'année 1987, le dollar va continuer à se déprécier⁷⁸. L'échec des accords du Louvre contribua en partie à provoquer le krach d'octobre 1987 où la bourse de New York enregistre une chute de 23 % de l'indice Dow Jones en l'espace d'une séance. C'est le BlackMonday « lundi noire » en référence au BlackThursday du 24 octobre 1929. Cette crise a montré que le marché dérégulé et livré à lui-même constitue un risque pour sa propre stabilité. Heureusement, ce krach fut sans lendemain et l'activité économique va ainsi rapidement rebondir..

En 1992 la crise du Système monétaire européen (SME) : A partir du printemps 1992, le Système monétaire européen⁷⁹ créé en 1979 subit une violente crise spéculative appelé *Black Wednesday* "Mercredi noir" où la lire et la livre sterling sortent du dispositif de fixité le 17 septembre. La crise se poursuit jusqu'en 1993, avec les fortes dévaluations de la punt irlandaise 10%, de la peseta espagnole 8% et de l'escudo⁸⁰ 6,5%. Cette crise tient à la conjugaison de facteurs politiques et économiques. En outre, le S.M.E. se trouve alors dans une configuration très instable, entre réajustements possibles et souhaitables de parités et parités irrémédiablement fixées. La crise permet d'effectuer les rattrapages de compétitivité-prix en corrigeant la surévaluation de certaines devises mais, dès la fin de juillet 1993, les attaques contre le franc français se multiplient. Elles s'expliquent non pas, comme à l'accoutumée, par une dégradation des fondamentaux traditionnels (inflation, déficit public, solde extérieur), mais par des interrogations sur la « soutenabilité » de la politique menée par

⁷⁸MICHEL Beine, Sebastien Laurent, « Revue économique », *Sciences Po University Press*, Vol. 51, No. 3, mai 2000.

⁷⁹ Le Système monétaire européen a été créé le 13 mars 1979. Son objectif est de stabiliser les monnaies européennes. Il repose sur trois piliers qui sont : l'encadrement des marges de fluctuations autour d'un cours monétaire ; le mécanisme de change qui assure un lien solide entre les monnaies nationales et le système de crédit qui gère la solidarité monétaire des pays.

⁸⁰L'escudo est le nom de la monnaie nationale de plusieurs États, dont la plupart sont d'anciennes colonies portugaises.

Paris, eu égard à la dégradation de la situation de l'emploi. Un nouveau dispositif est mis en place par les ministres des Finances des Douze qui élargissent considérablement les marges de fluctuation à 15%, dans un sens comme dans l'autre, pour mettre fin aux attaques spéculatives qui ont fait plonger toutes les monnaies par rapport au deutsche Mark. La faisabilité de l'Union économique et monétaire est alors mise en doute, mais les turbulences monétaires ne feront que renforcer la détermination politique des États membres à mener à bien leur projet d'union.

1994 la crise du peso mexicain : appelée couramment crise « *Tequila* » et considéré comme *la première crise financière du XX^e siècle*. Fin 1994, la forte inflation pèse sur la compétitivité et les comptes extérieurs du Mexique. Les sorties de capitaux s'accroissent et le peso dévalue. Les autorités sont contraintes de dévaluer la monnaie puis de l'abandonner à un flottement libre. Du même coup, il devient plus coûteux pour les Mexicains de rembourser leurs dettes en devises étrangères, ce qui paralyse le système financier et l'économie. Contre les pressions à la baisse sur le peso induite par les retraits de capitaux, le gouvernement défendit sa monnaie en puisant dans sa réserve de change, mais sans parvenir à restaurer la confiance des investisseurs. Peu après les élections, le 20 décembre 1994, la nouvelle équipe au pouvoir décide de dévaluer le peso de 15%. Cette décision, qui révèle au monde l'ampleur de la crise financière du Mexique provoque une crise de confiance et de sortie des capitaux. En quelques jours, après le 20 décembre 1994, les réserves de change furent ramenées de 29 à 6 milliards de dollars. Rapidement le peso chute de plus de 50 % passant de 3,44 pesos à 7,66 pour un dollar et la bourse du Mexique s'effondre. La crise se répercute dans le monde entier, et notamment en Amérique du Sud. En réponse à un appel pressant du trésor américain, le FMI accepte d'apporter au Mexique 18 milliards de dollars en complément d'un prêt de 20 milliards de dollars par les États-Unis. En tout, les montants financiers engagés par le plan du sauvetage international furent sans précédent, 50 milliards de dollars afin de garantir tous les créanciers étrangers.

En 1997 la crise asiatique : Le 2 juillet 1997, les autorités thaïlandaises décident de laisser flotter le bath. La monnaie chute et entraîne avec elle la roupie indonésienne, le ringgit malais et le peso philippin. A l'automne, la crise s'étend à la Corée, Taïwan, Singapour et Hong Kong puis qui s'est propagée, avec une moindre ampleur, à d'autres pays émergents : Russie, Argentine, Brésil. La situation financière des banques et des entreprises locales se détériore et les Bourses dégringolent. Le surinvestissement et des niveaux de dette extérieure très élevés sont les causes sous-jacentes de cette crise, qui a débuté sous la forme d'une crise

monétaire (forte dépréciation des monnaies asiatiques). L'origine de la crise réside avant tout dans les déséquilibres macroéconomiques et financiers et les déficiences des politiques économiques de ce pays, même si la propagation de la crise et ses conséquences économiques ont été amplifiées par des comportements de panique. La crise se transmet aux bourses où les flottements des monnaies laissent alors penser à leur dévaluation ou dépréciation rapide, les investisseurs récupèrent donc leurs actifs libellés en ces mêmes monnaies devenues trop volatiles. Pour sortir de cette crise, le FMI fut appelé à l'aide. Au départ, le plus urgent était de fournir aux pays d'Asie des financements adéquats pour remédier à la pénurie de liquidité due à la fuite soudaine des capitaux et à l'effondrement de leurs monnaies et pour redonner confiance au marché. Le FMI accorda le plus gros prêt de son histoire tout en mobilisant des financements supplémentaires auprès d'autres pays de la région et du Groupe des Sept⁸¹.

En 1998 la crise russe : Le 17 août 1998, la crise des finances publiques pousse le gouvernement russe à la fois à dévaluer le rouble⁸² et à se déclarer en défaut de paiement sur ses bons du Trésor (GKO⁸³). Une décision qui entraîne la chute du fond spéculatif LTCM⁸⁴ et fait craindre un risque systémique mettant en péril le système financier international. Cette crise a aussi eu des répercussions internationales nombreuses. La combinaison d'une forte dévaluation et d'un défaut sur la dette interne a eu des conséquences importantes tant sur la finance internationale qu'en Russie. Survenant après la crise asiatique mais avant la dévaluation du réal brésilien, elle est symptomatique d'une période de crises financières. La crise russe constitue le mélange entre une crise type de pays émergent en économie financière libéralisée et une crise spécifique d'un pays post-soviétique en transition⁸⁵. On y retrouve donc à la fois des éléments directement liés à la libéralisation financière des années 1985-1995 et des éléments structurels, propres aux séquelles de la transition. En plus de cela, deux facteurs extérieurs viennent accentuer la crise c'est :

-le krach de Moscou : suite à la crise financière asiatique et à l'effet de contagion, les investisseurs étrangers commencent à se dégager de la Russie.

⁸¹BIJAN B. Aghevli, « La crise asiatique Causes et remèdes », *Finances & Développement*, Juin 1999.

⁸²Le rouble russe est l'unité monétaire de la Fédération de Russie depuis le 1^{er} janvier 1993.

⁸³GKO sont des titres de créance négociables à court terme émis par l'État russe à partir de février 1993. Émis à des taux de plus en plus élevés, suivant le principe dit de la « fuite en avant » pour rembourser les précédentes dettes contractées par le pays, les GKO suscitèrent une passion chez les banques russes et de nombreux investisseurs internationaux, tous attirés par la perspective de gains faciles et qu'ils croyaient peu risqués

⁸⁴Long Term Capital Management est un hedgefund ou le fonds alternatifs apparu en 1994 et dont la quasi-faillite en 1998 fit courir un risque majeur au système bancaire international et créa des perturbations importantes sur les marchés financiers.

⁸⁵SAPIR J, « La crise financière russe : La finance émergente en transition », *Économica*, Paris, 1999, pp. 253-270.

-La baisse du prix du pétrole fragilise particulièrement la Russie, puisque le pétrole représente la moitié de ses recettes d'exportation.

De 1998 à 1999 la crise brésilienne : au cours des années 1980, le Brésil sort progressivement du régime militaire, mais s'engouffre comme ses voisins dans une crise d'endettement et d'hyperinflation. Dans les turbulences des crises asiatique et russe, l'effondrement de l'économie russe a fait planer la menace d'une nouvelle attaque spéculative contre le real brésilien. Les investisseurs ont manifesté leur méfiance à l'égard des pays émergents, ce qui s'est traduit pour le Brésil⁸⁶ par la dépréciation brutale des titres de la dette extérieure ainsi que par la déprime persistante du marché des actions. Le Brésil a reçu plus de 40 milliards de dollars d'aide internationale. Cet apport financier de grande ampleur a été versée d'un côté, par les grands pays industrialisés et de l'autre par le FMI. La préoccupation immédiate n'est alors pas la croissance économique, les premiers signes d'une récession apparaissent d'ailleurs dans l'Etat de Sao Paulo au cours du 3e trimestre, tandis que le taux de croissance du PIB tombe de 3,4 % en 1997 à 0,5 % en 1998. Ainsi, au cours des mois de campagne électorale, lorsque la monnaie subit des attaques spéculatives, et que les réserves de change s'écroulent, elles passeront en 1998, de 70 à 40 Mds de dollars, son équipe économique choisira classiquement d'augmenter les taux d'intérêt, jusqu'à l'absurde (49,75 % à la mi-septembre 98) et de nier toute possibilité de dévaluation de la monnaie. Pourtant, tous les économistes, de gauche comme de droite, au Brésil comme sur toutes les grandes places boursières, savent qu'en parité avec le dollar lors de son lancement en juillet 94, la monnaie brésilienne a, de fait, déjà perdu de 20 à 30 % de sa valeur : avant son effondrement à la mi-janvier. Le retour de confiance des investisseurs et du marché après l'accord avec le FMI a accéléré le rétablissement de la situation. Ainsi, les taux d'intérêt ont chuté fortement d'avril en juin, ce qui a facilité la stabilisation budgétaire. Le Brésil a réussi enfin à rétablir les confiances du marché et le Real revient presque au niveau d'avant crise.

1er janvier 1999 lancement de l'euro : depuis le 1^{er} janvier 1999, l'union monétaire est une réalité. Une politique monétaire unique est mise en œuvre par l'Eurosystème ou Système européen de banques centrales formé par la Banque Centrale Européenne, installée en Allemagne à Francfort sur le Main, et les banques centrales nationales des pays membres. L'euro a été introduit en tant que monnaie légale et les monnaies des Etats membres participants sont devenues des subdivisions de l'euro. Depuis le 1er janvier 2001, la Grèce a

⁸⁶Le réal brésilien est la monnaie du Brésil depuis 1994.

adhéré à la zone euro ; ce sont donc onze Etats membres⁸⁷ qui mettront en circulation les billets et les pièces en euros. Alors la devise européenne est lancée est remplacera les monnaies nationales des pays de l'Union européenne le 1er janvier 2002.

En 2001 la crise argentine : Après deux années de récession et d'hyperinflation, l'Argentine connaît à partir de fin 2001 une grave crise financière. En décembre, le pays se déclare en défaut de paiement sur sa dette extérieure. Le cas de ce pays est très révélateur car réuni tous les facteurs déclencheurs d'une crise de troisième génération. Tous comme dans les autres pays, se trouvent au centre du déclenchement de la crise un taux de change fixe devenu progressivement irréaliste et un endettement extérieur insoutenable qu'il s'agisse des emprunts obligatoires du gouvernement, des lignes de crédits interbancaires ou des dettes contractées par les entreprises. La particularité de l'Argentine est le Currency Board⁸⁸ ou La caisse d'émission, un système monétaire gageant chaque Peso sur un dollar américain. Dans un tel système, la monnaie locale est aussi bonne que la devise étrangère puisque chaque Peso émis par la Banque centrale correspond à un dollar qu'elle détient en réserve. Ce système de Currency Board permet de contrôler l'inflation et d'attirer des capitaux étrangers en offrant une garantie contre le risque de change. En outre, ce système retire toute latitude à la politique monétaire : ainsi toute entrée de capitaux entraîne une expansion de la masse monétaire et inversement. Ces mesures, accompagnées d'un ensemble de privatisation apportent des recettes supplémentaires à l'Etat, connurent un vrai succès jusqu'en 1996. Malheureusement, les événements qui suivent infligent au système politique argentin des pressions insoutenables.

Cette parité du peso avec le dollar a eu pour conséquence une diminution de l'inflation, qui a chuté de 172 % en 1991 à 24,6 % en 1992. Ces réformes ont aussi entraîné une reprise des investissements étrangers. Après des années de marasme financier, l'Argentine a enregistré en trois années une croissance de 25 % de son PIB. Fin 1994, l'enthousiasme pour ce développement rapide était général. Les marchés avaient confiance et

⁸⁷La zone euro a été créée en 1999 par onze pays : Allemagne, Autriche, Belgique, Espagne, Finlande, France, Irlande, Italie, Luxembourg, Pays-Bas, Portugal, rejoints par la Grèce en 2001, par la Slovaquie en 2007, par Chypre et Malte en 2008, par la Slovaquie en 2009, par l'Estonie en 2011, par la Lettonie en 2014 et par la Lituanie en 2015.

⁸⁸Le currency board (en français "caisse d'émission") est un régime monétaire dans lequel la parité de la monnaie nationale est strictement fixe par rapport à une devise étrangère (souvent le dollar) et l'émission de monnaie strictement limitée par le montant des réserves de change dans la devise en question. Plus simplement, la banque centrale perd son pouvoir propre d'émission. La monnaie locale sera émise au fur et à mesure de l'entrée dans les coffres de la banque centrale de la monnaie de référence. Parmi les pays ayant adopté des currency board par rapport au dollar : l'Argentine en 1991 qui a tenté d'utiliser le mécanisme de la caisse d'émission, en alignant le peso sur le dollar, pour mettre fin à l'inflation et à une fuite permanente devant la monnaie nationale, la Lituanie en 1997, Bulgarie, Hong-Kong...ex.

les capitaux internationaux affluaient. Toutefois, la seconde partie des années 1990 fut tragique pour l'Argentine. Le pays était à la merci de tout choc extérieur. Ainsi, la crise mexicaine et son effet « tequila » ont entraîné l'Argentine dans une crise financière brutale : les flux de capitaux internationaux refluaient massivement à partir de 1995. À priori, le système de caisse d'émission semblait fonctionner tout à fait convenablement en Argentine mais il est vite devenu évident que tel n'était pas le cas. En effet, la rigidité du taux de change a eu pour conséquence que tout choc extérieur se répercutait fortement sur l'économie argentine. Les crises de l'Asie (1997), de la Russie (1998) et du Brésil (1999) ont toutes contribué d'une façon ou d'une autre à celle de l'Argentine. Par ailleurs, ce système de change a conduit progressivement à une surévaluation du peso et à la perte de compétitivité des entreprises. Les conséquences furent entre autres, une diminution considérable des exportations du pays et l'effondrement des investissements étrangers dans celui-ci. D'un autre côté, le système de caisse d'émission a inévitablement rendu l'économie argentine dépendante des capitaux étrangers. La croissance du pays était indirectement liée à sa capacité de générer des capitaux étrangers, ce qui s'est avéré fort difficile. Le pays sort de la partie la plus aigüe de la crise dès 2003. Les conséquences les plus durables sont les difficultés récurrentes des gouvernements à financer leurs budgets, le départ du pays de certains investisseurs industriels, une nette diminution de la confiance des créanciers privés et de longs contentieux avec des fonds vautour⁸⁹ américains, contentieux qui se poursuivent jusque dans les années 2010.

Il y a des dénominateurs communs à ses différentes crises. Le premier dénominateur est la dévaluation des monnaies est à l'origine des différentes crises étudiées. Nous avons constaté qu'une crise financière est généralement déclenchée dans un pays lorsque la monnaie subit des attaques spéculatives du fait du rationnement ou du revirement des fonds (prêts bancaires, titres de courte maturité) par des agents nationaux ou étrangers. Le deuxième dénominateur commun concernant les crises étudiées ci-dessus est la présence quasi systématique du FMI. En effet, il ne va pas ménager ses efforts dans la gestion de ces crises que ce soit dans la gestion de la crise Mexicaine de 1994 ou pendant les crises Asiatique de 1997, Russe et Brésilienne de 1998 et Argentine de 2001, il va tenter par tous les moyens de faire son mieux pour apporter une aide financière aux pays en difficulté.

⁸⁹Les fonds vautours sont des fonds d'investissements spéculatifs qui se spécialisent dans l'achat à bas prix de dettes émises par des débiteurs en difficulté ou proches du défaut de paiement. Qu'il s'agisse de dettes d'entreprises ou de dettes souveraines, avec pour objectif de réaliser une plus-value soit lors de la phase de restructuration de la dette, soit en refusant la restructuration et en obtenant par action en justice le remboursement de leur créance à une valeur proche de la valeur nominale plus intérêts et éventuels arriérés de retard. Ces fonds ont par exemple racheté à très bas prix (20 % de sa valeur) la dette argentine lors de la crise économique argentine

3-2-Les causes des crises financières

On peut dire que l'instabilité financière se déclare par des mouvements importants et parfois brutaux des variables financières, notamment les cours boursiers et les taux de change. Elle prend la forme de phases haussières (les *booms*) ou baissières (les dépressions), qui tendent à éloigner d'une manière significative et durable ces variables de leur valeur d'équilibre fondamental. Pour le taux de change, par exemple, cette valeur fondamentale est celle qui assure l'équilibre interne (absence d'inflation) et externe (balance des paiements) du pays émetteur de la monnaie en question. Il convient de bien distinguer l'instabilité financière de la simple volatilité financière ; cette dernière qui est souvent mesurée par la « variance » des rendements des titres, des taux de change, etc, est décrit les fluctuations temporaires et de faible amplitude des variables financières autour de leur valeur moyenne. Les crises financières traduisent en général une instabilité financière forte. La crise financière désigne la déstabilisation du système bancaire et financier d'une ou de nombreuses économies. Elle inclut les monnaies, les institutions financières et le marché boursier. Une crise financière peut être de différentes natures et toucher un seul ou plusieurs secteurs économiques. Elle peut s'étendre par contagion et devenir international. Elle peut avoir pour conséquence de ralentir l'économie mondiale voir de générer une crise économique et une récession.

Là on trouve une différence entre la « récession » et la « dépression » malgré que toutes les deux caractérisent une forme de crise économique. Ou plus exactement on peut distinguer un sens strict et un sens large, un sens technique et un sens commun. Une récession correspond à une diminution d'activité économique : on considère communément qu'un pays entre en récession lorsqu'il connaît deux trimestres successifs de baisse de Produit Intérieur Brut (PIB). Il peut aussi être utilisé pour désigner un simple ralentissement du rythme de la croissance. Selon la France, une récession correspond à une croissance négative du PIB deux trimestres d'affilée. On peut dire que la récession peut être conçue comme un passage obligé dans une économie capitaliste, qui voient quatre phases se succéder régulièrement : une phase d'expansion économique, une crise, une récession et enfin une reprise vers qui aboutira à une nouvelle expansion. Alors qu'une dépression est une appellation courante utilisée pour qualifier une grave et longue crise économique, alors qu'une récession est plus passagère. Elle s'applique pour des périodes de long ralentissement de la production et de la consommation, mais il n'existe pas vraiment de critère explicite afin de délimiter une période de dépression. On considère parfois qu'une dépression correspond soit à un déclin de 10% du PIB ou bien

une contraction du PIB pendant au moins trois ou quatre ans. Une dépression s'accompagne par conséquent de graves problèmes économiques, notamment des faillites multiples et l'apparition d'un chômage de masse.

Quelques économistes considèrent une crise économique comme une dégradation brutale de la situation économique et des perspectives économiques. Son étendue sectorielle, temporelle et géographique peut aller d'un seul secteur d'une seule région pour une brève période à l'ensemble de l'économie mondiale pendant plusieurs années ; on parlera alors de ralentissement économique ou, plus grave, de récession économique. Une telle crise comporte souvent (mais pas systématiquement) des répercussions sur le niveau des salaires et la valeur du capital (valeurs boursières), provoque des faillites et du chômage, accroît les tensions sociales, et peut même avoir des répercussions sanitaires⁹⁰. Arvai et Vincze voient que la crise financière est une crise qui a lieu sur un marché financier. Là On peut distinguer quatre types de crises financières : crise de change, crise de dette, crise des capitaux et crise du système bancaire. Chacune de ces crises peut se produire toute seule ou en combinaison avec les autres. Au 19ème et au début du 20ème siècle, de nombreuses crises financières ont été associés à la panique bancaire, et de nombreuses récession ont coïncidé avec ces panique d'autre situations qui sont souvent appelés crises financières sont des crash boursier et l'éclatement d'autres bulles financières, crises monétaires ou crises immobilières causées par l'afflux de logements à la vente qui pourront peut-être trouver preneur dans le future avec la défiscalisation.

Des économistes considèrent que les crises financières ne sont pas seulement d'un type nouveau ; elles révèlent une fragilité de la sphère financière internationale. En effet, dans le contexte actuel de globalisation, les crises financières en le plus souvent présenter un caractère global. C'est la multiplication de ces crises et leurs conséquences mondiale qui suggèrent l'existence d'une fragilisation du système financier international. Et pour parler des causes des crises financières il faut parler des facteurs de fragilité du système financier international, parmi eux :

- a- *la mutation financière* : L'économie mondiale a connu le premier déséquilibre au milieu des années 70, après une stabilité qui a durée 15 années sous l'égide de Bretton Woods, cette mutation a été causé principalement par les fluctuations du dollar, la pression exercée par la dette sur les pays tiers monde mais aussi l'explosion des

⁹⁰YVES Le Diascorn et DIDIER Blondeel, *le nouveau désordre économique mondiale : le capitalisme et ses crises*, Ellipses 1995, P 61.

marchés des capitaux. Cette économie internationale a connu plusieurs changements et mutation très importante qui se manifestent par les différentes formes. La libéralisation financière est à l'origine de ces mutations du Système, elles s'articulent autour de la libre circulation des capitaux dans les marchés concurrentiels : les marchés qui sont libre et non administrés de toutes les interventions publique ce qui explique pourquoi le monde de Bretton Woods, ou les règles du jeu étaient édictées et contrôlées par les acteurs publiques, a été renversé par la montée des acteurs financiers privés.

- b- *libéralisation des mouvements des capitaux* : A propos de la libéralisation des mouvements des capitaux, il est contestable que les prêts à court terme accordés aux pays émergents leur sont de peu utilité pour financer des investissements. Pourtant ces pays ont profité de la libéralisation du marché des capitaux pour y faire appel, ce qui a accru sensiblement le risque global et empêché une baisse significative des niveaux de taux d'intérêt. Comme le souligne Joseph Stiglitz, on peut même aller plus loin en considérant que ces capitaux spéculatifs ont été un facteur favorable à la croissance. Ce paradoxe est lié au fait que l'on conseil aux pays émergents qui font appel à des capitaux à court terme étrangers de posséder des réserves en devises
- c- *La globalisation financière* : Est le nom donné à des transformations qui ont affecté les principes de fonctionnement de la finance. Ce sont des transformations très profondes qui associent étroitement la libéralisation des systèmes financiers nationaux et l'intégration internationale. On peut dire aussi qu'elle est une transformation des systèmes financiers qui est intimement liée au changement de régime de croissance dans les pays de capitalisme avancé. Elle a fait prévaloir les principes de la finance de marché, une nouvelle logique financière par rapport à celle qui existait lorsque le financement de la croissance était assuré de façon prépondérante par le système bancaire. Les investisseurs institutionnels sont les acteurs dominants de cette nouvelle finance. Alors on est passé d'un système régulé par les gouvernements sous le contrôle des mouvements de capitaux à un système mû par les marchés qui a libéré les flux internationaux de capitaux. Mais la diversification des instruments de placement et d'emprunt, l'apparition de marchés dérivés sont des processus qui ont leur source dans la mutation des systèmes financiers nationaux⁹¹. Le changement de régime monétaire

⁹¹ JEAN-PIERRE Biasutti et LAURENT Braquet, *Comprendre le système financier : De la croissance à l'instabilité*, 2^{ème} édition, Bréal, 2014.

a été le principal facteur déclenchant de ces processus. Elle est caractérisée par une triple unité : de lieu, de temps et de produits :

-Unité de lieu : les places financières sont interconnectées les unes aux autres par des réseaux modernes de communication ;

-Unité de temps : le marché international des capitaux fonctionne en permanence (24 heures sur 24) ;

-Unité de produits : les mêmes produits financiers sont proposés partout au monde.

La globalisation financière est indissociable de la fragilité actuelle du système financier international. Comme le fait remarquer Dominique Plihon, cette fragilité apparaît dans le contexte d'une règle des trois « D » : désintermédiation, décloisonnement des marchés et déréglementation.

-*La désintermédiation financière* : désigne la réduction des financements dit «intermédiés» qui obligeaient offreurs et demandeurs de capitaux à passer par un intermédiaire pour être mis en relation. Elle a modifié le mode de financement des entreprises qui accèdent directement aux marchés de capitaux, par émission de titres. Il est vrai que ces marchés sont sélectifs : ils sont réservés à des emprunteurs présentant un faible risque.

- *Le décloisonnement des marchés* : vise à supprimer la segmentation des marchés financiers entre marchés de court terme et marchés de long terme. Elle permet aux investisseurs de placer leurs liquidités sur de nombreux marchés interconnectés. Désormais les investisseurs peuvent passer d'un marché à un autre, à la recherche du placement le plus rémunérateur possible.

- *La dérèglementation financière* : commencée dans les années 1980, avait comme objectif la suppression des règles empêchant la libre circulation des capitaux. Elle a abouti à une grande liberté de circulation des capitaux.

Avec la globalisation financière les pays sont devenus interdépendants financièrement. Une crise monétaire d'un pays se répercute rapidement sur l'ensemble de la planète (effet domino), alors elle est parmi les grandes causes des crises financières.

3-2-1- Facteurs de fragilité financière des économies du monde

Et si on parle des trois facteurs essentiels de fragilité financière du monde contemporain qui sont :

a-Le rôle du dollar : il joue un rôle excessif dans le système monétaire et financier international contemporain. Il pose un problème de stabilité du système global puisque il est Considéré :

- Comme unité de compte d'abord, car il y avait 25 pays rattachaient directement leur propre monnaie au dollar et 25% de la capitalisation boursière est libellé en monnaie des états unis ;
- Comme réserve de valeurs puisque il représente 60% de la réserve officielle de change ;
- Comme monnaie de facturation, puisque presque la moitié du commerce mondiale est facturé en dollar .Alor toute dépréciation significative du dollar perturbe ainsi les circuits monétaires et financiers mondiaux.

La parité du dollar est utilisée largement aux Etats-Unis dans l'orientation de leur politique économique. Le recul du dollar en 2002 fut sensible car ce recul était un handicap pour la reprise au japon et en Europe. Alor la santé de l'économie mondiale est donc à la merci des choix de l'administration américaine en matière de change. Un dollar trop faible, fait perdre à l'Europe et au japon une partie de leur compétitivité avec des conséquences néfastes sur la croissance. L'OCDE⁹² considère qu'une chute de 10% du dollar par rapport à l'euro fait baisser la croissance de la zone euro de 0,6 point au bout d'un an. Il apparait donc que de brusques mouvements du dollar peuvent entrainer de graves déséquilibres de l'économie mondiale et déstabilisent les marchés financiers internationaux s'ils dépassent une certaine ampleur.

b-La financiarisation des déficits de balance des paiements : par apport au rôle dominant du dollar, il faut ajouter la forte financiarisation du financement des déficits de balance de paiement des pays émergents. Selon Jean-Marie le Page⁹³, cela signifie que ces pays ont fait jusqu'au déclenchement de la crise asiatique en 1997 de plus en plus appel à un financement obligataire au détriment du crédit bancaire qui représente toutefois la moitié de la dette des emprunteurs privés de pays émergents. La part de l'endettement obligataire dépassait par

⁹²L'Organisation de Coopération et de Développement Économiques établie en 1961 à Paris .Sa mission est de promouvoir les politiques qui amélioreront le bien-être économique et social partout dans le monde.

⁹³JEAN-MARIE Le Page, *Crise financière internationales & Risque systémique*, de boeck et larciers.a, 1re édition, 2003, P 20.

exemple les 20% en Turquie et aux philippines jusqu'au 40% de la dette totale en argentine à la fin du siècle. Or les marchés financiers sont volatils et très sensibles aux mouvements internationaux de taux d'intérêt. Dès que la situation financière mondiale devient plus incertaine, on assiste à une montée sensible du risque-pays ce dernier désigne la prime de risque intégré aux taux d'intérêts que doivent accepter de payer les pays emprunteurs. Alors, il s'agit de la prime de rendement que doivent offrir les obligations d'un pays émergents par rapport aux obligations du trésor américain. Sans ces primes de risque, les souscripteurs de titres sur les euromarchés comme compagnies d'assurance, fonds de pension et banques des pays industrialisés refuseraient d'investir dans les pays en voie de développement.

c-La fragilité des structures des économies émergentes : La libéralisation financière a rencontrés de grandes difficultés dans les économies émergentes. La restructuration est incomplète ; dans un pays comme la Turquie par exemple, l'existence de quatre-vingt banques au début du XXIe siècle paraît illogique compte-tenu de la taille restreinte du secteur. Dans ces mêmes économies émergentes, les critères d'évaluations des projets sont souvent contestables ; il est courant que l'appartenance à un réseau proche du pouvoir ou la conformité aux objectifs prioritaires du gouvernement soit l'élément déterminant. La volonté d'un pays de défendre une parité surévaluer peut entraîner, dans certaines circonstances, un déficit de balance des paiements. En particulier, beaucoup d'économies émergente en choisi un rattachement de leur monnaie au dollar afin d'obtenir une crédibilité financière. Si le déficit extérieur devient trop important, le pays est obligé d'augmenter ses taux d'intérêt pour le financer par des entrées de capitaux qui sont souvent à court terme. Mais les hausse des taux d'intérêt dépriment l'activité, d'où les fuites des capitaux : c'est alors ce qui résulte la crise financière.

3-2-2- Déséquilibres macroéconomiques majeurs des économies du monde

Il y a des problèmes macroéconomiques structurels qui perturbent L'instabilité réelle ou ressentie de notre système financier international et qu'il faut les identifier.

a- L'inégale répartition de la production mondiale : Il y a plusieurs déséquilibres dont le premier est l'inégalité de la répartition de la production mondiale. Les cinq premières économies du monde sont à l'origine de 60% de cette production, comme les Etats-Unis engendraient à eux seuls environ 27% du PIB mondial en 1999 contre 16% pour le japon, 8% pour l'Allemagne, 5% pour la France et 4% pour le Royaume-Uni. Dans

ce contexte, si l'un des deux principaux pays ou un groupe de grandes nations connaissent une faible croissance, l'économie mondiale risque d'en souffrir, les Etats-Unis ont évidemment la plus forte influence. Non seulement ils sont les premiers producteurs du monde, mais ils sont aussi les premiers consommateurs d'énergie et de matières premières : ils absorbent par exemple le quart du pétrole brut, du minerai de fer et de l'aluminium mondiaux ainsi que le cinquième du cuivre affiné. De plus 30% des exportations d'un pays comme le Japon leur sont destinées, de même que les quatre cinquièmes de celle du Mexique et du Canada. Les principaux pays de l'Europe de l'ouest sont un peu moins dépendants dans la mesure où moins de 10% de leur exportation sont destinées aux Etats-Unis. Alors on peut dire que tout ralentissement de l'économie américaine se transmet mécaniquement au reste du monde comme les crises.

b- Le marasme japonais : La production japonaise atteint plus que la moitié de la production américaine, sa stagnation à partir de 1991 a révélé d'inquiétantes faiblesses structurelles. L'archipel nippon met les bouchées doubles. Une semaine après avoir rendu public son dernier plan de relance, le gouvernement japonais a annoncé son intention de soutenir le système bancaire du pays, fragilisé par un risque de faillite généralisé. Annoncées coup sur coup, ces deux mesures sont destinées à redresser l'économie japonaise, plongée dans une profonde récession depuis 1992, en dépit de cinq plans de relance successifs. La consommation privée continue de stagner et les investissements des entreprises redémarrent très lentement. L'activité devrait croître de seulement 0,5 % en 1995, selon le Fonds monétaire international (FMI). L'effondrement de la croissance de l'économie nipponne a ainsi pesé sur l'économie mondiale.

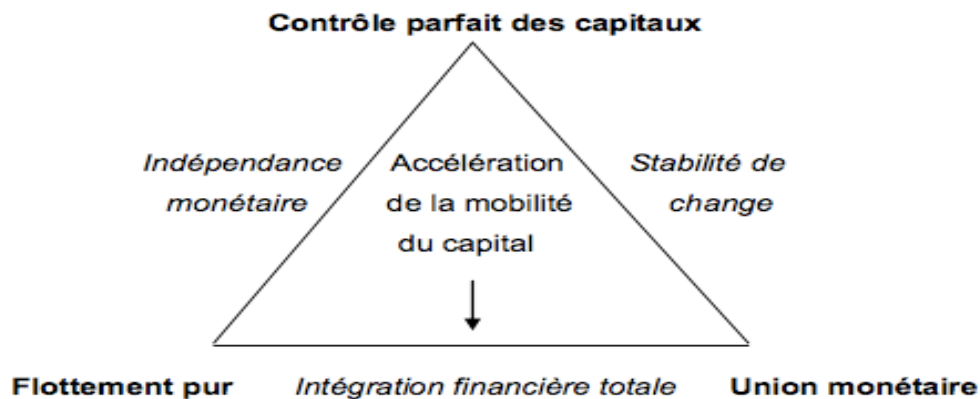
c- L'épargne internationale : Il n'y a pas de répartition de l'épargne internationale puisque il y a un déséquilibre, les Etats-Unis représentent le pays le plus riche et le plus endetté du monde, selon le FMI, 70% de l'épargne mondiale a été utilisée par les Etats-Unis à la fin des années 90. Selon la théorie néoclassique, l'épargne devrait favoriser les pays les moins riches, on pourrait voir ainsi réduire l'écart entre les pays les plus développés et les autres pays pauvres. Mais la réalité est que les trois quarts des investissements directs sont en effet orientés vers les pays développés, alors comment expliquer que l'épargne internationale soit attirée par les pays les plus riches ? Selon Jean Marie le Page il y a des raisons liées au déséquilibres de court terme où en partant

de l'identité $I+X = S+M$ ou I désigne l'investissement global, X les exportations, S l'épargne globale et M les importations, cette identité implique que $M-X = I-S$, ce qui signifie que le solde des opérations extérieures courantes est égal à l'excès des investissements sur l'épargne, cela illustre la situation des Etats-Unis à la fin du vingtième siècle. Et d'autre à une logique économique à long terme où le développement des technologies de l'information et de la communication « TIC » favorise les perspectives de rendement exceptionnelles des Etats-Unis, les firmes ont modernisé leur équipements productif dès lors, l'épargne mondiale s'est concentré vers les pays développés ou le capital par tête continue d'augmenter sans baisse des taux de profits. Alors l'écart entre les pays les plus développés et les pays en voie de développements ne diminuent pas et a même tendance à s'accroître. La création d'un marché mondial des capitaux concurrentiels, fonctionnant sans entraves, doit accroître l'efficacité du système financier international, en permettant une réduction du coût des financements et une meilleure allocation des capitaux entre pays et entre secteurs d'activités, de quoi porter plus de croissance à l'économie mondiale, toutefois, les financements internationaux ne se dirigent en fait que vers un petit nombre de pays au total selon la Banque mondiale.

d- Le triangle d'incompatibilité de Mundell: Au milieu des années 1960, Robert Mundell l'économiste canadien spécialiste de la macroéconomie internationale, a développé une théorie selon laquelle un pays ne peut atteindre simultanément les trois objectifs suivants: (1) un régime de taux de change fixe, (2) une indépendance monétaire et (3) une intégration financière totale. En utilisant ce modèle, il est ainsi possible de distinguer trois scénarios selon le schéma n°2.

-Le contrôle parfait des capitaux : un pays opte pour les options de un pays avec un taux de change fixe et une politique monétaire indépendante. Pourquoi alors ce pays ne pourrait-il pas avoir une intégration financière totale, c'est à dire une parfaite circulation des capitaux ? Si chaque pays a une politique monétaire autonome, alors le taux d'intérêt domestique qui est fixé par la Banque Centrale du pays, ne sera pas toujours le même que le taux d'intérêt d'autre pays. Hors, s'il y a libre circulation des capitaux, le différentiel de taux va créer des mouvements de capitaux ; les investisseurs souhaitant placer leur argent dans le pays offrant le plus fort taux d'intérêt.

Schéma n°2 : Le triangle d'incompatibilité de MUNDELL



MUNDELL Robert. Alexander "Capital mobility and stabilization policy under fixed and flexible exchange rates". Canadian Journal of Economics, 1963, n°29, p.475-485.

De forts mouvements de capitaux vont créer une hausse de la demande de monnaie du pays ayant le plus fort taux d'intérêt et donc vont entraîner une appréciation de cette monnaie et dépréciation de l'autre monnaie, remettant en cause l'option du taux de change fixe, qui un jour ou l'autre explosera sous la pression des mouvements de capitaux. Selon Mundell; le triangle d'incompatibilité permet d'expliquer en partie les crises asiatiques de la seconde partie des années 1990. En effet, les pays émergents d'Asie du Sud-Est tentaient de remplir les trois objectifs, avec un taux de change fixe, une politique monétaire autonome et une ouverture des mouvements de capitaux. Il est possible de maintenir un taux de change fixe en accumulant ou en vendant des réserves de change, mais au bout d'un certain temps, le taux de change devient déconnecté des fondamentaux et cela conduit nécessairement à l'explosion de l'indexation

-*L'union monétaire* : un pays opte pour les options de taux de change fixe et une intégration financière totale. Pourquoi ce pays ne peut pas avoir une politique monétaire indépendante ? Et bien c'est le même raisonnement que dans le premier cas. Une politique monétaire indépendante, ayant par exemple pour objectif de contrôler l'inflation domestique, aura un impact sur le taux d'intérêt domestique de la banque centrale et va donc créer un différentiel de taux entre les pays. Si le pays est "ouvert" alors les mouvements de capitaux des investisseurs à la recherche du meilleur taux vont remettre en cause l'objectif de stabilité de change. Si un pays souhaite avoir un taux de change fixe et une libre circulation des capitaux, alors la Banque Centrale de ce pays doit répliquer les actions de la Banque Centrale du pays sur lequel le change est indexé. Par exemple, en cas de pressions inflationnistes dans

le pays domestique, un arbitrage sera nécessaire entre baisser les taux et garder un change fixe (au risque d'augmenter l'inflation), ou bien combattre l'inflation domestique en augmentant les taux, ce qui mettrait en péril le régime de taux de change fixe.

-Le régime de change flottant : Un pays opte pour les options de l'indépendance monétaire et une intégration financière totale. Impossible donc dans ce cas-là d'avoir un taux de change fixe, car une liberté de mouvement des capitaux couplée à un différentiel de taux rendraient, comme vu précédemment, le contrôle du taux de change impossible.

Le cas récent c'est le cas de la France, elle est dans le régime d'union monétaire, c'est à dire un taux de change fixe par rapport à tous les autres pays de la zone et une parfaite mobilité des capitaux, mais bien évidemment pas de politique monétaire indépendante puisque la politique monétaire étant gérée par la Banque Centrale Européenne et non plus par la Banque de France comme avant la création de l'euro.

e- Les pièges du Peg : Le déclenchement des crises financières se produit souvent à la suite d'une surévaluation des taux de change réel. Ce phénomène survient presque inévitablement à la suite de la mise en œuvre d'un couloir rigide de fluctuation ou même d'un currencyBoard. La dollarisation est dans ce domaine une solution extrême adoptée par l'Equateur et le Salvador. De telles pratiques sont en effet un moyen de donner une crédibilité à leur monnaie et d'attirer les capitaux internationaux. Malheureusement, si le taux d'inflation du pays est supérieur à celui des Etats-Unis ou du pays dont la monnaie sert de référence, l'économie émergente qui a arrimé sa monnaie perd progressivement sa compétitivité prix. Il a alors le choix entre un niveau très élevé de taux d'intérêt qui provoque la récession comme le cas du Mexique en 1994 et de l'argentine ou la dévaluation de sa monnaie qui entraîne un regain d'inflation dans le cas de la Russie 1998 et l'envolée du poids de l'endettement extérieur dans le cas de la crise asiatique de 1997 et de la crise Brésilienne 1999.

Il y a dix ans jour pour jour, le 9 août 2007, la Banque centrale européenne (BCE), la Federal Reserve (Fed) et la Banque centrale du Japon décidaient d'injecter plus de 330 milliards de dollars dans le circuit monétaire mondial. Leur objectif : enrayer la panique qui s'était emparée des marchés avec l'annonce par BNP Paribas qu'elle gelait les retraits de ses clients sur trois fonds⁹⁴ de placements composés de titres adossés à des subprimes. Depuis

⁹⁴Les trois fonds gérés par BNP Paribas sont : BNP Paribas Aqua (géré par BNP Paribas Asset Management), S.A.M Smart Energy (géré par S.A.M) et BNP Paribas Insertion Salariés (géré par Natixis AM). Tous sont des fonds orientés actions et gérés selon une méthode ISR (Investissement Socialement Responsable) permettant la

quelques mois, d'autres établissements financiers faisaient état de difficultés liées à ces crédits, mais cette fois, le coup d'envoi de la crise la plus importante depuis celle de 1929 était donné. Cette dernière n'a cessé de se métamorphoser. Partie, début 2007, d'un segment du marché du crédit immobilier américain (les désormais fameux crédits subprime), elle s'est d'abord transformée en une crise bancaire dont le paroxysme correspond à la faillite de la banque d'affaires américaine Lehman Brothers⁹⁵ en septembre 2008. La crise de 2007 et 2008 est crise a été évolutive : elle a successivement atteint différents marchés, différents acteurs, différents pays avant de se muer en une crise économique, c'est-à-dire une crise touchant l'économie réelle. En effet, les interactions entre le secteur financier et l'économie réelle tendent à se renforcer mutuellement via notamment le canal du capital bancaire. Cette crise débouche alors sur une crise économique majeure « la première récession mondiale de l'après-guerre », combattue à grand renfort d'interventions publiques. Alors que le bout du tunnel semblait proche, la crise est entrée en 2009 dans une quatrième phase, dont elle n'est pas encore sortie : l'œil du cyclone s'est déplacé des Etats-Unis vers l'Europe, des dettes privées vers les dettes publiques. Alor c'est quoi la crise de subprime ? Quel sont ces cause et ces conséquences ?

3-3-La crise des subprimes : causes et conséquences

La crise des subprimes⁹⁶ est une crise financière et boursière mondiale qui a concerné le secteur de l'immobilier et qui a touché l'économie mondiale à partir de 2007.Elle a été déclenchée en 2006 par un krach des prêts hypothécaires à risque aux États-Unis puis

prise en compte systématique de critères environnementaux, sociaux et de gouvernance dans la sélection des actives. Les fonds à thématique environnementale (BNP Paribas Aqua et S.A.M Smart Energy) investissent dans des sociétés ayant une part significative de leur activité sur le secteur concerné (eau, énergies renouvelables).Le fonds BNP Paribas Insertion Salariés est quant à lui caractérisé par une poche de 10% maximum investie dans des entreprises et des structures solidaires d'utilité sociale non cotées.

⁹⁵Lehman Brothers était une banque d'investissement multinationale créée en 1850, proposant des services financiers diversifiés. Elle fit officiellement faillite le 15 septembre 2008 (faute de repreneurs) à la suite de la crise financière mondiale née dans le sillage de la crise des subprimes¹. Début 2010, un rapport de la justice américaine révèle que depuis 2007, la banque masquait son endettement. Il accuse les anciens dirigeants d'avoir utilisé de façon abusive une technique comptable qui a conduit à présenter un bilan erroné ². Lehman Brothers a été un acteur dans les domaines de la banque d'investissement, actions et obligations, études de marché, capital-investissement et banque privée. C'était un acteur majeur du marché des emprunts d'État américains³.

⁹⁶Les subprimes sont des crédits immobiliers à taux variables pratiqués notamment aux États-Unis. Ces crédits se fait auprès d'un client dit à risque, c'est à dire avec un risque de défaillance haut. Une solvabilité dite subprime est la plus mauvaise possible (sinon le prêt n'est pas accepté) après non-prime et prime. En contrepartie de sa solvabilité incertaine le client se voit offrir un taux d'intérêt, souvent variable, plus haut qu'un client offrant de meilleures garanties. Ce type de prêt est un prêt dit hypothécaire c'est à dire que la principale garantie du prêt est le logement de l'emprunteur. Alors ces crédits étaient jugés risqués mais rentables tant que le cours de l'immobilier américain était en hausse rapide.

transformée en crise financière mondiale à partir de l'été 2007, alors le système financier international traverse une des plus graves crises depuis 1929. L'évènement majeur de cette crise qui la fait basculer en crise systémique est la faillite de la banque d'investissement Lehman Brothers, le 14 septembre 2008. Cela illustre la fragilité d'un système financier internationalisé, où l'effet de contagion est fort. Les banques ont accordé un trop grand nombre de prêts à des ménages disposant de revenus trop faibles. Pour financer ces prêts, les banques ont vendu sur les marchés financiers des produits titrisés. Dopé par le crédit, le marché de l'immobilier s'est emballé. Lorsque le marché s'est retourné, les titres à base de subprimes ont perdu leur valeur. Les investisseurs qui en ont achetés ont épongé de lourdes pertes avec les conséquences que l'on connaît sur l'économie mondiale. Cette crise a fragilisé les systèmes bancaires et économiques mondiaux en créant une défiance généralisée envers les banques et tout le système financier. La faillite de certaines banques telle Lehman Brothers a notamment créé un effet boule de neige⁹⁷ qui a précipité la crise économique. Les crédits ont fortement diminué et les banques ont dû chercher de nouveaux investisseurs pour pouvoir renflouer leurs caisses.

Quelques économistes voient que la crise de 1929 et 2008 ont les mêmes causes et les mêmes effets. Dans les années 1920, la prospérité de l'économie rend plus facile la possibilité de contracter des crédits. La spéculation boursière attire beaucoup de citoyens. Surtout qu'il est possible de payer seulement 10% d'une action et de prendre une créance pour les 90% de la valeur restante. Ces 90% restants faisaient l'objet d'une spéculation boursière. Lorsque la machine boursière s'est grippée en octobre 1929, les courtiers ont réclamé leur dû à ces petits actionnaires qui se sont ruinés à essayer de rembourser leurs dettes. La situation est curieusement similaire aujourd'hui. Les crédits douteux ne portent pas sur les titres boursiers, mais sur les prêts immobiliers. Ce sont les fameux « subprimes » : sur lesquels les marchés financiers ont spéculé. Les mécanismes sont les mêmes selon l'économiste Jacques Attali. On a laissé les gens s'endetter en donnant comme actifs des valeurs fictives de biens qui n'étaient qu'artificielles⁹⁸. En 1929 c'étaient les titres boursiers, en 2008 c'est l'immobilier.

⁹⁷Le principe de la théorie de l'accélérateur financier est qu'une économie en croissance va en se consolidant et qu'une économie faible ou en décroissance va en déclinant. Il en est de même pour la situation économique temporaire d'un pays, en cas de crise, sans rupture choc fait à l'économie, la situation va en s'empirant. L'argent va à l'argent. Exemple de la crise financière de 2008 qui a montré l'importance de cet accélérateur financier avec le cas des banques faisant défaut en cascade. Les banques ont toutes connu la même situation aux États-Unis. Elles ne pouvaient plus financer l'économie américaine et donc accorder des crédits aux sociétés et aux consommateurs. Ce qui a provoqué un effet boule de neige qui a grossi à chaque étape.

⁹⁸JACQUES Attali, *La Crise, et après ?*, Fayard, édition Broché, 2008, p227.

3-3-1-- Les causes de la crise 2008

La crise internationale a débuté aux États-Unis en 2007-2008 mais les causes remontent aux années 1990. Plusieurs facteurs entrent en jeu :

- La surproduction dans le secteur immobilier et dans d'autres secteurs de l'économie (notamment l'automobile) ;
- L'hypertrophie du secteur financier, en particulier du secteur bancaire, la déréglementation de ce même secteur, le comportement des patrons des banques ;
- L'augmentation massive des dettes privées ;
- La politique de la Banque centrale des États-Unis (la Réserve fédérale) et du gouvernement de Washington qui ont favorisé, pour des raisons économiques et politiques, le développement d'une bulle spéculative dans l'immobilier.

Les causes de la deuxième crise mondiale proviennent de deux sources principales: les facteurs organisationnels et les facteurs humains. Parmi les facteurs organisationnels, on peut citer :

- La mauvaise gestion des organisations financières ;
- La sous-évaluation des risques financiers, économiques, politiques et sociaux ;
- Le laxisme dans la réglementation des institutions financières ;
- Le déséquilibre de la mondialisation ;
- La surconsommation ;
- Le surendettement.

Parmi les facteurs humains :

- La dégradation des valeurs ;
- La cupidité, l'irresponsabilité, l'insouciance, l'immoralité, l'inaction, l'arrogance, le manque de jugement, le manque d'éthique ;
- Le manque de leadership.

On peut aussi deviser les causes qui sont à l'origine du déclenchement de la crise des subprimes en deux parties :

La première partie : c'est l'impact du contexte mondial : de 1998 à 2003, répondre aux chocs successifs et d'éviter des éventuelles récessions, les banques centrales mondiales avaient baissé longuement et fortement les taux d'intérêt. Cependant une nouvelle phase de croissance est venue, il y a plus des problèmes de liquidité en conséquence de la croissance de

l'activité des établissements financiers et surtout par l'enrichissement général à cause de hausse de prix de pétrole, hausse des prix des matières premières, l'excédent des réserves chinois et autre pays émergents. Cette hausse des prix des matières premières et surtout la croissance de la chine ainsi que la prévision de tout risque inflationniste ont poussé les banques centrales à augmenter leurs taux d'intérêt en l'Angleterre comme en Europe et dans autres pays. Contre toute prévision, la remontée des taux d'intérêt n'a pas entraîné une réduction de liquidité et en plus les marchés obligataires sont restés stables. En effet, l'importance du stock de liquidité a qualifié l'action des banques centrales d'inefficacité. Cette stabilité des rendements obligataires a permis de financer sans cesse des opérations qui appariaient nouvelles telle que les crédits à la consommation et surtout les crédits immobiliers des ménages, financement de rachat des entreprises par des fonds d'investissement et le financement des fonds spéculatifs, etc. En fin, de nombreux investisseurs ont recherché des rémunérations supérieures. Ils ont accepté de financer des opérations de plus en plus risquées comme les Subprimes.

La deuxième partie : est les causes internes et propres aux USA : Au début de l'année 2007, plusieurs signes ont indiqué que le marché résidentiel américain est en train de se trouver de plus en plus hors de portée. En fait, tout commence sur le marché américain des prêts immobiliers subprime .Notons que le système dépend obligatoirement de deux conditions pour assurer sa pérennité : d'une part, les taux d'intérêt doivent être relativement stables et d'autre part, l'immobilier doit être régulièrement apprécié. Entre 2004 et 2006, les taux d'emprunt ont été augmentés par la Fédérale Réserves de 1% à 5,25%. Et cela s'est accompagné d'une baisse des prix de l'immobilier de 20% juste les 18 derniers mois précédent la crise, en raison d'une contraction de la demande, diminuant ainsi l'effet richesse des ménages. Ces éventuelles événements ont rendu la plus part des emprunteurs qui représentent environ 15% incapables de rembourser leurs emprunts puisque les populations le plus fragiles ne peuvent plus assumer l'énorme charge de la dette qui a déclenché les turbulences des marchés. Donc, elles font défaut et leur bien hypothéqué sont vendu par les organismes créanciers, ce qui amène à accélérer encore la baisse des prix immobiliers. Ce phénomène de défaut de paiement a mis en danger les établissements de crédit. En effet, suite à la dépréciation du marché immobilier américaine, la valeur des maisons est devenue inférieure à la valeur du crédit qui a été garantis. Ainsi, ces établissement de crédits, qui désirent récupérer leurs mises en vendant les habitations hypothéquées, se retrouvés paralysés puisque vendre ces biens ne suffisait plus à couvrir leurs pertes.

On peut dire que le cœur du problème est la politique monétaire et la structure anticapitaliste du système bancaire. Entre le 1er janvier 2001 et le 31 décembre 2007, la masse monétaire a cru de 51.4% soit de 6.1% par année alors qu'au cours de cette période, la croissance moyenne du PIB réel n'a été que de 2.4%. La Federal Reserve⁹⁹ a orchestré une baisse massive des taux d'intérêt, qui a stimulé l'endettement et engendré d'énormes distorsions dans l'économie et pas seulement dans le prix des maisons garantissant des hypothèques subprimes, mais bien dans presque tous les actifs, incluant l'immobilier commercial, la bourse, l'énergie, les métaux, etc. C'est ce boum de crédit qui a engendré cette bulle, tout comme pratiquement toutes les bulles de l'histoire de l'humanité. C'est ça la cause sous-jacente. Et cette bulle n'était pas seulement immobilière, elle était généralisée, comme celle qui a implosé en 1929.

Mais comment cette crise a-t-elle déroulé ?

3-3-2-Le déroulement de la crise

On peut résumer ce déroulement en 6 étapes :

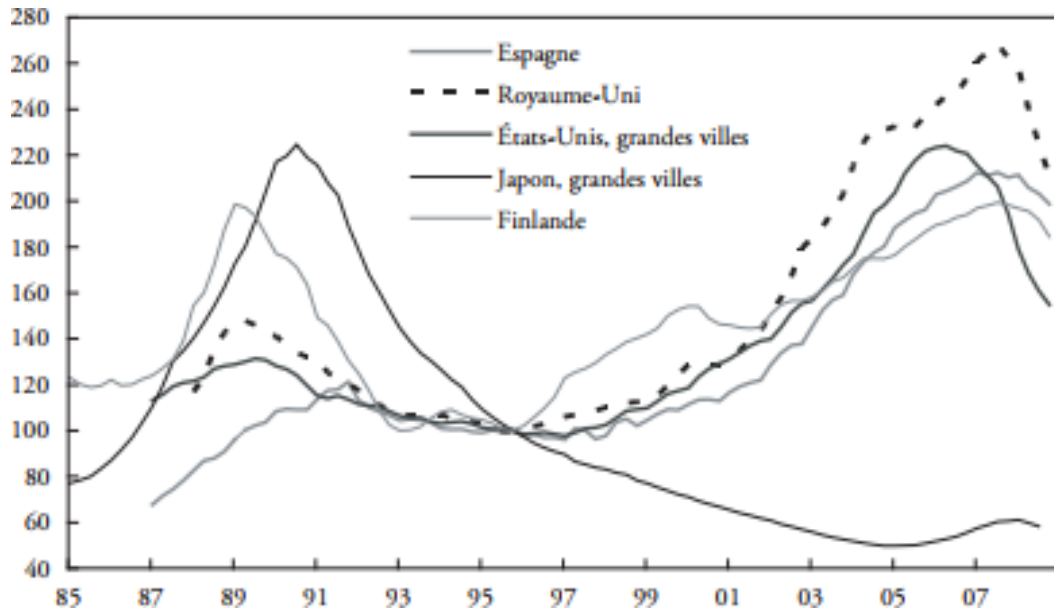
Première étape : La crise financière part des Etats-Unis en août 2007

Le début de la crise a été en été 2007 à cause des "subprimes", des prêts hypothécaires consentis à la classe moyenne américaine. En temps normal, un particulier qui souhaite acquérir un appartement peut emprunter en fonction de son salaire et de sa capacité à rembourser. Parmi les inconvénients du système : l'emprunt est proportionnel au salaire. Si vous ne gagnez pas beaucoup, vous ne pouvez pas emprunter beaucoup, donc vous ne pouvez pas acheter. Les Américains ont donc créé des subprimes pour emprunter ce qu'ils veulent (même si le salaire n'est pas très élevé) mais c'est la maison qui est en garantie. En clair, si vous ne pouvez pas rembourser, la banque récupère la maison et la vend. Mais quand les prix de l'immobilier baissent, les banques paniquent parce que si un emprunteur ne rembourse plus, la banque décide donc de vendre sa maison et de tout récupérer. Mais comme les prix de

⁹⁹La Réserve fédérale ou Federal Reserve ou Fed est la banque centrale des États-Unis. Elle est créée en 1913 à la suite de plusieurs crises bancaires, dont la panique bancaire américaine de 1907. Son rôle évolue depuis et elle renforce son indépendance lors de l'instabilité monétaire des années 1975 et 1985. Le Congrès des États-Unis définit trois objectifs de politique monétaire dans le Federal Reserve: plein emploi, stabilité des prix, et taux d'intérêt à long terme modérés. Les deux premiers sont souvent appelés le « double objectif » ou « double mandat » de la Fed. Outre la politique monétaire, la Fed est maintenant chargée de superviser et réguler le système bancaire, de maintenir la stabilité du système financier, et d'offrir des prestations financières aux organismes de dépôt, au gouvernement fédéral, et aux institutions financières étrangères³. Elle étudie de surcroît l'économie américaine, et publie de nombreux rapports, tels que le livre beige, un résumé des conditions économiques dans chaque région.

l'immobilier ont baissé, la banque perd de l'argent sur la vente ce qui a créé la crise des subprimes comme le montre le graphique suivant :

Graphique n°4 : Prix immobiliers : comparaison internationale



Source : DATASTREAM MACROECONOMIC ANALYSIS.

Alors on peut dire que les problèmes ont commencé lorsqu'un grand nombre de propriétaires étaient dans l'incapacité de faire leurs paiements hypothécaires mensuels. Ils ont donc perdu, un à un, leur maison. Et c'était maintenant au tour des banques d'en être propriétaires. Comme ce phénomène se reproduisait de plus en plus souvent, en s'accéléralant, les banques se retrouvaient, à leur tour, avec des quantités de maisons dont il fallait qu'elles se départissent, si possible, en les vendant à profit. Lorsqu'il y a plusieurs maisons à vendre, le pouvoir passe du côté des acheteurs ayant pour conséquence la diminution du prix des maisons. Certaines banques qui avaient eu trop recours à ce type de prêt se sont retrouvés dans une situation financière critique. Et plus de 2 millions de personnes se retrouvent ruinées aux Etats-Unis, faute de pouvoir rembourser les emprunts.

Deuxième étape : Toutes les banques sont touchées à cause de la titrisation

Pour tenter de limiter les risques de ces crédits d'un nouveau genre, les banquiers ont eu recours à la titrisation ça veut dire la transmission par titrisation¹⁰⁰ des prêts hypothécaires.

¹⁰⁰La titrisation est l'une des grandes innovations financières des années 90, elle consiste à transformer les prêts ou même des crédits automobiles ou encore de carte de crédit en actifs négociables sur les marchés de capitaux. En bref la titrisation est une Technique financière qui vise à transformer des actifs peu liquides en valeurs mobilières facilement négociables.

Ils ont transformé ces emprunts en titre sur les marchés boursiers. Concrètement, si un particulier emprunte 1000 euros, il doit en rembourser 1200 euros à la banque avec les intérêts. Pour gagner plus rapidement de l'argent, les banques ont émis des titres de dette, c'est-à-dire un papier donnant droit à ces 1200 euros. Ces titres de dette se sont échangés sur les places boursières. Si l'acquéreur achète son titre à 1100 euros, il sait qu'il a la garantie de recevoir 1200 euros. Or, à partir du moment où celui qui doit rembourser l'emprunt pour l'achat de sa maison ne peut plus payer, le titre n'a plus aucune valeur. Ce sont ces montages financiers complexes qui expliquent la chute de la bourse car toutes les banques étrangères, notamment européennes, se sont aperçues qu'elles possédaient des titres de subprime qui ne valaient plus rien. Tout le monde en avait mais personne ne savait vraiment combien.

Troisième étape : Les banques se méfient et ne se prêtent plus d'argent

Dans un premier temps, les banques étrangères se sont voulues rassurantes. Comme le cas de la BNP en France, où le directeur a d'abord affirmé que la banque n'avait pas procédé à des placements risqués de ce type. Mais quelques jours plus tard, après analyse, la BNP réalise qu'elle possède des subprimes. Alors le 9 Août 2007, la BNP décide de geler la cotation de trois fonds d'investissement. La panique gagne alors les marchés car plus personne ne se sent à l'abri. A partir de là, les banques vont se méfier les unes des autres et ne plus vouloir se prêter de l'argent entre elles. Cette crise de confiance des marchés interbancaires va entraîner la faillite de certaines banques, malgré l'injection de milliards de dollars de la réserve fédérale américaine et c'est ce qui a passé.

Quatrième étape : Faute de liquidités, certaines banques sont étouffées dès 2007

Il faut expliquer comment fonctionne le système bancaire pour mieux comprendre comment les banques ont fait faillite dès 2007, il faut expliquer comment fonctionne le système bancaire. Quand vous empruntez 100 000 euros à la Société Générale, celle-ci augmente la masse monétaire de 100 000 euros. Elle crée donc 100 000 euros. Mais pour éviter que la machine à billet ne s'emballer ça veut dire la création de la monnaie sans contrôle, la Société Générale doit déposer une partie de la somme créée sur un compte de la Banque Centrale Européenne. C'est ce qu'on appelle les réserves obligatoires. Si le taux de réserves obligatoires est de 1%, la société Générale doit donc déposer sur le compte de la Banque Centrale Européenne la BCE 1 000 euros. Ce système-là permet à la banque centrale européenne de contrôler la création de monnaie. Souvent les banques n'ont pas les liquidités nécessaires pour accorder des crédits (le flux entre l'argent déposé par des épargnants et l'argent prêté aux autres n'est jamais équilibré à l'instant). Elles empruntent donc de l'argent à

une autre banque pour pouvoir verser la réserve obligatoire à la BCE afin de pouvoir accorder le crédit au client. C'est une pratique courante : les banques se soutiennent et se prêtent de l'argent entre elles. Mais quand il y a une crise de confiance, c'est tout le système qui s'enraye. Pour éviter un effondrement général et des faillites en cascade, la banque centrale injecte des milliards, c'est-à-dire qu'elle permet aux banques de récupérer des liquidités à très faible coût. Malgré cela, certaines banques se sont retrouvées étouffées très rapidement : elles ont perdu des sommes énormes avec les subprimes, et elles n'ont pas réussi à poursuivre leur activité de crédit car les autres banques, méfiantes, ont refusé de leur prêter des liquidités pour faire face. De nombreuses banques se sont donc retrouvées dans des situations difficiles : en Grande Bretagne, la Northern Rock a dû être nationalisée, sous peine de disparaître.

Cinquième étape : La transmission par les fonds d'investissement à risque (Hedge Funds¹⁰¹)

Les fonds d'investissement ou les Hedge funds (ou fonds d'arbitrage) sont les fonds spéculatifs qui servent à acheter les créances titrisées. Ils sont caractérisés par des rendements élevés par le fait que l'emprunteur paie des taux d'intérêt supérieur que celui offert sur le marché prime. Quand les performances dégradées de la subprime se sont amplifiées, de nombreux déposants ont retiré leurs fonds et des créanciers ont refusé de reconduire leurs crédits. Alors les fonds de certains établissements financiers internationaux n'ont pu faire face et ont fait défaut. Suite à cette situation, certaines banques américaines ont annoncé le gel des actifs de ces fonds monétaires. Mais quelque mois suivant, les fonds ont relancé avec des décotes positives.

Sixième et dernière étape : La panique gagne les marchés financiers en 2008

Une fois que la crise des subprimes est bien identifiée, les banques ont revendu ces titres à risques, la crise financière était sur le point de se terminer après une dernière secousse fin 2007. Mais la crise est repartie de plus belle en février 2008 quand les banques ont arrêté leurs comptes annuels. Les pertes se sont avérées plus importantes que prévu entre la chute de l'immobilier, la crise des subprimes, les sous secousse de la bourse qui ont fait chuter les

¹⁰¹Le terme Hedge Funds correspond aux fonds spéculatifs. Ils sont un des piliers de la gestion alternative, tout comme le private equity ou capital-investissement (est une forme très ancienne d'investissement par laquelle un investisseur consacre une partie de ses capitaux propres ou sous gestion au développement ou rachat d'une société (ou d'une division) ayant des besoins de croissance, de transmission ou de redressement) et l'investissement immobilier. Leurs stratégies d'investissement reposent sur des prises de risques élevées et donc des espérances de gain élevées. Il est un mode de gestion de portefeuille appliqué par certains fonds d'investissement dits « fonds spéculatifs », « fonds alternatifs », « fonds d'arbitrage », « fonds de couverture ». L'investissement minimal va de quelques dizaines de milliers de dollars parfois, à plusieurs centaines de milliers plus souvent, suivant les fonds. De plus, n'étant par essence pas aussi réglementés que les fonds de placement classiques, ils ne peuvent être distribués au grand public et sont réservés à la catégorie des investisseurs institutionnels ou aux grandes fortunes.

cours, les pertes d'actifs se sont montées à plusieurs dizaines de milliards de dollars pour certaines banques. Dès lors, la crise financière qui était d'abord une crise bancaire va se transformer en krach boursier. A chaque mauvaise nouvelle ou publication des comptes d'une banque, le titre de la banque chute sur les marchés financiers. Les banques ont alors des pertes géantes, et comme en 2007, peinent à trouver des liquidités. Vue la situation de crise, comme en 2007, les banques ne se font plus confiance et le marché interbancaire se grippe. Certains établissements de crédit ont donc vu leur valeur boursière chuté en quelques semaines. Le grand exemple est celui de la banque de Lehman Brothers, la quatrième banque d'affaires de Wall Street, qui a perdu 45% de sa valeur en une seule journée et 94% sur un an. Jamais des chutes aussi vertigineuses n'avaient été constatées depuis la crise de 1929.

Les banques et les firmes d'investissement ont tellement subi de pertes dans cette aventure qu'elles ont dû faire appel au gouvernement américain afin d'éviter une plus grande catastrophe financière encore. Ainsi, par exemple, la firme américaine Goldman Sachs a reçu une aide de 10 000 000 000\$. Il y a aussi eu plusieurs autres banques victimes dans cette crise financière. La banque d'investissement Lehman Brothers est tombée sous la pression des créanciers, une autre banque, BearSterns a été achetée par la banque JP Morgan Chase et finalement, la banque d'investissement Merrill Lynch a été achetée par Bank of America. Plusieurs années après cette crise, nous pouvons encore affirmer que ces effets sont toujours ressentis par les marchés financiers.

Malgré qu'en Europe il n'y ait pas d'équivalent au marché subprime américain, les banques et les organismes de placements européens étaient amplement affectés et ceci est expliqué par le fait que ces banques sont massivement fournies en titres adossés à du subprime auprès des banques américaines.

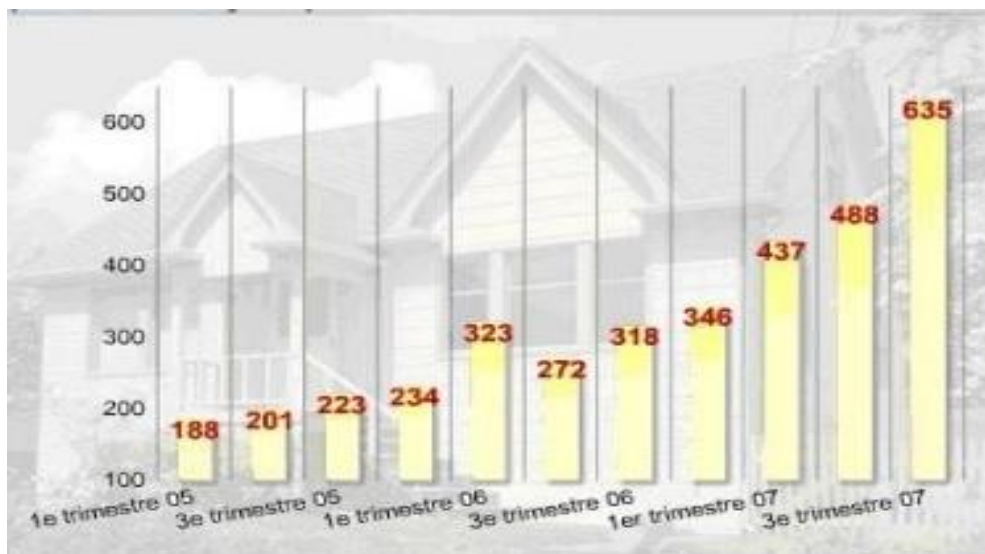
3-3-3-Les conséquences de la crise

Comme toutes les autres crises, la crise de 2008 a beaucoup de conséquences sur le marché américain et sur les marchés et les systèmes financiers mondiaux. La crise des prêts « subprime » américains s'est transformée en crise globale du crédit puis de la liquidité. La crise financière a débordé des mondes de l'immobilier et de la banque en atteignant le milieu boursier. Il y a eu de nombreuses conséquences du point de vue social et économique.

a- les conséquences que cette crise a engendrées au sein de la société américaine et du marché américain

Sur le côté sociales et avec plus de 200.000 maisons saisies chaque mois sur l'ensemble du territoire, les Etats-Unis sont au plus haut niveau des saisies de logement depuis 37 ans, 2 millions de foyers américains devraient avoir à rechercher un logement, soit un foyer sur 63 au niveau national. Parmi eux, les locataires de maisons achetées par des investisseurs qui ne peuvent plus les payer et sont saisis de leurs biens. Ces locataires ont même moins de recours que les propriétaires et peuvent être chassés en quelques jours¹⁰². Nous pouvons observés sur le graphique suivant la monter en flèche du nombre d'expulsions identifiés sur le sol américain, dès le début de la crise américaine au 1er trimestre 2007, ont atteignait déjà un record sur le nombre d'expulsions. Mais la fin de l'année, nous montre l'ampleur que cela a pris, on voit quasi doublé le nombre d'expulsion en moins d'un an.

Graphique n°5 : Le nombre d'expulsions au Etats-Unis en milliers.



Source : Realty Trac foreclosure report.

En 2008, l'année s'est annoncée très dur pour le milieu de l'immobilier, les achats de logements neuf ont chutés de 15% l'année 2007 et de 13% en 2008. Une dégradation des conditions de vie s'en est suivie, les secteurs du bâtiment et des banques on connut des licenciements massifs. Et c'est ainsi que des familles qui appartenaient à la classe moyenne pouvaient se retrouver du jour au lendemain dans des conditions de vie extrêmement précaires. Les différents ménages qui ont réussi à éviter la saisie de leur maison, pour eux la situation n'en est pas moindre, elle reste tendue.

¹⁰²PASCAL S, « La crise financier : Causes, conséquences et solutions », *Institut libérale*, p.5.

Les dépenses des ménages américains ont été extrêmement soutenues. Ils ont été financés par les marchés des actions et surtout par le marché de logement. En effet, plus de 5% des dépenses des ménages aux USA au cours de deux dernières années qui précéder la crise résultaient des extractions hypothécaires¹⁰³. Toutefois, suite à la baisse des prix des logements, cette source de financement des dépenses ne peut être facilement disponible. En plus, l'enthousiasme d'un consommateur américain n'aurait pas un impact seulement sur les secteurs de consommation, mais plus tôt sur des nombreux autres secteurs du marché. Ainsi, cette baisse de la demande des ménages américains se transmettra aux secteurs manufacturiers et des services.

La crise des subprimes a aussi engendré de nombreuses conséquences économiques. Parmi ces conséquences :

- Il n'y a plus d'investissement des entreprises ce qui participe à la baisse de croissance économique du pays.
- La continuité de la dépréciation du Dollar par rapport à l'Euro et à autres devises. En fait la monnaie américaine a touché le niveau le plus bas depuis les années 70 lors de la suspension de la convertibilité du dollar en or. Cela a permis à une augmentation des exportations de produits manufacturiers de plus de 12% tandis que les importations ont augmenté d'à peine 1,7%.
- L'insolvabilité du consommateur américain à entrainer une suppression du facteur principal de la croissance américaine, puisque 2/3 de la croissance américaine était dû à la forte consommation des ménages. La hausse des prix a posé problème car la consommation des ménages tenaient une part importante dans le PIB américain et avec la crise on a constaté que cette part s'est fortement réduite.
- Il y a de nombreuses pertes d'emploi dans secteur bancaire, l'immobilier et le bâtiment au cours des 9 premiers mois de l'année 2007. S'en est suivi de nombreux licenciements. Il ne reste en fait quasiment plus que les emplois gouvernementaux pour contribuer positivement à la création d'emplois chaque mois
- Le taux de chômage reste presque stable car la participation au marché du travail diminue selon les statistiques officielles. Moins de gens veulent travailler, donc les licenciements sont largement compensés dans les chiffres

¹⁰³AICH Sarah, *le système financier international en temps normale et en temps de crise quelles réformes ?*, Mémoire de magistère en sciences économiques, commerciales et sciences de gestions, 2011, p111.

- La chute de Lehman Brothers entraîne avec elle la bourse américaine, puis quelques semaines plus tard toutes les bourses mondiales. Pour pallier la crise, certains États nationalisent les pertes engendrées par les banques en difficultés, garantissent les épargnes et vont même racheter les actifs toxiques.
- La crise des subprimes, a également eu de fortes répercussions sur le secteur industriel. En effet, le secteur automobile représente environ 3 millions de recettes fiscales pour l'Etat, c'est donc un des plus gros employeurs de l'industrie américaine, suite à la crise des subprimes. L'industrie automobile s'est retrouvée dans la tourmente, poussant General Motors, Ford et Chrysler au bord de la faillite.

b- crise sur les systèmes financiers mondiaux

La crise financière n'est pas restée circonscrite aux Etats-Unis, mais s'est propagée sur l'ensemble des places boursières. Les dégâts de la crise des subprimes ne sont plus restreints seulement à l'insolvabilité des emprunteurs des crédits immobiliers américains. En fait, elle a causé d'une part, la faillite des sociétés de crédits spécialisées américaines ou des pertes consécutives des grandes banques américaines qui travaillaient avec elles donc une crise de liquidité globale. D'autre part, la crise de subprimes a engendré des pertes excessives dans les différentes places boursières. L'ampleur sur les banques mondiales Les conséquences de la crise américaine des subprimes sur les marchés financiers de ces pays sont énormes. Des grandes banques d'affaires américaines et européennes ont enregistré d'importantes dépréciations d'actifs. En France comme le reste des pays du monde, son économie s'est retrouvée fortement touchée par cette crise. Les banques françaises se sont rendues comptes qu'elles détenaient dans leurs actifs certains titres risqués et elles ont donc été obligées de recourir à des dépréciations massives de leurs actifs. Le grand exemple est celui du BNP Paribas qui a notamment déprécié pour 301 millions d'euros d'actifs, et un total de 1,2 milliard d'euros pour l'ensemble de l'année 2007. La Société Générale, plus touchée, a dû passer une dépréciation d'un montant de 404 millions d'euros, et au total 2,57 milliards d'euros pour l'année 2007. Les autres pays comme Allemagne, la Deutsche Bank a passé une dépréciation de 2,2 milliards d'euros uniquement pour le troisième trimestre de 2007. La banque suisse, UBS a pour sa part passé une dépréciation d'un montant de 11 milliards de Francs suisses (environ 8.5 milliards d'euros). Au Japon, la banque Mizuho, qui est la banque japonaise la plus touchée, a perdu 9,3 milliards d'euros. Le FMI a publié le 8 avril son édition d'avril du Rapport sur la stabilité financière dans le Monde. Ce rapport chiffre environ 945

milliards de dollar comme coût de la crise pour le système financier mondial, dont plus de la moitié (565 milliards) pour les banques.

Cette crise a des effets sur les valeurs boursières. Le cours des actions des principales banques a été touché pendant l'été 2007, ce qui a fait également baisser les principaux indices boursiers¹⁰⁴ tel que DOW JONES (-7%), CAC (-12%), NIKKEI (-10%) et FTSE(-10%). A titre d'exemple le 21 Janvier 2008, la bourse de Paris a chuté de 6,83 % du jamais vu depuis le 11 septembre 2001. Alors il est clair que les grandes boursières mondiales ont toutes subi une sévère purge au cours de l'été de l'année 2007. Donc la crise des subprimes s'est étendue au monde entier et ce à cause des facteurs de transmission qui sont essentiellement : la transmission par titrisation des prêts hypothécaires et la transmission par les fonds d'investissement.

Les défaillances produites par cette crise ont entraîné des réactions en chaîne sur les marchés. La courroie de transmission : les véhicules de titrisation. Technique financière sophistiquée, la titrisation consiste à transférer des actifs ou les risques de crédit y afférents sous une forme structurée à des investisseurs tiers. Elle donne lieu à une émission de titres sur les marchés de capitaux, comme les crédits hypothécaires et regroupés par "tranches". Certaines de ces tranches incluaient des crédits touchés par des défaillances ou défauts de paiement de ménages. Les investisseurs se sont alors retirés de ces produits qu'ils considéraient comme trop risqués. Par conséquent certains fonds n'ont plus pu être cotés. L'absence de demande pour certains titres contenus dans ces fonds a en effet empêché de calculer la valeur liquidative de ceux-ci. Cette valeur liquidative résultant de la confrontation de l'offre et de la demande comme le cas de BNP Paribas qui a gelé ses trois fonds. Ces opérateurs ont des comportements souvent suivistes et l'information circule très vite sur les marchés. La défiance vis-à-vis des produits de titrisation s'est propagée à d'autres segments de marché, notamment celui des commercial paper¹⁰⁵, qui représentent d'énormes montants. Les investisseurs n'ayant plus confiance dans ces actifs, ils s'en sont retirés - pour se reporter sur

¹⁰⁴Un indice boursier est une mesure calculée à partir du regroupement des valeurs des titres de plusieurs entreprises. Ainsi, l'indice boursier permet de révéler la santé d'une bourse, d'un marché, d'une zone géographique ou d'un secteur d'activité. Il permet de mesurer l'évolution des marchés boursiers ; on le définit généralement comme un « panier représentatif ». Ils servent également de référence pour mesurer les performances boursières des investisseurs et des gestionnaires de portefeuilles. Et parmi ces indices DOW JONES est le plus vieil indice des bourses de New York et le plus vieil indice boursier du monde ; CAC est le principal indice boursier de la bourse de Paris ; NIKKEI est le principal indice boursier de la bourse de Tōkyō et FTSE est un indice boursier des cent entreprises britanniques les mieux capitalisées cotées à la bourse de Londres

¹⁰⁵Commercial paper se sont des titres de créances négociables émis par les entreprises sur le marché monétaire donc de court terme

des instruments qu'ils jugeaient plus sûrs. Cette chute de la demande a entraîné un assèchement de la liquidité sur les marchés.

Avec de tels dégâts, les autorités ont donc été obligées d'intervenir par crainte de voir leurs économies sombrer par des plans de relances.

3-3-4-Plans de relance partout dans le monde

Pour faire face à cette crise les autorités américaines ont pris des mesures financières afin de relancer l'économie, à travers des plans de relance économique :

Le premier plan est l'intervention de l'Etat qui a été effectuée par le président Georges W Bush en 2008, il a voulu utiliser les baisses d'impôts pour doper l'économie. Le président américain a proposé un plan de relance qui visait à injecter 168 milliards de dollars sur 2 ans dont 150 milliards la 1^{ère} année pour éviter la récession. Cette somme représente 1% du PIB de cette année. Ce plan est fiable et temporaire, il permet de remettre de l'argent entre les mains des entreprises et des travailleurs américains. Ce plan prévoit un remboursement d'impôts pour environ 130 millions de personnes qui recevront entre 600 et 1 200 dollars et un bonus de 300 dollars par enfant. Mais le succès de cette mesure n'était pas garanti, cela devait dépendre de la façon dont les Américains allaient dépenser cet argent pour consommer ou épargner. La banque centrale a dû abaisser son taux directeur pour le ramener à 3% et l'administration a cherché, à minimiser l'impact de la crise de l'immobilier. Pour cela, les prêteurs hypothécaires américains ont accepté de rallonger le délai de remboursement de 30 jours pour les ménages en retard de paiement avant la saisie de leur logement.

Le deuxième plan où l'administration Bush a mis le second plan de sauvetage d'un montant de 700 milliards de dollars afin de venir en aide aux banques, de plus une partie de ce montant correspondant à une aide d'environ 14 milliards de dollars qui a été accordée au secteur de l'industrie automobile. Le département de l'énergie a également octroyé 25 milliards de dollars à un programme visant à développer les voitures électriques.

Le troisième plan est le plan de relance de Barack Obama d'un montant de 789 milliards de dollars vise principalement à créer 3 à 4 millions d'emplois.

En France, le gouvernement de Nicolas Sarkozy a voté un plan de relance d'un montant de 26 milliards d'euros, parmi lesquels 11 milliards seront destinés à « améliorer la trésorerie des entreprises » et 11 autres milliards seront versés à des opérations sanctionnées

par l'État français. Finalement, le plan de relance français se chiffrera à un montant de 34 milliards d'euros, notamment à cause des prêts consentis aux constructeurs ou les différentes aides proposées aux ménages.

En Allemagne, le Bundestag a voté un plan de relance de 50 milliards d'euros, soit le plus vaste depuis l'après-guerre. Ce plan comprend notamment une baisse d'impôts de l'ordre de 18 milliards d'euros, et un montant de 17 milliards réservé pour l'investissement dans les infrastructures.

Au Japon, il y aura principalement trois plans de relance. Le premier, d'un montant de 73 milliards d'euros, afin de soutenir les agriculteurs. Un second interviendra en octobre 2008, avec un montant de 207 milliards d'euros principalement destinés à relancer la consommation. Enfin, un dernier plan d'un montant de 192 milliards d'euros qui sera principalement destiné à engendrer une baisse d'impôts.

3-3-5-Les mesures entreprises pour sortir de la crise

a- Les réunions du G20 et G7

-Le G20 a commencé à discuter de premières mesures face à la crise mondiale

Les pays les plus avancés et les grands pays émergents ont commencé à discuter de premières mesures pour faire face à la crise financière internationale. Les ministres des Finances et les gouverneurs des banques centrales du G20 sont convenus de "tirer les leçons de la crise et de prendre toutes les mesures nécessaires pour restaurer la confiance des marchés et la stabilité et minimiser le risque d'une nouvelle crise". Le président brésilien Luiz Inacio Lula da Silva, se faisant le porte-parole des pays émergents, a réclamé une "nouvelle architecture financière mondiale" face à la crise, lors de cette réunion ministérielle du G20 qui doit esquisser une réforme de la gouvernance économique mondiale. "Il s'agit d'une crise mondiale qui exige une réponse mondiale. C'est le moment de formuler des propositions pour un changement réel dans l'architecture financière mondiale", a assuré Lula, qui a demandé un rôle accru pour les pays émergents dans la gouvernance économique mondiale. Les pays émergents et avancés du G20 ont également affirmé que le Fonds monétaire international (FMI) "devait avoir un rôle dirigeant dans cette tâche, en conformité avec son mandat". Et dit que les institutions de Bretton Woods, comme le FMI et la Banque mondiale, créées au lendemain de la Seconde Guerre mondiale, doivent être réformer de manière profonde afin qu'elles reflètent mieux les différents poids des économies dans l'économie mondiale et

qu'elles répondent mieux aux futurs défis. Les économies émergentes et en développement doivent avoir une plus grande voix et représentation dans ces institutions", affirme le G20. "Le rétablissement des circuits financiers était une nécessité absolue" pour tous les pays du G20 alors que la contraction du crédit a gagné toute la planète. Le G20 concentre 85 % du PIB de la planète et les deux tiers de sa population. Il rassemble sept économies avancées (Allemagne, Canada, Etats-Unis, France, Italie, Japon et Royaume-Uni), l'Union européenne et les principaux pays émergents (Afrique du Sud, Arabie saoudite, Argentine, Australie, Brésil, Chine, Corée du Sud, Inde, Indonésie, Mexique, Russie et Turquie). La réunion de Sao Paulo du G20 doit jeter les bases d'une réforme du système financier international pour éviter que ce genre de crise se reproduise à l'avenir¹⁰⁶.

-Le G7 contre le protectionnisme et pour la stabilisation de l'économie et des marchés :

Les grands argentiers du G7 se sont retrouvés après avoir une lourde aggravation de la récession au quatrième trimestre dans la zone euro, et en particulier en Allemagne et en Italie. Ils ont affirmé dans leur communiqué final : « la stabilisation de l'économie mondiale et des marchés financiers reste notre plus haute priorité. Des réformes urgentes du système financier international sont nécessaires, la crise ayant souligné ses faiblesses profondes ».

« Nous avons pris collectivement des mesures exceptionnelles pour répondre à ces défis et nous réaffirmons notre engagement à agir ensemble en utilisant une palette complète d'outils pour soutenir la croissance et l'emploi et renforcer le secteur financier » ont affirmé les grands argentiers.

Les ministres ont d'ailleurs chargé leurs services de préparer dans les quatre prochains mois un rapport sur « le développement d'une palette commune de principes et normes, sur la propriété, l'intégrité et la transparence de l'activité économique et financière internationale ». Les ministres des Finances des pays du G7 rappellent que les mesures anti-crise doivent être mises en œuvre rapidement, être substantielles, temporaires sans mettre en péril les finances publiques. La stabilisation de l'économie mondiale et des marchés financiers était sa plus haute priorité. Les participants se sont engagés à ne pas céder au protectionnisme face à cette crise. Le G7 a également estimé que des réformes urgentes du système financier international sont nécessaires car la crise a mis en exergue des faiblesses profondes de celui-ci. « Nous avons pris collectivement des mesures exceptionnelles pour répondre à ces défis et nous assurons notre engagement à agir ensemble en utilisant une

¹⁰⁶AICH Sarah, op.cit, p116.

palette complète d'outils politiques pour soutenir la croissance et l'emploi et renforcer le secteur financier » affirme le G7. Il se félicite aussi des réponses mises en œuvre par d'autres pays et notamment des mesures budgétaires prises par la Chine ainsi que son engagement continu à aller vers un taux de change plus flexible qui doit conduire à l'appréciation continue du Yuan, la devise du géant asiatique, source de tensions récurrentes avec ses partenaires commerciaux. Le club des pays riches a indiqué aussi qu'il restait engagé à éviter des mesures protectionnistes et à ne pas ériger de nouvelles barrières. La réglementation financière point majeure des discussions. La crise a mis en lumière les profondes faiblesses du système financier international et rendu nécessaires d'urgentes réformes. Le FMI, qui doit bénéficier de nouvelles ressources, a un rôle crucial à jouer et soutient les pays émergents dans leur accès au crédit. Le G7 s'engage donc à continuer à travailler avec ses partenaires pour accélérer la réforme du cadre réglementaire¹⁰⁷.

Mario Draghi le président du Forum de stabilité financière (FSF)¹⁰⁸ est également gouverneur de la Banque d'Italie, s'exprime que c'est le Fonds monétaire international (FMI) qui devra veiller au respect de ces nouvelles règles. Le FMI, à travers les Programmes d'évaluation du secteur financier (PESF), a la possibilité de se rendre dans les pays pour s'assurer que les structures de contrôles (des marchés) sont adéquates et de (faire en sorte) qu'elles fonctionnent mieux à l'avenir, a expliqué M. Draghi « Nous envisageons de rendre ces (visites) de contrôle obligatoire pour tous ceux qui adhèrent au FMI ».

Par ailleurs, cette crise a été l'occasion pour les acteurs du système financier mondial, que ce soit les établissements privés, régulateurs, banques centrales, de s'interroger sur les limites de l'ordre financier international et sur la nécessité de son renouveau. Dans ce domaine, les initiatives du G 20 ont marqué le retour de la régulation selon un double dynamique visant à la fois l'extension de son champ d'application et l'harmonisation internationale des normes comptables et prudentielles sur lesquelles elle s'appuie. Les chantiers engagés sont vastes et les domaines variés : le renforcement de la surveillance micro-prudentielle des établissements, l'amélioration de la résilience du système grâce à des incitations modifiées (règles de rémunération), l'adoption d'une approche globale des risques du système financier (approche macro-prudentielle), la refonte de l'architecture des

¹⁰⁷AICH Sarah, op.cit, 119.

¹⁰⁸Le FSF a été mis en place en 1999 par les grands pays industrialisés pour réfléchir aux moyens de stabiliser le système financier, dans le sillage de l'impact dévastateur des crises financières qui ont secoué le monde en 1997 et 1998. Il réunit les ministères des Finances, banques centrales et autorités de régulation financière de douze pays, ainsi que des institutions internationales, comme le FMI, la Banque mondiale ou la Banque des règlements internationaux (BRI).

institutions internationales et de la supervision financière (rééquilibrage de la représentation des pays émergents et organisation de la micro et de la macro surveillance en Europe).

Enfin le G7 est sorti de cette réunion avec cinq points du plan qui sont ¹⁰⁹ :

- 1- Prendre des mesures décisives et utiliser tous les outils à notre disposition pour soutenir les institutions financières d'importance systémique et empêcher qu'elles fassent faillite.
- 2- Prendre toutes les mesures nécessaires pour débloquer le crédit et les marchés monétaires et pour assurer que les banques et les institutions financières aient un accès large aux liquidités et aux capitaux.
- 3- Faire en sorte que nos banques et nos autres intermédiaires financiers majeurs puissent, quand c'est nécessaire, lever des capitaux de sources publiques comme privées, en des montants suffisants pour restaurer la confiance et leur permettre de continuer à prêter aux ménages et aux entreprises.
- 4- Faire en sorte que nos programmes nationaux respectifs de garantie des dépôts bancaires soient robustes et cohérents, de manière à ce que nos petits déposants puissent continuer à avoir confiance dans la sécurité de leurs dépôts.
- 5- Prendre des décisions, lorsque c'est approprié, pour relancer le marché secondaire de la dette hypothécaire et d'autres actifs titrisés. Des évaluations précises, une information transparente sur ces actifs et la mise en œuvre cohérente de normes comptables de haute qualité sont nécessaires.

Ce plan qui se présente en cinq points rendu public par le G7 prévoit que les pays membres débloquent le crédit et les marchés monétaires. Il stipule que les Etats permettent aux banques de lever des capitaux auprès des secteurs public et privé. Le texte plaide en faveur de garanties robustes et cohérentes des pouvoirs publics aux dépôts des épargnants. Les Sept se sont dits prêts à faire le nécessaire pour débloquer le marché du crédit immobilier, à l'origine de la crise financière.

b-Des stratégies de sortie de crises

Pour sortir de cette crise il faut mettre des politiques qui doivent être nécessairement porté sur les deux foyers de développement de celle-ci¹¹⁰. Il s'agit d'une part de faire face à la

¹⁰⁹AFP agence France presse, « Le plan d'action en cinq points du G7 », 2008.

¹¹⁰SFILIMBERGO A., SYMANSKY.S, BLANCHARD. O.J et COTTARELLI.C, « Fiscal policy for the crisis », CEPR DP, 7130, 2009, p21.

crise bancaire et financière, c'est-à-dire de retrouver un fonctionnement normal du système financier. D'autre part, il s'agit de mettre en œuvre un ensemble de mesures de régulation macroéconomique permettant de faire face aux effets réels de la crise financière. Il convient alors d'évaluer préalablement la durée et l'ampleur attendues de la crise, afin de mettre en œuvre des politiques budgétaires adaptées : temporaires et ciblées si la crise semble conjoncturelle ; permanentes et larges si la crise est structurelle. Là on trouve plusieurs points qu'on va les citer comme suit :

-Tentative de sauvetage à coût de centaines de milliards

Pour faire face à cette crise, les banques centrales et les Etats sont venus à l'aide de tous les établissements les plus fragiles pour éviter des faillites qui peuvent avoir des conséquences très importantes sur l'économie réelle. Alors pour sortir de crise :

1- Les banques centrales ont injecté de nouveau des liquidités pour que ces banques puissent emprunter. Mais cette solution a des limites : la création monétaire doit être fortement encadrée sinon, il y a un risque très élevé d'inflation. Les prix pourraient s'envoler et accélérer ainsi la propagation de la crise dans l'économie réelle.

2- Les banques centrales ont volé au secours de certaines banques en récupérant à leur compte les titres dépréciés, comme les subprimes. C'est ce qu'a fait la banque centrale américaine pour sauver la banque d'investissement Bear Stearns. La banque centrale américaine a récupéré 29 milliards d'actifs toxiques (dépréciés et peu sûrs) et facilité la reprise de Bear Stearns par une autre banque JP Morgan. Là encore, cette solution a des limites. La banque centrale américaine ne peut effacer d'un seul coup des milliards de pertes pour chaque banque en difficulté.

3- Le gouvernement américain a tenté de sauver certains établissements pour éviter un effondrement de tout le système bancaire. Par exemple, Freddie Mac et Fannie Mae, deux géants américains du crédit hypothécaire, ont été placés sous la tutelle du gouvernement. Le trésor américain va dépenser 200 milliards de dollars pour sauver ces deux établissements. Seulement, le gouvernement américain ne peut sauver toutes les banques en difficulté : d'abord parce que cela coûte des milliards de dollars aux contribuables, et ensuite parce que cela donnerait de très mauvais signes aux marchés financiers, qui auraient l'impression de bénéficier

d'une certaine impunité. A quoi bon assainir le système si les Etats sont prêts à aider toute le monde à coût de plusieurs centaines de milliards de dollars ? Voilà pourquoi le Trésor américain a refusé de voler au secours de la banque Lehman Brothers, qui a donc fait faillite.

De nombreuses banques ont tombé dans des situations difficiles. Le gouvernement américain a tenté de convaincre le congrès de voter un plan de sauvetage de 700 milliards de dollars. Les marchés financiers ont resté toujours aussi volatiles, la confiance n'est pas revenue. Tout ceci à u des conséquences sur l'économie réelle en Amérique, France et en Europe : les banques on durcit les conditions de crédit pour les particuliers (les prêts immobiliers sont plus difficiles à obtenir) et pour les entreprises (les investissements vont se ralentir). Le capitalisme financier connaît donc l'une des plus graves crises depuis le krach boursier de 1929. Cette crise a frappé par sa rapidité et son enchaînement. Cette crise immobilière américaine s'est transformée en crise financière et bancaire, elle a même entraînant une crise économique mondiale avec des risques de récession aux Etats-Unis, en Europe et partout ailleurs. Signe que la crise est sérieuse, la croissance et les chiffres du chômage sont très mauvais.

-Quelles leçons pour les plans de sauvetage du secteur financier mis en œuvre ?

Là on parle de l'expérience de la Grande Dépression qui a montré que les coûts sociaux de l'effondrement du système bancaire sont trop élevés pour que la faillite constitue une stratégie de sortie. La faillite de Lehman Brothers en septembre 2008 a rappelé que le système financier pouvait difficilement absorber ce type de choc. Le marché interbancaire ou la panique a eu lieu avec une crise de liquidité, a obligé les banques centrales à intervenir massivement en jouant leur rôle de prêteur en dernier ressort. Les mises en faillite ne sont évidemment pas à proscrire. Elles sont un outil nécessaire de sanction des erreurs de gestion. Mais elles ne peuvent se faire que dans un cadre qui protège les déposants et en s'assurant qu'elles ne créent pas de risque systémique. On a vu également que les solutions privées trouvaient rapidement leurs limites lorsque la crise est systémique. Ces solutions, qu'elles soient totalement décentralisées ou assistées par le gouvernement, représentent souvent la première voie envisagée. Comme la banque britannique Barclays qui a sollicité ses actionnaires de références, China Development Bank et Temasek qui a mis une opération d'augmentation de capital en juin 2008, tandis que les activités de la banque Bradford et Bingley ont été rachetées par la banque espagnole Banco Santander. Ce type de mesure présente l'avantage de ne pas faire porter le coût de la recapitalisation aux contribuables. Mais

ces opérations se sont vite avérées insuffisantes. Dès lors que la solvabilité de nombreux établissements est menacée, la confiance s'érode et les investisseurs privés disposés à absorber des pertes incertaines se font de plus en plus rares. L'intervention publique s'avère donc indispensable. Les expériences japonaise et américaine au cours des décennies 1980 et 1990 ont montré que ces interventions devaient être rapides. Nier les problèmes dans l'espoir qu'ils se résorbent d'eux-mêmes amène plutôt à reculer pour devoir sauter une haie plus haute ensuite. Même si elles ont parfois tardé à prendre conscience de l'ampleur de la crise, les autorités européennes et américaines se sont montrées plus vigilantes. Les banques centrales ont dès le départ assuré la liquidité du système financier agissant même dans un souci évident de concertation. Au niveau budgétaire, les premières réponses se sont organisées dans la précipitation répondant à l'urgence de la situation. Il a fallu ensuite attendre le dernier trimestre 2008 pour que s'engagent des discussions avancées dans chaque pays sur des stratégies globales de résolution de la crise¹¹¹.

Les expériences passées que nous avons les citer en matière de résolution des crises bancaires et financières fournissent quelques leçons sur la stratégie à mettre en œuvre ainsi que sur les conditions de réussite des plans de sauvetage on les rédige comme suivant :

- Il faut agir rapidement : la passivité des autorités japonaises pendant la décennie perdue et américaines au cours de la crise des caisses d'épargne est reconnue comme un facteur aggravant de ces deux crises. De ce point de vue, les initiatives se sont multipliées en Europe comme aux États-Unis montrant que les autorités budgétaires n'étaient cette fois-ci pas disposées à laisser la situation se dégrader. Des opérations de garantie des dépôts ou des prêts interbancaires aux injections de fonds propres, la palette de solutions proposées est très large. Sans doute aurait-il été préférable de proposer plus rapidement une solution cohérente et globale, mais étant donné la complexité des actifs concernés et l'étroit enchaînement des problèmes de liquidité et de solvabilité, il était difficile de prendre la mesure de l'ampleur de la crise et des solutions adaptées pour en sortir.
- La recapitalisation : les échecs comme les réussites passées soulignent l'importance du besoin de fonds propres lors des crises bancaires. Dès l'instant que le problème dépasse la question de la liquidité temporaire, les établissements bancaires doivent récupérer suffisamment de fonds propres pour absorber les pertes. La dégradation des

¹¹¹CHRISTOPHE Blot, JEROME Creel, CHRISTINE Riffart et DANIELLE Schweisguth, « Petit manuel de stratégies de sortie de crise : Comment rebondir pour éviter l'enlisement ? », *OFCE, Centre de recherche en économie de Sciences Po*, 2009, p.364.

résultats des banques a été brutale et une large part des plans de sauvetage annoncés à partir d'octobre 2008 visait à satisfaire ce besoin de fonds propres sous différentes formes. Au Royaume-Uni, le gouvernement a annoncé un plan de 50 milliards de livres, qui lui permet de prendre des participations dans les groupes bancaires en difficulté. Ce faisant, deux banques ont été de fait nationalisées puisque le gouvernement détient, par le biais d'une société holding, 43 % du groupe Lloyds TSB et 70 % de Royal Bank of Scotland. Aux États-Unis, 125 milliards de dollars ont été alloués en faveur des neuf principales banques. L'injection de fonds propres se fait sous forme d'actions préférentielles¹¹² sans le droit de votes. La France est également intervenue en faveur de ses banques par le biais de la Société de Prise de Participations de l'État (SPPE)¹¹³ afin de permettre aux principaux établissements de consolider leurs fonds propres. 10,5 milliards ont déjà été versés sous la forme de titres de dette subordonnés à durée indéterminée. Ainsi, le gouvernement ne rentre pas précisément dans le capital des entreprises aidées mais leur permet d'améliorer leur ratio de

¹¹²Les actions de préférence regroupent dans un régime plus général et plus souple les actions de priorité, les actions à dividende prioritaire sans droit de vote (ADP) et les certificats d'investissement (CI). Leurs caractéristiques sont très largement laissées à la liberté de l'émetteur. Ce sont des actions qui peuvent donner droit à des avantages pécuniaires (dividende majoré,...) ou politiques (droit de contrôle spécifique,...), dont les règles de rachat peuvent être spécifiques et qui peuvent encore donner des droits dans une filiale (actions traçantes ou tracking shares). On peut dire aussi une action de préférence est en France un type particulier d'actions qui découlent de l'ordonnance n° 2004-604 du 24 juin 2004. L'ordonnance a entendu placer sous un seul et même régime l'ensemble des actions particulières, c'est-à-dire qui dérogent au principe de proportionnalité (une action = une voix = une fraction du dividende). Les actions de préférence ne sont cependant pas les seules actions particulières qui existent encore puisque les autres actions émises avant l'entrée en vigueur de l'ordonnance (actions de priorité, actions à dividende prioritaire sans droit de vote, etc.) continuent d'avoir cours.

¹¹³ SPPE fut un des outils de la réponse française à la déroute bancaire, avec la Société de Financement de l'Economie Française, forme française du SLS britannique (Special Liquidity Scheme) et du Tarp américain. Lorsque la crise éclata, suivant l'effondrement de Lehmann Brother, la bancaire sombra littéralement. Le ne fonctionnait plus, les banques excédentaires en ressources ne voulaient plus prêter aux banques déficitaires, c'est-à-dire principalement les banques d'investissement qui dépendaient des emprunts sur le marché interbancaire. Afin d'éviter un engrenage qui promettait d'être infernal, à la clé, les autorités françaises prirent des décisions d'urgence dont celle de créer un fonds spécial pour aider les banques françaises quel que soit leur statut. La SPPE fut lancée courant 2008, d'abord, pour sauver Dexia. Puis, le gouvernement français prit l'initiative de lui faire relayer les augmentations de capital qui devaient être impérativement engagées dans les plus brefs délais. Dans le cadre de cette mission, la SPPE devait prendre des participations ou souscrire à l'émission de titre « hybrides » et renforcer les fonds propres des banques qui en feraient la demande. Le programme était d'une belle ampleur puisque, dès le départ, il était admis qu'elle pourrait lever plusieurs dizaines de milliards d'euros. Dès son lancement, la SPPE acquit l'équivalent de 19,75 milliards d'euro sous forme de prises de participation en diverses formes, de prêts subordonnés et de prêts dits hybrides. Aux côtés de ces apports, une autre action était menée par l'intermédiaire de la Société de Financement de l'Economie Française. Il s'agissait d'emprunter des fonds pour les prêter aux banques françaises en mal de liquidités. Plus de 300 milliards furent initialement envisagés, et ... finalement, 77 milliards d'euro qui auront été levés sur les marchés. En octobre 2009, une fois les remboursements des banques effectués, les opérations de la SPPE étaient retombées à 7, 65 milliards d'euro. En début 2011, quasiment toutes les banques avaient soldé leurs opérations avec le SPPE. Un signe ne trompe pas : le site internet de la dite SPPE n'a pas bougé depuis 2009. L'opération « SPPE » a atteint son objectif mais, néanmoins, suscitait la réserve de commentateurs et surtout de la Cour des Comptes qui, en mai 2010, estimait que l'Etat n'avait pas été si bien rétribué de ses services

solvabilité. Il faut ajouter que les situations ne peuvent encore être considérées comme stabilisées. De nouvelles tranches peuvent être émises en France et la question d'une nationalisation complète de RBS et Lloyds TSB se pose au Royaume-Uni. Cet aspect constitue une limite potentielle de la stratégie de recapitalisation puisque le gouvernement peut être amené à intervenir de nouveau si les premières injections n'ont pas été suffisantes pour absorber l'apparition de nouvelles pertes.

- Le cantonnement : un débat reste ouvert à propos du recours à des fonds de défaisance ou badbanks. Dans la première version du plan Paulson¹¹⁴, il s'agissait principalement de lancer un programme de rachat des actifs toxiques¹¹⁵ en vue de les placer dans une structure de cantonnement. Toutefois, l'incapacité de fixer un prix juste à ces actifs a mis en lumière toutes les difficultés inhérentes à la création d'une structure de cantonnement. La nature même des actifs en cause rend la tâche difficile. Il faut en effet déterminer un prix de transfert qui, s'il est trop élevé constitue une subvention au système bancaire payée par les contribuables, et s'il est trop faible ne permet pas de soulager les banques. Ensuite, le fonds est chargé de liquider les actifs au meilleur prix. Néanmoins, la crise porte sur des actifs plus complexes que ceux traités dans des

¹¹⁴Le plan Paulson, ou TARP, est l'une des mesures mises en place par les États-Unis à partir de septembre 2008 pour faire face à la crise financière de 2008, elle-même enfantée par la crise des subprimes. Il s'appuie sur l'Emergency Economic Stabilization Act of 2008, une loi initialement proposée par le Secrétaire au Trésor des États-Unis Henry Paulson et par le président de la Réserve fédérale des États-Unis Ben Bernanke. Il a pour ambition d'enrayer la propagation du cyclone qui balaye le système bancaire international. Faisant suite à la faillite de Lehman Brothers, ce plan propose une solution globale d'envergure qui contraste avec les politiques de gestion « au cas par cas » utilisées depuis le début de la crise financière. Dans les grandes lignes, le plan Paulson prévoit le rachat par l'État américain des créances douteuses détenues par les banques, et devenues toxiques à la suite de l'aggravation de la crise des subprimes. Essentiellement composés de dérivés de crédits immobiliers, ces actifs « plombent » très lourdement le bilan des Banques. Aussi, la création d'une cellule de cantonnement, destinée à accueillir, regrouper et gérer ces actifs toxiques, permettrait de réduire le risque de faillite du système bancaire. La technique du cantonnement, déjà utilisée lors de la faillite des caisses d'épargne américaines à la fin des années 1980, rétablirait ainsi la confiance du marché dans la solidité financière des banques, et permettrait de résoudre la crise de liquidité qui a sévèrement fragilisé les établissements financiers de la planète. Parmi ses inconvénients Le financement de ce plan par de la dette publique constitue l'un des points les plus contestés par l'opinion et les élus qui refusent de payer les excès de risques pris par les banquiers de Wall Street. Par ailleurs, l'exécution pratique du plan s'avère également être plus complexe que prévue, notamment en raison de l'incapacité des banques à valoriser correctement le prix des actifs toxiques présents dans leur bilan. En effet, la quasi-disparition de la demande du marché pour ce type de produits a accentué la dégradation des prix, et a sensiblement réduit la qualité des évaluations faites par les banques et les auditeurs pour valoriser ces actifs. Par conséquent, la question du prix de rachat par l'État américain des créances toxiques des banques reste ouverte. Alors qu'un prix trop élevé serait injuste pour le contribuable américain, un prix trop bas conduirait les banques à enregistrer des pertes supplémentaires qui pourraient leur être fatale. D'ailleurs, ce débat sur la « juste valeur » des actifs s'inscrit dans une problématique plus générale sur la part de responsabilité des nouvelles normes comptables dans l'aggravation de la crise.

¹¹⁵L'expression actifs toxiques désigne des instruments de placements (actifs financiers) basés sur les subprimes, devenus illiquides et entraînant une forte dépréciation des bilans, voire la faillite, des institutions financières qui les détiennent en portefeuille et appliquent la méthode comptable de la juste valeur.

expériences précédentes¹¹⁶. Dans le cas suédois, souvent cité en exemple, les actifs transférés étaient en majorité liés au marché immobilier. Les actifs ont été rachetés à leur valeur comptable et le fonds de défaisance a ensuite directement traité avec le débiteur pour se faire payer ou récupérer le collatéral, qui pouvait ensuite être mis en vente. La situation actuelle présente des différences notables puisque les titres ont un lien très ténu avec la créance initiale. C'est le principe même de la titrisation qui conduit à mélanger les créances, quel que soit immobilières, cartes de crédit, obligations, ...ex, au sein d'un actif. Il est donc exclu de remonter à la source de la créance dans l'espoir de récupérer un collatéral si le débiteur se trouve dans l'incapacité de régler sa dette. En outre, les montages juridiques sont aussi complexes que les montages financiers et les parties prenantes sont nombreuses comme banque initiatrice du crédit, conduits de titrisation, rehausseur de crédit, assureur, investisseur final, chacun jouant un rôle dans la répartition des gains et surtout des pertes. Le cantonnement présenterait l'avantage d'isoler les actifs toxiques en espérant ainsi fixer définitivement les pertes de chaque établissement. Mais la cession des actifs dépendra de la valeur fondamentale de l'actif et du retour de la liquidité sur les marchés de produits structurés. La stratégie proposée en mars 2009 par le Secrétaire d'Etat au Trésor américain Geithner écarte la solution de pur cantonnement dans une structure publique et privilégie un partenariat public/privé visant à racheter les actifs toxiques. Les investisseurs privés sont incités à acheter des actifs auprès des banques en pouvant avancer uniquement 7,15 % de l'acquisition. Le Trésor intervient à part égale, le reste du financement pouvant être obtenu ou garanti par la Réserve fédérale¹¹⁷ et le Federal Deposit Insurance Corporation FDIC¹¹⁸. Cette stratégie devrait certes permettre de liquider les actifs du bilan des banques mais elle constitue également une subvention sans contrepartie au système financier en recréant artificiellement un marché pour les produits structurés. Le plan fait ainsi le pari que le problème principal est lié à la

¹¹⁶ KLINGEBIEL D, « The use of asset management companies in the resolution of banking crises: cross-country experiences », *World Bank Policy Research Working Paper*, n° 2284, 2000.

¹¹⁷ La Réserve fédérale (officiellement Federal Reserve System, souvent raccourci en Federal Reserve ou Fed) est la banque centrale des États-Unis. Elle est créée en 1913 par le Federal Reserve à la suite de plusieurs crises bancaires, dont la panique bancaire américaine de 1907. Son rôle évolue depuis et elle renforce son indépendance lors de l'instabilité monétaire des années 1975 et 1985.

¹¹⁸ La Federal Deposit Insurance Corporation FDIC est une agence indépendante du gouvernement des États-Unis dont la principale responsabilité est de garantir les dépôts bancaires faits aux États-Unis jusqu'à concurrence de 250 000 dollars (en 2012). La FDIC préserve et favorise la confiance populaire dans le système financier des États-Unis : en assurant les dépôts des particuliers dans les banques et les institutions d'épargne ; et en limitant l'effet de la faillite d'une institution financière sur l'économie et le système financier. À la suite de la crise financière de 2008, son rôle s'est substantiellement modifié. Par exemple, en novembre 2008, elle a décidé d'assurer en partie les dettes des institutions financières américaines.

liquidité du marché et non à la valeur fondamentale des actifs. Si le prix des produits acquis par les investisseurs privés augmente, ils partageront le profit avec le Trésor, en bénéficiant au passage d'un effet de levier conséquent. Si la valeur fondamentale s'avère bien moindre, la perte des investisseurs privés sera limitée au 7,15 % apporté initialement et le coût du sauvetage des banques reviendra aux contribuables, soit directement via le Trésor et surtout indirectement via la Réserve fédérale et le FDIC¹¹⁹.

Après toutes ces crises qui ont été avant et après le système de Bretton Woods, des voix ont été s'élevé pour demander la tenue d'un nouveau Bretton Woods. Les accords signés le 22 juillet 1944 demeurent en effet synonymes d'une stabilité financière que les opérateurs aimeraient retrouver une autre fois. Les principaux décideurs mondiaux ont souhaité dans la réunion du G7 et G20 d'organiser sans tarder un nouveau Bretton Woods. Mais on peut dire que Les crises sont inévitables. Tant qu'il y aura des marchés financiers, il y aura des cycles d'expansion et de récession. Malgré cela la vulnérabilité aux crises peut être limitée. Donc il faut premièrement améliorer l'information pour qu'il soit possible de suivre l'évolution de la situation et en deuxièmes lieu agir en temps opportun.

¹¹⁹Christophe Blot Jérôme Creel Christine Riffart Danielle Schweisguth,op.cit, p365-366.

QUATRIEME CHAPITRE

L'impact de la crise sur la zone euro : Quelle leçon pour l'avenir du le système financier et monétaire international ?

Les marchés développés et les marchés en développement ont connu de vastes mouvements de libéralisation ces dernières décennies, surtout en termes de capitaux internationaux. L'objectif de ces mouvements était d'aller vers une plus grande ouverture de marchés financiers nationaux afin de tirer pleinement profit de l'intégration financière internationale expliqué par une meilleure diversification des risques, une réduction du coût de capital et une croissance économique. En effet le système financier international est caractérisé par un processus de globalisation financière, de libéralisation et de privatisation et de mondialisation. Ces mouvements ont touché la plupart des régions mondiale comme celle de l'Europe qu'a connue une mutation vers une zone monétaire appelée « la zone euro ». Le passage à l'euro a été bénéfique pour les pays de la zone, ces derniers n'ont pas été à l'abri des crises financières qui ont affectés le monde.

L'objet du présent chapitre est d'étudier l'impact de la crise de subprime de 2008 sur la zone euro. L'accent est mis sur les effets de cette crise sur le système financier et monétaire des trois pays de cette zone (France, Allemagne, Grèce) et aussi sur leurs systèmes productifs. L'analyse des données statistiques nous a montré que la Grèce a été le pays le plus touché de la zone euro. Mais ceci ne veut pas dire que les autres pays étaient à l'abri des effets pervers de l'actuelle crise financière. L'analyse nous permet de mettre le point sur les différentes conséquences de la crise dans la zone euro et aussi de tirer des leçons pour l'avenir du système financier et monétaire international.

4-1-La Zone Euro

En 1969 la Commission des Communautés européennes (avec l'adoption du Plan Barre) et ses États-membres (après la réunion du Sommet de La Haye) envisagent la création d'une Union économique et monétaire (UEM).en 1986 l'adoption de l'acte unique européen relance le projet de création d'une monnaie unique et réaffirme la nécessité de réaliser une

UEM en fixant un calendrier pour sa mise en place. Traité de Maastricht¹²⁰ qui institue l'Union européenne a été signée le 7 février 1992 et les traités fondateurs de la Communauté européenne ont été modifiés en ajoutant un chapitre relatif à la politique économique et monétaire (création d'une monnaie unique, coordination des politiques économiques européennes). Le 1er, naissance officielle de la nouvelle monnaie unique européenne. La zone a été créée en 1999 par onze pays : Allemagne, Autriche, Belgique, Espagne, Finlande, France, Irlande, Italie, Luxembourg, Pays-Bas et Portugal. Ils ont été rejoints par la Grèce en 2001, la Slovénie en 2007, Chypre et Malte en 2008 et la Slovaquie en 2009. L'Estonie devrait y entrer en 2011. D'autres pays membres de l'Union Européenne (le Royaume-Uni, le Danemark et la Suède) ont choisi de conserver leurs monnaies nationales respectives. Depuis le 1er janvier 2014, dix-neuf états membres de l'Union européenne appartiennent à la zone euro ont adopté l'euro : la Belgique, l'Allemagne, l'Irlande, l'Espagne, la France, l'Italie, le Luxembourg, les Pays-Bas, l'Autriche, le Portugal et la Finlande l'ont adopté en 1999, la Grèce en 2001, la Slovénie en 2007, Chypre et Malte en 2008, la Slovaquie en 2009, l'Estonie en 2011, la Lettonie et 2014 et la Lituanie au 1er janvier 2015 comme le montre la carte suivante.

Carte n 1: les 19 états membre de la zone euro en 2015



Source : Commission européenne

La zone euro implique pour ses membres de maintenir une monnaie unique et de veiller au respect de la politique monétaire définie par la Banque centrale européenne. Qu'est-ce que la zone euro ? Quels sont les pays membres ? Quels sont les critères pour

¹²⁰Le traité de Maastricht vient compléter le traité de Rome (1957) qui fondait alors la Communauté européenne. On passe alors de la notion de Communauté à celle d'Union Européenne. Alor Le traité européen est le traité fondateur de l'Union européenne.

adhérer à la zone euro ? Comment la politique monétaire y est-elle mise en œuvre ? Toutes les informations pour comprendre l'histoire et le fonctionnement de l'Union Économique et Monétaire (UEM).

4-1-1-Définition et critères de la zone euro

Alors la zone euro, aussi appelée l'Union économique et monétaire, regroupe une partie des États membres de l'Union européenne (UE) qui ont remplacé leur monnaie nationale par une monnaie unique qui est l'euro. Le passage à l'euro a été progressif, l'euro devient la monnaie légale de 11 États membres de l'UE et coexiste avec la monnaie nationale de ces pays. Durant cette phase de transition, l'euro n'était utilisé que par les banques et les entreprises. Les particuliers pouvaient uniquement payer leurs impôts ou émettre des chèques en euros. Le 1^{er} janvier 2002, les pièces et les billets en euros sont mis en circulation dans tous les États membres de la zone euro. En France, le paiement en euros ou en francs chez un commerçant est alors possible. Depuis le 18 février 2002, seuls les billets et les pièces en euros ont cours légal dans les États membres de la zone euro (c'est-à-dire qu'ils doivent être acceptés pour tout règlement). Cette devise, dont l'émission est gérée par la Banque centrale européenne (BCE), est la première monnaie au monde pour la quantité de billets en circulation. Elle est la deuxième monnaie la plus utilisée dans le monde pour les transactions, derrière le dollar US¹²¹, et la deuxième monnaie négociée en tant que devise sur le Forex¹²².

L'Union européenne (UE) a instauré une monnaie unique pour plusieurs raisons. Parmi ces objectifs ¹²³:

-Réduire le coût lié aux opérations de change qui se répercutait sur les entreprises et les consommateurs et qui entravait largement la libre circulation sur le territoire de l'Union. En effet, l'union monétaire est très vite apparue comme le complément logique à l'achèvement du marché intérieur. Étant donné l'importance du commerce intra-communautaire, les

¹²¹NYAHOHO Emmanuel, *Finances internationales : théorie, politique et pratique*, presse de l'université du Québec, 2e Édition ; 2002, p30.

¹²²Le Forex ou marché des changes est le marché sur lesquelles devises dites convertibles (paire de devises) sont échangées l'une contre l'autre à des taux de change qui varient en permanence. Ce système dit de changes flottants est en vigueur depuis mars 1973 suite à la décision unilatérale du président Nixon de mettre un terme en août 1971 à la convertibilité du dollar en or. Cette décision a conduit à l'abandon de la fixité des taux de changes des diverses devises par rapport à l'étalon dollar, système mis en place à BrettonWoods en 1944. Le marché des changes est ouvert 24h/24, 7j/7. En d'autres termes, cela veut dire qu'il est possible de trader à tout moment de la journée comme de la nuit. Il est considéré comme le deuxième marché financier le plus important au niveau international en termes de volume global, juste derrière le marché des taux d'intérêt. C'est le marché le plus liquide du monde, avec un volume des échanges en constante hausse depuis plusieurs années.

¹²³ Economie solidaire, *Avenages et inconvénients de la zone euro*, avril 2015.

opérations de change alourdissaient les coûts des entreprises et renchérisaient les prix pour les consommateurs. Retirer tous les bienfaits du marché unique impliquait donc une monnaie unique.

- Mettre fin à l'instabilité des différentes monnaies nationales et aux mouvements erratiques de ces monnaies des pays de l'UE et protéger le marché intérieur. En effet, la fin du système de changes fixes au début des années 1970 a conduit à une forte instabilité du système monétaire international. La déréglementation financière a par la suite facilité la spéculation sur les taux de change, avec pour conséquence des mouvements importants des monnaies européennes, pénalisant fortement les échanges et pesant sur le niveau des prix. Il s'agissait également de contrecarrer la puissance du dollar, seule monnaie véritablement internationale.

-Renforcer la compétitivité internationale des entreprises européennes face à la concurrence internationale en réduisant les coûts de leurs opérations transfrontières et en leur facilitant l'accès à un vaste marché de capitaux pour se financer. L'adoption de l'euro constitue donc une réponse à l'accélération de la mondialisation économique.

-Approfondir l'intégration européenne en transférant un élément essentiel de la souveraineté des États à l'Union. L'adoption de la monnaie unique ouvre la voie à un approfondissement de la coopération dans d'autres domaines. L'euro a d'ailleurs déjà conduit à une plus grande coordination des politiques économiques nationales.

Mais pour entrer dans la zone euro, chaque État doit respecter certains critères dits critères de convergence ou critères de Maastricht fondés sur différents indicateurs économiques. Alors les conditions économiques d'adhésion à la zone euro contribuent à faire en sorte qu'un pays soit prêt à intégrer le régime monétaire de la zone euro¹²⁴ :

- Le taux d'inflation à long terme n'excédant pas de plus de 1,5 point celui des trois États membres présentant les meilleurs résultats en matière de stabilité des prix ;
- Un déficit public annuel ne peut pas être supérieur à 3 % du PIB. La dette publique ne peut être supérieure à 60 % du PIB ;
- La participation de l'État au mécanisme de taux de change (MCE II)¹²⁵ pendant les 2 années précédant l'examen de sa situation pour éviter des fluctuations des taux de change trop importantes au sein de la zone euro ;

¹²⁴Audrey S, « L'Euro : Avenages et inconvénients », *In finance*, 2014.

¹²⁵Le mécanisme de taux de change européen, ou MCE, est un mécanisme de taux de change introduit par la Communauté européenne en 1979 destiné à stabiliser les cours des devises européennes, prévenir les risques

- Des taux d'intérêt à long terme sur la dette publique n'excédant pas de plus de 2 % ceux des trois États membres présentant les meilleurs résultats en matière de stabilité des prix.

En 1997, les critères d'entrer dans la zone euro sont complétés par le Pacte de Stabilité et de Croissance (PSC)¹²⁶, puis assouplis en 2005 sous l'impulsion de l'Allemagne et de la France qui ne respectaient plus le critère de déficit public. Un dépassement exceptionnel et temporaire du seuil de déficit public est alors autorisé. Après la crise financière mondiale de 2008, de nombreux États ne respectent plus les critères de convergence. Le 1^{er} janvier 2013, le Traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance¹²⁷ au sein de l'Union économique et monétaire entre alors en vigueur. Selon ce nouveau pacte budgétaire, des

de change et accroître la confiance dans la monnaie à moyen et long terme, juguler l'inflation et développer le commerce et l'activité dans la zone intra-communautaire. Initialement nommé « système monétaire européen, » il a été considérablement révisé dans son fonctionnement par le traité de Maastricht ratifié en 1992 instaurant l'Union européenne, en vue de la préparation à son Union économique et monétaire et sa future monnaie unique. Après l'introduction de l'euro, le 1er janvier 1999, le MCE original a été remplacé par le MCE II (mécanisme de change II). Cette étape correspond au lancement de la troisième phase de l'Union économique et monétaire (UEM), caractérisée, en premier lieu, par le gel irrévocable des taux de change, le transfert de la compétence monétaire à la Banque centrale européenne et la mise en place de l'euro comme monnaie unique. Le MCE II définit le cadre de la coopération en matière de politique des taux de change entre l'eurosystème (système des banques centrales de la zone euro) et les États membres de l'Union européenne préparant leur passage à l'euro.

¹²⁶Le Pacte de stabilité et de croissance (PSC) est l'instrument dont les pays de la zone euro se sont dotés afin de coordonner leurs politiques budgétaires nationales et d'éviter l'apparition de déficits budgétaires excessifs. Il impose aux États de la zone euro d'avoir à terme des budgets proches de l'équilibre ou excédentaires. Il a été adopté au Conseil européen d'Amsterdam en juin 1997. Il prolonge l'effort de réduction des déficits publics engagé en vue de l'adhésion à l'Union économique et monétaire (UEM). Cependant, à l'inverse de la politique monétaire, la politique budgétaire demeure une compétence nationale. Il comporte deux types de dispositions : des dispositions préventives et des dispositions correctrices.

¹²⁷Le traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance ou TSCG a été signé en mars 2012 par les chefs d'État de l'Union européenne, à l'exception du Royaume-Uni et de la République tchèque. C'est un accord intergouvernemental régi par le droit international qui contient une série d'engagements pris par les États contractants afin « de renforcer le pilier économique de l'Union économique et monétaire en adoptant un ensemble de règles destinées à favoriser la discipline budgétaire, à renforcer la coordination de leurs politiques économiques et à améliorer la gouvernance de la zone euro ». Face à la crise, de nombreux États n'ont pas réussi à respecter les règles fixées par le pacte de stabilité et de croissance (PSC), renforcé en 2011 par le "six-Pack", qui renforce la procédure de surveillance et introduit un mécanisme de sanctions plus ferme. Mais l'Union européenne a décidé d'aller plus loin avec la signature du TSCG, qui prévoit l'introduction par les États membres dans leur droit national de procédures garantissant le respect d'une "règle d'or", définie comme une règle d'équilibre structurel. Le traité, qui s'appuie sur la notion de solde structurel annuel des administrations publiques, et exclut donc les « variations conjoncturelles » et les « mesures ponctuelles et temporaires », limite ainsi les effets des fluctuations cycliques de l'économie sur le respect des règles. La règle du TSCG prend désormais en compte les cycles économiques pour apprécier la santé budgétaire d'un pays. Par cette règle d'or budgétaire les pays s'engagent plus précisément à avoir des budgets en équilibre ou en excédent. Le déficit structurel ne devra pas dépasser 0,5% du PIB. Pour les pays ayant une dette inférieure à 60% du PIB, un déficit structurel atteignant 1% du PIB pourra être accordé. La règle d'or devra être incorporée de préférence dans la constitution de chaque pays, sans caractère obligatoire. La Cour de justice sera habilitée à prendre des sanctions pouvant atteindre 0,1% du PIB en cas d'infraction à la règle d'or. Notons que l'Allemagne souhaitait donner le pouvoir à la Cour de sanctionner les dérapages de déficit et de dette mais cela n'a pas encore été retenu. A cet égard, la limite autorisée de déficit public reste à 3% du PIB. Les sanctions deviendront quasi-automatiques pour les pays dépassant cette limite.

sanctions financières quasi-automatiques peuvent désormais être prononcées à l'encontre d'un État membre de la zone euro qui ne respecte plus les critères de convergence.

4-1-2-Politique monétaire de la Zone Euro

La politique monétaire est l'ensemble des moyens mis en œuvre par un État ou une autorité monétaire pour agir sur l'activité économique par la régulation de sa monnaie. D'après quelque économistes, si les États membres de la zone euro conservent leur autonomie dans les domaines fiscal et budgétaire, une politique monétaire unique est définie et mise en œuvre par l'Eurosystème, qui est composé de la banque centrale européenne (BCE) et des banques centrales nationales des états membres de la zone euro. L'objectif principal de l'Eurosystème est de d'assurer la stabilité des prix dans la zone euro afin de préserver la valeur de l'euro. Pour atteindre cet objectif, l'Eurosystème est chargé de :

- Conduire les opérations de change des monnaies des pays qui n'ont pas encore adopté l'euro (mécanisme MCE II),
- Gérer les réserves officielles de change (devises étrangères, or) des états membres de la zone euro ;
- Veiller au bon fonctionnement des systèmes de paiement et de règlement dans la zone euro,
- Collecter et publier des informations statistiques financières et monétaires.

La Banque centrale européenne supervise par ailleurs les activités des banques centrales nationales (notamment l'émission et la mise en circulation des billets et des pièces en euros) et fixe les taux d'intérêt appliqués aux banques commerciales de la zone euro. Dans les pays de l'Eurosystème, l'adoption de l'euro a conduit à mettre en place une politique monétaire commune qui se caractérise par :

- Le maintien de la stabilité des prix qui est son principal objectif
- La Banque Centrale Européenne a une autorité monétaire unique
- une politique de taux d'intérêt,
- un refinancement des banques par les banques centrales,
- un système de règlement interbancaire.

Pour atteindre ses objectifs, l'Eurosystème dispose d'une série d'instruments de politique monétaire : il effectue des opérations d'open market, offre des facilités permanentes et impose aux établissements de crédit la constitution de réserves obligatoires rémunérées sur des comptes ouverts sur les livres des banques centrales nationales.

Mais pourquoi une politique monétaire commune ?

La politique monétaire commune permet de mieux lutter contre l'inflation. Toutefois, elle ne favorise pas la croissance et la gestion des problèmes spécifiques d'un pays. Il y a d'avantages de l'Union économique et monétaire pour les pays qui la composent et parmi ces avantages ¹²⁸:

- Elle a permis de favoriser le développement du marché intérieur en facilitant les échanges, les comparaisons de prix et en supprimant les coûts liés aux opérations de change et au risque de change donc le risque de dévaluation compétitive disparaît.

- Elle a contribué à une intégration plus grande des marchés de capitaux, ce qui élargit la palette des instruments financiers disponibles pour l'épargne ou l'investissement et facilite ainsi le financement de l'activité.

- Elle limite l'exposition des économies européennes à l'inflation importée dans la mesure où les échanges de biens et de service avec l'extérieur représentent une partie plus faible de son PIB : les prix des biens importés ont un impact limité sur les prix intérieurs.

Certains économistes étaient inquiétés du risque que l'adoption d'une monnaie et d'une politique monétaire commune ne soit pas adaptée dans un contexte de divergence économique entre les pays membres et, plus particulièrement, en cas de chocs asymétriques¹²⁹. C'est pourquoi la participation à l'Union économique et monétaire a été conditionnée à des règles de convergence économique concernant la stabilité des prix et du taux de change, le niveau des taux d'intérêt et l'état des finances publiques. En outre, les performances économiques des pays membres de la zone euro ont eu tendance à se rapprocher depuis la création de l'euro. La

¹²⁸Eurofrance.wordpress, *L'Euro : avantages et inconvénients*, mars 2016.

¹²⁹Un choc asymétrique est un choc économique qui touche différemment un ensemble de pays. On peut aussi dire qu'il est un choc d'offre ou de demande qui affecte de manière différente deux régions qui ont décidé de faire monnaie commune. Par exemple, la réunification a été un choc asymétrique de demande en Allemagne par rapport au reste de l'Europe, car la reconstruction de l'Allemagne de l'Est a créé une forte demande supplémentaire de produits à l'intérieur de l'Allemagne, une forte augmentation des salaires à la suite d'un mouvement de grève national entraîne un choc asymétrique d'offre pour le pays concerné, car sa production est pénalisée par l'augmentation de ses coûts. Depuis la création de l'euro, les chocs asymétriques ne peuvent plus être amortis par des politiques monétaires nationales dans les pays concernés, la politique budgétaire le permet toujours, mais dans la limite du pacte de stabilité.

politique monétaire de la BCE s'applique donc à un ensemble économique relativement homogène, ce qui facilite ses décisions et garantit une plus grande efficacité.

La politique monétaire commune a aussi d'autres avantages qui sont¹³⁰ :

-La lutte contre l'inflation et fin des fluctuations de change au sein de la zone euro : ce sont les principaux avantages économiques de la politique monétaire commune. L'euro et la politique monétaire dédiée a permis une grande maîtrise de l'inflation. Contrairement à ce que l'on croit souvent, cette hausse des prix sur des produits spécifiques a amené les ménages à surestimer la perte de pouvoir d'achat depuis l'utilisation de l'euro. Globalement, en France et dans la zone euro, l'inflation a été maintenue autour de 2 % ce qui est en gros l'objectif de la BCE. A plus long terme, on se rend compte de l'impact positif en termes d'inflation du processus d'intégration monétaire européenne à partir de 1990 qui a maintenu les acquis du processus de désinflation menée à partir de 1982 en France. Vous pouvez imaginer les effets positifs de cette faible inflation sur le pouvoir d'achat des européens mais aussi le recul des taux d'intérêt qui ne doivent plus compenser les fortes hausses des prix d'autrefois.

-La disparition des crises de change au sein de l'union européenne : l'autre avantage fondamental de la création de l'euro a été la disparition des crises de change au sein de l'union européenne. Avant la grande crise des changes de 1992-93, il y a eu pas moins de 12 changements de parité officielle, c'est ainsi que le franc français a perdu 30 % de sa valeur ! En 1992-93, la spéculation contre la monnaie de certains pays entraîne la sortie de la lire et de la livre du SME et une extension des marges de fluctuation à ± 15 % (contre $\pm 2,25$ % auparavant) ! Vous pouvez concevoir, sans trop de difficultés, les conséquences de ces changements de parité sur les échanges intra-zone et sur la croissance avec la nécessité d'augmenter les taux d'intérêt pour éviter justement ces crises de change.

-La fin d'une politique monétaire dominée par l'Allemagne : Un autre avantage de l'euro est la fin de la domination allemande sur les politiques monétaires menées au sein de l'UE. Prenons comme exemple ce qui s'est passé à la suite de la réunification allemande alors que dans les autres pays de l'UE une récession démarrait et notamment en France. La France aurait donc dû baisser ses taux d'intérêt puisque les critères de Maastricht empêchaient de trop creuser le déficit budgétaire. Mais, en même temps, la réunification allemande se traduisait par une forte augmentation de la demande intérieure due à l'augmentation du pouvoir d'achat et de l'accès aux biens et services des Allemands de l'Est qui risquait de

¹³⁰Economie solidaire, *Avantages et inconvénients de la zone euro*, avril 2015.

dégénérer en forte inflation. Les autorités monétaires allemandes ont donc décidé une hausse des taux d'intérêt, ils atteignent alors leur plus haut niveau historique qui a attiré des capitaux donc rémunération plus forte des placements en Allemagne. Ces derniers ont fui de nombreux pays européens d'où une baisse des taux de change de diverses monnaies comme la lire, la peseta et la livre, d'où aussi la nécessité d'augmenter les taux d'intérêt dans les autres pays pour éviter cette fuite de capitaux: les taux du marché monétaire ont ainsi dépassé 10 % en France en 1992 contre 7,5 % cinq ans auparavant avec une croissance économique de seulement 1,5 % et un taux de chômage de 9 % la même année. C'est donc ce type de situation que permettrait d'éviter l'euro : avec l'euro, tous les pays de la zone euro participeraient à la définition de la politique sans qu'il n'existe un pays dominant que les autres devraient suivre. Donc La monnaie unique a permis également que les pays européens ne se fassent pas une « guerre de monnaie » et donc que chaque pays dévalue à tout va : il est désormais impossible pour un Etat de jouer contre les autres pays en dévaluant sa monnaie pour limiter l'effet d'une crise, ce qui va donc pénaliser les autres pays européens.

- L'euro a permis à la France de revenir au premier rang sur le plan monétaire. En effet, l'euro est une monnaie de référence internationale, il concurrence le dollar. Ce n'était plus du tout le cas du franc, qui était à la traîne derrière le mark. C'est aussi une des raisons pour laquelle François Mitterrand souhaitait mettre en place la monnaie unique : Ne plus être dépendant du mark, mais de l'euro, où la France aurait son mot à dire et où l'Allemagne ne serait pas « toute puissante ».

-La monnaie unique est la disparition des transactions de change et des variations des taux de change. Les échanges commerciaux sont donc moins coûteux, et plus sécurisés, on peut conclure des contrats sans craindre des variations de change. Cela permet de faire des économies sur les transactions, ce qui est très bénéfique pour les entreprises comme pour les particuliers, et qui permet de développer le marché européen. De la même façon, les entreprises n'ont plus à payer les frais de couverture pour se prémunir contre la menace de fluctuation des devises. Les entreprises impliquées dans les transactions commerciales dans les différents États membres n'ont plus à faire face à des coûts administratifs résultant des changes de devises.

- Aussi, il est important de souligner qu'il est plus facile de voyager grâce à l'euro. En effet, avec l'euro, les commissions de change ont été supprimées, ce qui facilite les paiements dans la zone euro. Les consommateurs, à l'intérieur de la zone euro, n'ont pas à changer de devises

lorsqu'ils voyagent et ils ont moins de formalités administratives lors du transfert de grandes sommes d'argent au-delà des frontières nationales.

-Une monnaie unique est supposée mettre fin à l'instabilité monétaire dans les pays membres en fixant définitivement les taux de change et la réduire vis-à-vis de l'extérieur. Avec une meilleure crédibilité, due à son utilisation dans une vaste zone monétaire, l'euro serait plus stable face à la spéculation que ne le sont les devises individuelles. Tout ceci permettra aux exportateurs de se lancer avec plus de certitude dans les marchés, ce qui aura pour effet de libérer un plus grand potentiel de croissance. Grâce à cette monnaie unique, le pacte de stabilité est censé engager les pays de l'UE dans un système de responsabilité financière qui permettra de renforcer la crédibilité internationale de l'euro. Cela devrait conduire à plus d'investissements, plus d'emplois et à des prêts hypothécaires plus faibles.

-Pour finir, d'après quelques économistes, l'euro a mieux permis à la France comme les autres pays membres de la zone euro de faire face à la crise de 2008. Les pays qui n'avaient pas l'euro comme ici le Royaume-Uni ont plus souffert de la crise des subprimes.

Mais comme tout un système a des avantages et des inconvénients, parmi ces inconvénients¹³¹ :

-En effet, avec une monnaie unique et une politique monétaire commune, chacun des pays abandonne son autonomie dans la conduite de sa politique monétaire. L'inconvénient est grand quand un pays connaît une situation économique différente de celle des autres pays européens puisque la BCE agit en fonction de la situation globale de la zone quelles que soient les conséquences pour le pays. Supposons que dans l'Union européenne il existe un risque d'accélération de l'inflation. Supposons en même temps que dans un des pays de l'Union, à l'inverse, ce risque d'inflation soit nul alors que la croissance est faible et le chômage élevé. Ce risque d'inflation dans la zone euro pousse la BCE à augmenter les taux d'intérêt ce qui est, évidemment, néfaste au pays qui connaît déjà une faible croissance : la hausse des taux d'intérêt réduit la demande et donc la croissance économique. Et puisque les pays ne respectaient pas les critères de Maastricht, alors cette politique monétaire décidée ne sera pas adaptée à tous ces pays en même temps. Alors là on trouve une absence d'adaptation de la politique monétaire commune à la situation spécifique de chaque pays est un des principaux inconvénients.

¹³¹Eurofrance.wordpress, op. cit.

-En ce qui concerne la zone euro, il semble effectivement que la croissance économique a été plus faible que dans les autres pays de l'UE non membres de la zone et que les Etats-Unis. Puisque la lutte contre l'inflation a nécessité des taux d'intérêt plus élevés qu'il n'aurait fallu pour que la croissance soit plus forte : c'est le raisonnement taux d'intérêt élevés donc faiblesse de la consommation et de l'investissement donc faiblesse de la production et faible croissance. Alors la politique monétaire commune peut être responsable du déficit de croissance de la zone euro par rapport au reste du monde

-Après la décision de créer une monnaie unique, l'euro était vu comme quelque chose d'assez négatif par certains pays comme le Royaume Uni, l'Allemagne ou même une partie de la France. En effet, pour eux, l'entrée dans la zone euro était synonyme d'une perte de puissance économique, puisque le principe de cette union monétaire est d'unifier les pays européens riches ou pauvres dans un but de protection. En effet, le premier désavantage qui est d'ailleurs le principal désavantage de l'euro est l'abandon de la souveraineté monétaire, souveraineté qui pouvait aider un pays à mener la politique économique qu'il souhaitait et donc à mieux s'en sortir. En effet, avec la monnaie unique, les pays perdent un instrument de la politique économique, qui est la souveraineté sur la monnaie. C'est en grande partie pour cela que l'euro est fustigé par un certain nombre d'économistes et de responsables politiques. Cependant, dans la zone euro, chaque pays prend part aux décisions sur la politique monétaire, bien qu'il est évident que plus un pays est important, plus il fait entendre sa voix lors de prises de décisions. Mais comme les pays ne sont pas les seuls à prendre des décisions, leurs intérêts peuvent différer.

Il y a aussi le désavantage de la monnaie unique qui peut être un avantage dans certains cas, c'est le Pacte de Stabilité et de Croissance. En effet, celui-ci oblige les états à contrôler leurs déficits, et si l'Etat ne respecte pas les critères, il est sanctionné. C'est un désavantage car malgré le fait que cela oblige les Etats à avoir des comptes publics sains, cela peut les brider, et donc, ralentir la croissance.

Le désavantage de l'euro est le fait que l'inflation est combattue par la BCE.

Pour terminer, il y a bien entendu des avantages à la monnaie unique. Les taux de change ont disparu, les dévaluations compétitives n'ont plus lieu, la guerre des monnaies entre les pays européens a disparue. La France a de nouveau son mot à dire sur la politique monétaire, ce qu'elle n'avait pas lors de la période précédant l'euro, le franc était géré en fonction du Mark. Aussi, la monnaie unique protège de la crise, Mais l'euro contient aussi quelques désavantages, tel que la perte de souveraineté monétaire, très importante pour un

pays ou encore le fait que l'euro soit lié au pacte de Stabilité et de Croissance, qui peut être pénalisant pour certains pays.

La Banque Centrale Européenne, la seule institution supranationale de la zone euro, a été créée par le traité sur l'Union européenne de 1992, la Banque centrale européenne (BCE), mise en place le 1er juin 1998 à Francfort en Allemagne, a remplacé, à compter du 1er janvier 1999, l'Institut monétaire européen qui a été créé en 1994. Elle gère la politique monétaire de la zone euro et son objectif principal est de maintenir la stabilité des prix, préservant ainsi la valeur de la monnaie unique. Avec le traité de Lisbonne, la Banque centrale européenne devient une institution de l'Union européenne, au même titre que la Commission, le Parlement, le Conseil de l'Union, le Conseil européen et la Cour de justice de l'Union européenne. Marquée par le basculement à l'euro des marchés financiers et la mise en œuvre de la politique monétaire unique. Ce n'est d'ailleurs qu'à partir du 1^{er} janvier 1999, date de naissance de la nouvelle devise européenne, que la B.C.E. a commencé d'exercer ses pleines compétences. Son travail jusqu'alors n'était que préparatoire, comme l'avait été pour elle celui de l'Institut monétaire européen IME mis en place à cet effet en 1994. La B.C.E. forme avec les banques centrales nationales B.C.N. des États membres le système européen de banques centrales SEBC On désigne par euro système¹³² le sous-ensemble du S.E.B.C. composé de la BCE et des BCN des États membres qui ont adopté l'euro¹³³.

¹³²L'Eurosystème est un organe de l'Union européenne, qui regroupe la Banque centrale européenne (BCE) et les banques centrales nationales (BCN) des États membres de l'Union européenne ayant adopté l'euro¹. Il s'agit donc, en quelque sorte, de l'institution qui gère la zone euro. Il fait partie du Système européen de banques centrales (SEBC). Au sein de l'Eurosystème, les décisions sont centralisées au niveau du Conseil des gouverneurs (qui regroupe les membres du Directoire de la BCE et les gouverneurs des BCN de la zone euro) et la mise en œuvre des décisions est décentralisée au niveau des BCN. Par ailleurs, afin de tenir compte du fait que plusieurs pays de l'Union européenne (UE) n'ont pas encore adopté l'euro, le Système européen de banques centrales (SEBC) rassemble la BCE et toutes les banques centrales de l'UE au sein du Conseil général. Les objectifs, les missions et les grandes lignes de l'organisation de l'Eurosystème et du SEBC sont fixés par le Traité sur le Fonctionnement de l'Union européenne (TFUE) et par le protocole sur les statuts du SEBC et de la BCE qui lui est annexé. Un règlement intérieur prévoit les modalités détaillées du fonctionnement de la BCE. Son objectif principal est de maintenir la stabilité des prix pour le bien commun. Il agit également en tant qu'autorité financière de premier plan, déterminés à préserver la stabilité financière et à promouvoir l'intégration financière européenne. Il accorde la plus haute importance à la crédibilité, la confiance, la transparence et la responsabilité. Il engage à entretenir avec les autorités européennes et nationales des relations en parfaite conformité avec les dispositions des Traités et en accord avec le principe d'indépendance. Il contribue sur le plan stratégique et opérationnel, à la réalisation des objectifs communs, dans le strict respect du principe de décentralisation ; engage à assurer une gestion saine et à remplir ces missions avec efficacité et efficacité ; il appuyant sur la variété et la richesse des expériences ainsi que sur l'échange de compétences. Il a aussi d'autres missions comme mettre en œuvre la politique monétaire adoptée par le Conseil des gouverneurs de la BCE ; confiées à l'Eurosystème sont la conduite des opérations de change, d'une part, et la détermination et la gestion des réserves officielles des pays participant à la zone euro, d'autre part ; promouvoir le bon fonctionnement des systèmes de paiement ; contribue en outre à la surveillance financière. Il conseille les législateurs dans les domaines relevant de sa compétence et établit des statistiques monétaires et financières.

¹³³La Banque centrale européenne BCE, 2014.

Au début, la zone euro avait qu'une seule banque centrale, bâtie sur le modèle allemand de la Bundesbank, et ayant pour mission ¹³⁴:

- l'émission des billets et de la monnaie unique en général, qui est une compétence exclusive de la BCE.
- le bon fonctionnement de la zone euro.
- la stabilité des prix, avec un objectif d'inflation annuelle voisin de 2%.
- le bon fonctionnement du système des paiements dans la zone euro.

Depuis le 4 novembre 2014, la BCE joue un rôle fondamental dans l'économie européenne, elle assume pleinement ses missions et responsabilités en matière de contrôle bancaire dans le cadre du mécanisme de surveillance unique (MSU). Il s'agit d'une nouvelle étape dans la création d'une union bancaire. Sa nouvelle compétence exclusive, concernant la supervision des 123 plus grandes banques systémiques de la zone euro entière. Elle exerce cette compétence entre autres en exécutant des tests de qualité des actifs des banques, ainsi que des tests de la résistance des banques aux chocs éventuels des marchés financiers ou de l'économie en général, les « stress tests », qui sont dorénavant bien connues à tout le monde. Suivant les résultats de ces tests, la BCE émet des décisions en vue de la recapitalisation, ou de la résolution des banques en situation difficile. Depuis ces missions sont :

a-Garantir la stabilité des prix : c'est l'objectif principal du Système européen de banques centrales SEBC. Pour évaluer la stabilité des prix, la BCE se fonde sur deux critères : l'évaluation de la masse monétaire en circulation et les perspectives d'évolution des prix. Pour déterminer l'inflation, qui doit être inférieure à 2%, plusieurs indices sont pris en compte : salaires, taux d'intérêt, indices des prix...ex. Afin de maintenir la stabilité des prix à moyen terme, la BCE dispose de plusieurs instruments, notamment en augmentant ou en baissant les taux directeurs¹³⁵ par :

-Des opérations principales de refinancement permettent de fournir de la liquidité aux banques.

¹³⁴Georges Kolyvas, « La zone euro en voie d'intégration : vers une union politique et sociale, économique et monétaire, bien sûr avec la Grèce »!, *WORKING PAPER*, No 75, 2016, p.13.

¹³⁵Le taux directeur de la Banque centrale européenne et des autres banques centrales est le taux de refinancement minimum. C'est le principal outil dont dispose la BCE pour influencer sur l'octroi de crédits et moduler l'inflation dans la zone euro. ... Cet intérêt est calculé d'après le taux en cours à la BCE. Il est le taux d'intérêt fixé par une institution financière relative à un pays ou à un groupe de pays. Les banques centrales fixent les taux directeurs sur les zones qu'elles regroupent.

-Des facilités permanentes (taux de prêt marginal ou de dépôt) permettent d'injecter ou de retirer de la liquidité du marché.

-Des opérations de réglages fins atténuent l'incidence des fluctuations de liquidité sur les taux d'intérêt.

-Des réserves de liquidités obligatoires imposées aux banques afin de stabiliser la demande de monnaie et, de fait, les taux d'intérêt.

B-Autoriser l'émission des billets : La BCE planifie et à coordonne l'émission et le volume des billets en euros. L'Eurosystème produit, par ailleurs, des statistiques monétaires, bancaires et financières, favorise les échanges d'information entre les autorités de contrôle bancaire et, bien que le contrôle du secteur financier relève de chaque Etat membre, il contribue à la bonne conduite de ce contrôle prudentiel qui est la surveillance bancaire. La BCE coordonne également les activités de recherche et développement de l'Eurosystème ainsi que celles liées à la sécurité et à la qualité de la production des billets en euros. Par ailleurs, elle héberge le Centre d'analyse des contrefaçons CAC, chargé de l'analyse et de la classification des faux billets en euros, la base de données centrale relative aux faux billets en euros et le Centre international de lutte contre la contrefaçon.

C-Assurer le fonctionnement des systèmes de paiement et la surveillance des infrastructures de paiement et des autres marchés financiers. : Les systèmes de paiement permettent de transférer des fonds au sein du système bancaire. La BCE est l'opérateur de T2-BCE, une composante de Target2, le système de paiement pour l'euro. Initié par le SEBC, le système TARGET¹³⁶ (transfert express automatisé transeuropéen à règlement brut en temps réel) reliait entre eux les systèmes de paiement interbancaire. Il permettait d'effectuer des transferts entre établissements bancaires de l'Union européenne en quelques minutes. Aujourd'hui, le système TARGET2, plus rapide et plus sécurisé, est en vigueur. En outre, la BCE, avec les BCN de l'Eurosystème, remplit certaines missions de surveillance, une fonction par

¹³⁶Le système de transferts express automatisés transeuropéens à règlement brut en temps réel, surtout connu sous l'acronyme Target (Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system) est un système de paiement permettant aux banques de l'Union européenne de transférer des fonds en temps réel dans tout le territoire de l'Union. Le système de règlement des opérations dites de gros montant, Target 1, a été mis en place début 1999 avec l'introduction de l'euro. Target 1 ne fut qu'une étape de transition vers Target 2, véritable plate-forme commune. TARGET2 est un système de paiement appartenant à l'Eurosystème, qui en assure le fonctionnement. Il s'agit de la principale plate-forme européenne de traitement des paiements de montant élevé, utilisée à la fois par les banques centrales et les banques commerciales pour exécuter les paiements en euros en temps réel.

laquelle les banques centrales peuvent promouvoir la sécurité et l'efficacité des infrastructures des marchés financiers et des instruments de paiement, à travers le suivi des évaluations et, le cas échéant, l'introduction de changements. La BCE, en collaboration avec les BCN, suscite également des changements sur les marchés afin de renforcer l'intégration des infrastructures des marchés financiers et d'harmoniser les services de paiement en euros. L'espace unique de paiement en euros (SEPA) pour les paiements de masse illustre particulièrement le travail de la BCE en tant que catalyseur de l'harmonisation des marchés financiers.

D-Elle décide, coordonne et assure le suivi des opérations de politique monétaire : La BCE informe les BCN des détails des opérations requises (valeur, heure, date, etc.) et vérifie qu'elles sont bien exécutées ;

E-Elle mène des interventions sur les marchés de change : Le cas échéant, également en collaboration avec les différentes BCN. Cette mission implique l'achat et/ou la vente de devises sur les marchés de change ;

F-Participer à la coopération internationale et européenne : Outre à ses compétences économiques et monétaires au sein de la zone euro, la BCE participe aux divers forums internationaux et européens : en décembre 1998, la BCE est devenue la seule banque centrale au monde ayant le statut d'observateur auprès du Fonds monétaire international FMI. La BCE participe également aux réunions comme le G7, G20 et au Conseil de stabilité financière. Au niveau européen, l'assistance une fois par mois aux réunions de l'Eurogroupe. Enfin, la BCE peut être amenée à participer aux réunions du Conseil de l'Union européenne lorsque des questions ayant trait aux objectifs et aux missions de l'Eurosystème y sont abordées.

G-Superviser les banques : La crise de la dette dans la zone euro, qui a éclaté en 2010 dans le sillage de la crise financière (2007-2010), a révélé un dangereux lien entre les banques européennes et la dette publique des Etats. Par conséquent, lors du Conseil européen des 28-29 juin 2012, les chefs de gouvernements et d'Etat se sont accordés pour casser ce lien. Pour éviter de nouvelles crises bancaires, comme en Irlande, en Grèce ou encore à Chypre, les Etats membres se sont donc mis d'accord sur l'approfondissement de l'union économique et monétaire et la création d'une union bancaire, dans laquelle la BCE a un pouvoir de supervision des banques. Avant d'assurer cette nouvelle supervision bancaire, la Banque centrale européenne a décidé

de lancer en octobre 2013 le stress tests¹³⁷ et le Mécanisme de surveillance unique MSU¹³⁸. Cette surveillance bancaire a pour objectif de régler le sort des banques en difficulté, sans passer par un renflouement financé par l'argent public. Le sauvetage des établissements financiers est en effet assuré par un fonds alimenté par les banques elles-mêmes. La BCE contrôle ainsi directement les plus grandes banques tandis que les autorités nationales continuent de superviser les autres banques. La principale tâche de la BCE et des autorités de supervision nationales, coopérant étroitement au sein d'un système intégré, est de vérifier que les banques respectent les règles bancaires européennes et de remédier aux problèmes avant qu'ils ne deviennent critiques.

H-Rapports statutaires : la BCE est soumise aux obligations de déclaration définies dans les statuts du Système européen de banques centrales. Elle publie un bulletin mensuel, une situation financière hebdomadaire consolidée de l'Eurosystème ainsi qu'un rapport annuel ;

I-Surveillance des risques financiers : cela consiste à évaluer les risques sur les titres, qu'il s'agisse de ceux achetés dans le contexte de l'investissement des réserves de change et des fonds propres de la BCE ou de ceux acceptés en garantie pour les opérations de crédit de l'Eurosystème.

J-Elle remplit des fonctions consultatives auprès des institutions de l'Union et des autorités nationales : la BCE émet des «avis sur les projets de législation nationale et communautaire relevant de ses domaines de compétence.

K-Exploitation des systèmes informatiques : la BCE et les BCN ont mis sur pied un certain nombre de systèmes opérationnels communs pour faciliter la mise en œuvre des opérations décentralisées. Ces systèmes constituent un appui logistique pour l'intégrité fonctionnelle de l'Eurosystème.

L-Gestion stratégique et tactique des réserves de change de la BCE. : il s'agit notamment de la définition des orientations à long terme en matière de risque et de rendement pour les avoirs de réserves de change (répartition stratégique des actifs), de la définition du profil de risque-rendement compte tenu des conditions de marché

¹³⁷Stress tests ou tests de résistance est conçus par l'autorité bancaire européenne (EBA), ont été réalisés pendant un an auprès de 130 banques de la zone euro pour mesurer les risques et leur capacité à résister à d'éventuels chocs économiques.

¹³⁸Le Mécanisme de surveillance unique (MSU) est entré en vigueur le 4 novembre 2014, constitue un nouveau système de supervision bancaire pour l'Europe, composé de la BCE et des autorités nationales de surveillance des pays participants. Dans chaque banque, une nouvelle équipe dépêchée par la BCE est chargée d'avertir, en cas de risque, le comité de supervision du MSU.

(répartition tactique des actifs) et de la définition d'orientations de placement et du cadre opérationnel global.

Finalement la BCE fait partie de ce qu'on appelle la troïka¹³⁹. Il s'agit de l'ensemble d'experts représentant la Commission européenne, la Banque centrale européenne et le FMI, chargés d'auditer la situation économique d'un pays dans le cadre d'un accord de refinancement et pendant toute la durée de validité de celui-ci.

L'indépendance de la BCE se justifie par la nécessité de distinguer entre le pouvoir d'engager des dépenses et celui de créer la monnaie. Elle agit en totale indépendance vis-à-vis des Etats européens et des autres institutions européennes. Ni la BCE, ni une banque centrale nationale, ni un membre quelconque de leurs organes de décision ne peuvent solliciter ni accepter des instructions d'un organe externe. Les institutions européennes et les gouvernements des États membres sont tenus de respecter ce principe et ne doivent pas tenter d'influencer la BCE ou les banques centrales nationales. En retour, la BCE doit également se réserver d'interférer dans les politiques nationales ou communautaires au-delà de ces compétences. C'est ce qu'on appelle l'indépendance politique.

Il y a l'indépendance opérationnelle et légale où la BCE dispose de toutes les compétences requises pour atteindre son mandat, et peut décider de son organisation interne. De surcroît les décideurs de la BCE bénéficient d'un haut niveau de discrétion. Dans ses domaines de compétences, la BCE peut émettre de nouvelles régulations, et peu sanctionner les acteurs agissant sous sa juridiction. Enfin, la BCE possède sa propre entité juridique et son propre système de sécurité sociale. Elle peut agir en justice et signer des accords internationaux

A propos du budget, La BCE a son propre budget, indépendant de celui de l'Union européenne. Son capital est souscrit et libéré par les Banques centrales nationales de la zone euro. Elle peut faire libre usage des profits générés dans le cadre de sa politique monétaire (bien qu'en pratique elle en reverse une grande partie à ses actionnaires). De plus, comme toute banque centrale, la BCE ne peut techniquement pas faire faillite. L'indépendance financière de la BCE protège et renforce en principe son indépendance politique en le mettant

¹³⁹Ce mot d'origine russe signifiant au départ un attelage de trois chevaux, a progressivement pris une acception politique et est aujourd'hui principalement utilisé pour désigner l'alliance de trois personnalités ou entités alliées pour diriger ou régler un problème. Au niveau européen, la troïka désigne l'alliance de la Banque centrale européenne, de la Commission européenne et du Fonds monétaire international pour superviser les plans de sauvetage et ses implications dans les Etats membres de l'Union européenne.

à l'abri de toute influence des autorités publiques nationales. C'est pourquoi la BCE a interdiction formelle de financer les gouvernements ou entités publiques communautaires.

L'Eurosystème est aussi indépendant d'un point de vue fonctionnel. La BCE et les BCN disposent de tous les instruments et de toutes les compétences nécessaires pour la conduite d'une politique monétaire efficace et elles sont habilitées à décider de façon autonome de leur utilisation. Là on parle d'indépendance fonctionnelle

En outre, la BCE a le droit d'adopter des règlements contraignants sans aller au-delà de ce qui est nécessaire à l'accomplissement des missions du SEBC. Elle peut également intervenir dans certains autres cas prévus dans le cadre du Conseil de l'UE.

4-2-La Zone Euro et la Crise

La crise de la zone euro a été une crise bancaire mal traitée plutôt qu'un problème de dette publique. En octobre 2008, au lendemain de la faillite de la banque d'affaires américaine Lehman Brothers, les États de la zone euro annoncent qu'ils garantissent leurs banques en toutes circonstances et sans limite de durée. Autrement dit, toutes les banques sont trop grandes pour faire faillite. Les créanciers bancaires seront remboursés par les contribuables nationaux. C'est la généralisation de ce que le jargon financier appelle le « bail out » le renflouement public, par opposition au « bail in » le renflouement interne qui aurait consisté à faire payer d'abord les actionnaires et les créanciers. Puis, en octobre 2010, les Européens ont annoncé que les dettes souveraines ne seraient pas garanties. Alors les défauts souverains devenaient possibles, comme avec la Grèce en mars 2012 : on applique le « bail in » aux obligations d'État. C'est la combinaison de ces deux facteurs, garantie des créanciers bancaires, non garantie de créanciers souverains, qui a été extraordinairement déstabilisatrice. Les Etats qui garantissaient les créanciers des banques de leur juridiction ont pris sur leurs épaules un engagement financier phénoménal qui n'était pas lui-même mutuellement garanti au sein de la zone euro. Les investisseurs n'avaient plus de raison d'acheter leurs obligations. Les Etats les plus faibles comme la Grèce, l'Irlande, le Portugal ont été déstabilisés en premier, puis d'autres plus au cœur du système, comme l'Italie ou l'Espagne. Même les

banques françaises ont été touchées lorsqu'en septembre 2011 elles ont perdu brièvement l'accès à la liquidité en dollars¹⁴⁰.

En 2012, il y a eu le lancement de l'union bancaire un mois plus tôt. La zone euro met alors en place une discipline de marché crédible en confiant la supervision bancaire à la BCE, grâce à quoi les budgets nationaux ne seront plus les premiers mis à contribution lors du sauvetage des banques : les actionnaires et les créanciers seront les premiers à prendre leurs pertes. C'est cette décision politique qui a permis à la BCE d'annoncer ensuite ce qui est devenu le programme OMT¹⁴¹, c'est-à-dire la possibilité de racheter sans limites les dettes publiques qui seraient attaquées, permettant ainsi d'éviter de nouveaux défauts souverains. La logique qui avait prévalu depuis le début de la crise a été inversée en 2012 : au lieu de faire du « bail in » sur les souverains et du « bail out » sur les banques, on fait le contraire. C'est à ce moment que la peur a alors changé de camp.

Les banques européennes, étaient beaucoup moins spécialisées, ce qu'il protégé. Au moins en partie. Elles bénéficient aussi de leurs activités de banque de détail qui elles restent très rentables et qui leur permettent d'éponger les pertes qu'elles ont pu subir avec leurs investissements hasardeux sur les marchés des supprimes. De façon plus spécifique, les banques françaises possèdent, en outre, des ratios de solvabilité élevés, ce qui leur garantit en théorie une bonne résistance face aux chocs financiers. Ces banques européennes avaient elles aussi quelques billes sur le marché des «subprimes», très rentables ces dernières années. Du côté français, l'assureur Axa et le gestionnaire de fonds Oddo ont dû geler des fonds placés outre-Atlantique. En Allemagne, la banque IKB, qui avait trop placé d'œufs dans le panier américain, a été sauvée in extremis par une intervention de Berlin.

La première banque française BNP Paribas a dû bloquer trois fonds d'une valeur de près de deux milliards d'euros. Deux milliards, ce n'est pas beaucoup à l'échelle de BNP Paribas, à peine 1% des fonds. Le problème, c'est que la banque avait affirmé dans un premier temps qu'elle n'était pas concernée par la crise des crédits immobiliers américains. C'est une

¹⁴⁰ARTUS Patrick et GRAVET Isabelle ; *La crise de l'euro, Comprendre les causes - En sortir par de nouvelles institutions*, Armand colin, 2012, p66.

¹⁴¹Les opérations monétaires sur titres, ou OMT sont un programme de la Banque centrale européenne au titre duquel la Banque centrale achète directement - sous certaines conditions - des obligations émises par des États-membres de l'Euro zone sur les marchés secondaires de la dette souveraine. Ce programme de rachat a été annoncé par communiqué de presse de la BCE du 6 septembre 2012. Il succède au Securities Market Program pour alléger les tensions dans le cadre de la crise de la dette dans la zone euro. Le but du programme est de faire baisser les taux d'intérêt qui pour la BCE incorpore « une composante qui est une prime de risque que l'euro n'éclate dans les deux ou trois ans et que les dettes soient remboursées dans une autre devise ». Il s'agit d'une façon générale de constituer « un rempart efficace contre les risques extrêmes dans la zone euro.

crise de confiance. Après l'annonce de BNP Paribas, les marchés se sont crispés. Conséquence, les banques ne veulent plus se prêter d'argent entre elles, ou alors à des taux prohibitifs. Elles commencent à étouffer, elles manquent de cash pour honorer leurs engagements financiers. La Banque centrale européenne a décidé alors d'intervenir pour éviter de voir les institutions financières tomber comme des mouches et engendrer une crise majeure. Elle a injecté 155,85 milliards d'euros. Un record qui souligne l'importance de la crise. La banque centrale endosse le rôle de prêteur en dernier ressort, de mur ultime contre la faillite, redonnant aux banques les moyens de rembourser ce qu'elles doivent à leurs clients.

La crise que subie la zone euro est une crise de la dette des Etats. Elle a été déclenchée par la crise de la dette publique grecque. Cette dernière trouve son fondement dans la crainte de ses créanciers de la voir incapable de rembourser sa dette publique et les intérêts qui s'y rattachent. L'énorme endettement du pays ainsi que la crise économique mondiale de 2010 expliquent son déficit budgétaire avoisinant les 14% du PIB en 2010. Le manque de transparence du pays quant à ses comptes et la gravité de sa dette ont gravement aggravé le problème. Les problèmes chroniques de l'Etat grec à commencer par son incapacité à prélever l'impôt ont entraîné la mise sous tutelle de son économie par l'Union Européenne. La monnaie de la Grèce étant partagée par d'autres Etats de la zone euro, la crise présente de gros risques de propagation¹⁴².

Alor comment la crise financière s'est-elle propager en Europe ?

Afin de limiter au maximum cette dernière la zone Euro et le FMI ont débloqué un prêt de 550 milliards d'euros en faveur de la Grèce en 2010. Le fonctionnement des structures de l'économie grecque ainsi que ceux de la zone euro sont également reformés en vue d'obtenir un meilleur contrôle. La crise a connu un nouveau rebondissement en mai 2011 lorsque la Grèce a de nouveau dû faire appel à l'aide extérieure qu'elle soit européenne ou mondiale avec le FMI. Ce nouveau rebondissement a divisé les acteurs de la zone euro entre partisans d'une nouvelle aide à la Grèce (solution prônée par la France) et ceux voulant y joindre une aide des banques responsables en partie de la crise (solution prônée par l'Allemagne).

La politique d'austérité mise en place en Grèce a de très lourdes conséquences sur sa croissance, sa politique sociale et son taux de chômage. Quoi qu'il en soit le principal souci des dirigeants européens reste que la Grèce n'entraîne pas toute la zone euro dans son sillage.

¹⁴²VIGNERON Philippe et BOURRINET Jacques, Les paradoxes de la zone euro, Edition Bruylant, juillet 2010, p.90.

L'Irlande fut le premier à connaître le même sort que la Grèce, même si la situation du pays est sensiblement différente. Contrairement à la Grèce, l'Irlande a longtemps été en croissance et ses finances publiques étaient saines. Malgré cela, l'Irlande a été beaucoup plus touchée par la crise des subprimes en 2008, notamment en raison de la bulle immobilière. En 2010, le pays fait face à une grave crise bancaire. Plusieurs de ses banques sont au bord de la faillite et doivent être renflouées. Alors l'Irlande a demandé une nouvelle fois de se porter au secours de ses banques ce qui provoque une augmentation considérable de son déficit public qui atteint 32 % du PIB.

4-2-1- Les conséquences de la crise financière sur le secteur financier

Notre analyse des conséquences de la crise va s'articuler sur le système bancaire, le marché boursier et celui de change dans trois pays de la zone euro : la France, l'Allemagne et la Grèce.

4-2-1-1- Les conséquences de la crise financière sur le système bancaire de

- a- **la France** : Depuis 2008, la détérioration de l'environnement financier et ses effets sur l'économie réelle ont mis à rude épreuve les systèmes bancaires aux États-Unis et en Europe. La crise financière résultant de la crise des *subprime* s'est transmise à tous les segments des marchés financiers et les banques ont dû faire face à une crise de confiance qui a requis une intervention des pouvoirs publics. Comparé à d'autres pays de la zone euro, le système bancaire français a plutôt mieux résisté à la crise financière¹⁴³.

Les pertes et dépréciations d'actifs des banques françaises représentent 3 % du total mondial, alors que les banques françaises pèsent 10 % du système bancaire mondial. Début 2010, les données publiées par Bloomberg ne modifient pas substantiellement ces évaluations. Près de 1260 milliards de dollars de pertes et de dépréciations ont dû être enregistrées par les banques au niveau mondial depuis le début de la crise en 2007, dont 700 pour l'Amérique du Nord, 515 pour l'Europe et 41 pour l'Asie. Sur ce total, les pertes et dépréciations des banques françaises sont évaluées à 64,5 milliards

¹⁴³BLOT Christophe et HUBERT Paul, « Le risque bancaire en zone euro », in *Revue de l'OFCE*, n°151, Paris, février 2017, p.13.

de dollars soit 5 % du total. Les pertes et dépréciations des banques françaises sont représentées comme suivant :

Tableau n°4 : Les pertes et dépréciations des banques françaises

Banque	Pertes/Dépréciations depuis 2007 (taux de change du 26/01/10 en milliards de dollars)
Société Générale	19.8
BNP Paribas	19.7
Crédit Agricole SA	9.2
Natixis	8.9
Dexia	6.7
Groupe Caisse d'Epargne	1.1
Total pour les Banques françaises	65.4

Source : Réalisé par l'auteur à partir des données fournies par Bloomberg¹⁴⁴.

En 2008, malgré ces dépréciations, les principales banques françaises, à l'exception des Caisses d'épargne et des Banques Populaires, ont affiché un résultat positif, bien qu'en baisse par rapport à 2007, avec toutefois d'importantes disparités entre les principaux groupes bancaires. Les deux banques françaises Société Générale et BNP Paribas qui totalisent à elles deux 39 milliards sont parmi les TOP 25 des pertes et dépréciations parmi les 25 plus grandes banques. Comment expliquer cette capacité de résistance des banques françaises à la crise financière ?

-Avant la crise, les banques françaises étaient moins rentables¹⁴⁵. D'une part leurs marges sur intérêts étaient plus faibles du fait d'une concurrence plus intense entre banques et d'autres part elles étaient moins engagées dans des activités bancaires non traditionnelles, certes plus rentables avant la crise mais aussi plus risquées. Les banques françaises étaient en particulier moins exposées aux produits financiers à haut risque comme les crédits titrisés, qui étaient moins importants que dans les banques d'autres pays.

-La diversité de leurs métiers de banque d'investissement et de marchés, de banque de particuliers, de gestionnaire d'actifs, ...ainsi que leurs implantations géographiques en Europe et dans le monde (996 implantations fin 2007, dont 760 filiales et 236 succursales) et en Europe (53 % des implantations) leur ont permis de diversifier leurs risques en 2008 et de conserver une capacité bénéficiaire. Alor le modèle de la banque universelle plus résistant.

¹⁴⁴ Bloomberg est un groupe financier américain spécialisé dans les services aux professionnels des marchés financiers et dans l'information économique et financière aussi bien en tant qu'agence de presse

¹⁴⁵FMI.

Elle semble, au moins pour la France, montrer les vertus de la banque universelle, mais il ne faut pas faire du cas d'espèce français une généralité : toutes les banques universelles n'ont pas aussi bien résisté à la crise que l'ensemble des banques françaises. A par le modèle de banque universelle, les banques françaises ont des caractéristiques qui les ont sauvées.

-Les banques françaises avaient une très forte assise financière dans la banque des particuliers avec un montant total des dépôts de 1 231 milliards d'euros fin novembre 2009, ce qui a permis aux banques françaises d'être moins dépendantes des marchés pour leur refinancement.

-Corrélativement à leur relatif faible endettement, les ménages français épargnent plus que leurs voisins. En France, le taux était de 15,3 % du revenu disponible en 2008, au moment de la crise, alors que le taux était de 2 % aux Etats-Unis à la même époque. Cette place de l'épargne dans les bilans bancaires a permis aux banques françaises de trouver dans leur bilan des ressources de financement saines et stables, ce que n'ont pas trouvé leurs concurrentes étrangères qui se sont tournées vers des ressources plus risquées : en France le modèle universel finance des clients et moins des actifs, ce qui rend plus prudente l'approche des risques.

-Les produits financiers sophistiqués mais à risque comme titrisation, se sont développés aux Etats-Unis sans évaluation ou contrôle des autorités bancaires qui a conduit à sous évaluer le risque global systémique ; mais à la différence du système bancaire américain les banques françaises sont soumises à un contrôle réglementaire et prudentiel contraignant depuis des années.

-Contrairement à leurs voisins européens et aux Américains, les ménages français sont nettement moins endettés auprès de leurs banques : en 2008, à peu près la moitié des ménages français était endettée 52,8 %. Si l'on ne retient que l'endettement immobilier, l'endettement des ménages français ne représente que 47,5 % de leur revenu disponible alors qu'il représente 75 % pour les Allemands et 98 % pour les Japonais. Les banques françaises ont été beaucoup moins exposées à des risques sur leurs encours immobiliers que les systèmes bancaires des Etats-Unis ou du Royaume Uni. Elles n'ont pas massivement utilisé la technique des prêts hypothécaires, caractéristique des crédits « subprimes » par exemple. Les banques françaises ont certes accru la durée moyenne de leurs prêts immobiliers mais en

exigeant davantage de cautions. Dès 2006, la part des taux variables dans le total des prêts diminue sensiblement pour tomber à moins de 2 % en 2008¹⁴⁶.

Cette meilleure résistance des banques françaises à la crise correspond d'une certaine façon à de moindres responsabilités dans les facteurs qui l'ont générée. Même si des soutiens publics ont été nécessaires, il en est résulté que la France connaît certes depuis la fin 2008 une réduction importante de la croissance des crédits bancaires distribués mais celle-ci reste moindre par rapport à celle constatée en moyenne dans les pays européens. Le secteur bancaire est l'un des principaux atouts économiques de tous les pays, selon l'OCDE. En janvier 2017, l'industrie bancaire française comptait 364 banques et a employé plus de 370.000 personnes, soit 2,3% de la main-d'œuvre privée en France. Enfin, les six plus grands groupes bancaires français ont affichées de bons résultats pour l'année 2016. Une santé solide et un bénéfice net de 145,7 milliards d'euros. Un secteur plus en forme, ou moins malade, en France que chez ces voisins européens. Alors la France est en meilleure santé bancaire.

b-L 'Allemagne : Les banques allemandes ont été sévèrement affectées par la crise financière. Les dépréciations et pertes qu'elles ont enregistrées représentent environ 10 % du total mondial et 40 % de la zone Euro comme le montre le tableau suivant :

Tableau n°5 : Les pertes et dépréciations des banques allemandes

Banque	Pertes/Dépréciations depuis 2007 (taux de change du 26/01/09 en milliards de dollars)
Deutsche Bank	13.6
Bayern LB	11.8
IKB	10.3
DZ Bank	5.1
HRE	4.6
Commerzbank	3.9
Dresdner Bank	3.6
LBBW	3.3
HSH Nordbank	2.9
WestLB	2.4
Sachsen LB Deutsche	1.8
Postbank	1.4
Total pour les Banques allemandes	64.7

Source : Réalisé par l'auteur à partir des données fournies par Bloomberg 25/06/09.

Le paradoxe c'est que contrairement à d'autres pays, l'Allemagne n'a pas connu de bulle immobilière à laquelle les banques auraient participé. Les causes sont à chercher ailleurs, selon des économistes. Les banques allemandes, en quête de rendements, se sont plus

¹⁴⁶Observatoire du financement des marchés résidentiels.

exposées que les autres banques européennes aux produits à risque devenus produits toxiques. Et l'absence de revenus tirés de la banque de détail ne leur a pas permis de réduire leur vulnérabilité qui se révèle lors de la crise de 2007. La dégradation brutale de l'activité économique a joué ensuite un rôle d'accélérateur. Les failles révélées par la crise renvoient à des déficiences structurelles du système bancaire allemand : un marché trop fragmenté, des distorsions de concurrence, des frais généraux trop élevés. Le plan de sauvetage des banques a été plus ambitieux en apparence qu'en réalité. Des restructurations importantes ont eu lieu dans le secteur des banques commerciales. Mais si la consolidation des banques publiques (Landesbanken) a été acceptée dans son principe, elle reste encore à effectuer. En fait, les résultats 2009 des banques allemandes marquent certes un redressement sensible mais elles ont, plus que d'autres, utilisé les possibilités ouvertes par les modifications comptables introduites en urgence en 2009 par le G 20 ; les facteurs de risques n'ont pas disparu. Les établissements les plus concernés ont été une fois de plus les banques publiques régionales (Landesbanken), principales pourvoyeuses de crédits aux PME, particulièrement touchées par la récession. Cela risque de se traduire par un durcissement des conditions d'octroi de crédit qui pourrait freiner la reprise de l'ensemble de l'économie allemande. C'est pourquoi le Président de la Bundesbank a demandé aux banques commerciales d'utiliser l'augmentation de leurs revenus prioritairement pour augmenter leurs fonds propres et non pour distribuer des bonus et il a exhorté les Landesbanken à saisir l'offre du Fonds fédéral d'aide au secteur bancaire (Soffin), afin de renforcer eux aussi rapidement leurs fonds propres afin d'améliorer leur offre de crédit aux entreprises.

d- **La Grèce** : la crise grecque qui a éclaté en 2010 est d'origine bancaire privée. Elle n'est pas le résultat d'un excès de dépenses publiques. Le soi-disant plan d'aide à la Grèce a été conçu pour servir les intérêts des banquiers privés et ceux des pays qui dominent la zone euro. L'adoption de l'euro par la Grèce a joué un rôle important dans les facteurs qui ont contribué à la crise. Pour la période 1996-2008, à première vue, l'évolution de l'économie grecque ressemble à une *success story* ! L'intégration de la Grèce au sein de l'Union européenne et à partir de 2001 dans la zone euro a l'air de réussir. Le taux de croissance économique est élevé, plus élevé que celui des économies les plus fortes d'Europe. En réalité, ce succès apparent cachait un vice, tout comme cela a été le cas dans un grand nombre de pays : non seulement l'Espagne, le Portugal, l'Irlande, etc., mais également la Belgique, etc., qui ont été très affectés par la crise bancaire à partir de 2008 sans oublier l'Italie qui été rattrapée par la crise bancaire quelques années après les autres. Les grandes banques privées et d'autres institutions

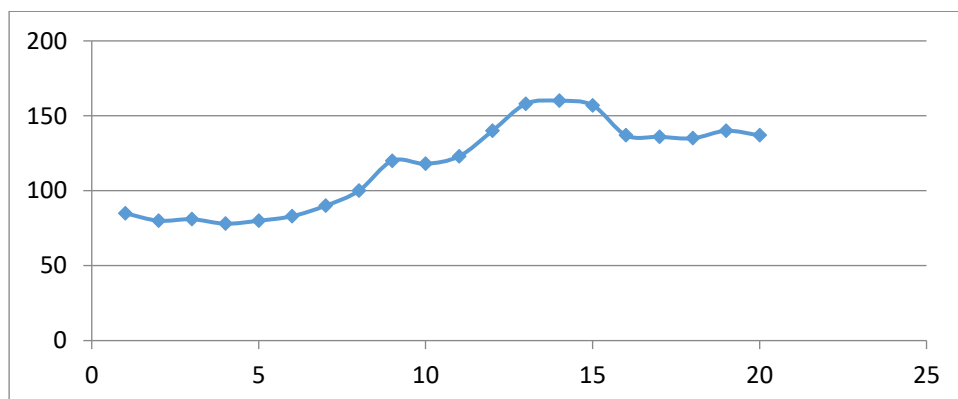
financières des économies du centre (Allemagne, France, ...) ont prêté de l'argent aux secteurs privé et public des économies périphériques Grèce, Irlande, Portugal, Espagne, ... etc.), car il était plus profitable d'investir dans ces pays que dans les marchés nationaux des économies du centre. L'existence d'une monnaie unique, l'euro, a encouragé ces flux car il n'y avait plus de risques de dévaluation en cas de crise dans les pays de la périphérie. Cela a créé une bulle du crédit privé, touchant principalement le secteur immobilier, mais aussi celui de la consommation. Le bilan des banques de la périphérie a fortement augmenté.

Jusqu'en 1998, 70 % du système bancaire grec était public. Les crédits octroyés par les banques représentaient environ 80 milliards € tandis que les dépôts représentaient 85 milliards €, un signe de bonne santé. Les quatre grandes banques émergèrent, représentant 65 % du marché bancaire : la Banque nationale de Grèce, Alpha Bank, Eurobank et Piraeus Bank. Parmi ces quatre banques, la Banque nationale de Grèce restait sous contrôle indirect de l'État. La dette du secteur privé s'est largement développée au cours des années 2000. Les ménages, auxquels les banques et tout le secteur commercial privé (grande distribution, automobile, construction...) proposaient des conditions de crédit alléchantes, ont eu massivement recours à l'endettement, tout comme les entreprises non financières et les banques qui pouvaient emprunter à bas coût (taux d'intérêts réels bas dus notamment à une inflation plus forte en Grèce que dans les pays les plus industrialisés de l'Union européenne tels l'Allemagne, la France, le Benelux,...). De plus le passage à l'euro avait provoqué une augmentation importante du coût de la vie pour les ménages, dans un pays où les dépenses pour l'alimentation de base représentaient près de 50% du budget familial. Cet endettement privé a été le moteur de l'économie de la Grèce comme il l'a été en Espagne, en Irlande, au Portugal, en Slovaquie. Grâce à un euro fort, les banques grecques (auxquelles il faut ajouter les filiales grecques des banques étrangères) pouvaient étendre leurs activités internationales et financer à moindre coût leurs activités nationales. Avec les énormes liquidités mises à leur disposition par les banques centrales en 2007-2009, les banques de l'Europe de l'Ouest (surtout les banques allemandes, françaises, mais aussi les banques italiennes, belges, néerlandaises, britanniques, luxembourgeoises...) ont continué à prêter massivement à la Grèce (au secteur privé et aux pouvoirs publics). Il faut y ajouter des banques de Suisse et des États-Unis. Il faut aussi prendre en compte le fait que l'adhésion de la Grèce à l'euro a constitué un gage de confiance supplémentaire aux yeux des banquiers d'Europe de l'Ouest qui étaient convaincus que leurs États respectifs leur viendraient en aide en cas de problème. Ces banquiers ne se sont pas préoccupés de la capacité de la Grèce à

rembourser le capital prêté et ont considéré qu'ils pouvaient prendre des risques très élevés en Grèce.

Le graphique ci-dessous montre que les banques des pays d'Europe de l'Ouest ont augmenté leurs prêts à la Grèce. Une première fois entre décembre 2005 et mars 2007 (pendant cette période, le volume des prêts a augmenté de 50 %, passant d'un peu moins de 80 milliards à 120 milliards de dollars). Puis, alors que la crise des subprimes avait éclaté aux États-Unis, les prêts ont de nouveau augmenté fortement (+33 %) entre juin 2007 et l'été 2008 (passant de 120 à 160 milliards de dollars). Cela signifie que les banques privées d'Europe occidentale ont utilisé l'argent que leur prêtaient massivement et à bas coût la Banque centrale européenne et la Réserve fédérale des États-Unis pour augmenter leurs prêts à des pays comme la Grèce. Là-bas, les taux étant plus élevés, elles ont pu faire de juteux profits. Les banques privées ont donc une très lourde part de responsabilité dans l'endettement excessif des secteurs privé et public grecs.

Graphique n°6 : Évolution des engagements des banques d'Europe occidentale à l'égard de la Grèce (en milliards de dollars)

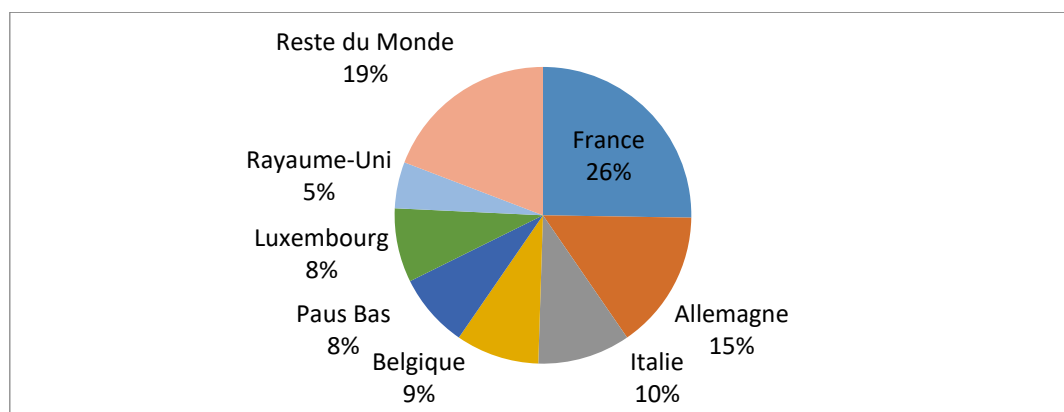


Source : Réalisé par l'auteur à partir des données fournies par BIS consolidated statistics et CADTM

Comme le montre l'infographie ci-dessous, l'écrasante majorité des dettes grecques externes était détenue par des banques européennes, en particulier des banques françaises, allemandes, italiennes, belges, hollandaises, luxembourgeoises et britanniques.

Là on montre que les France était très exposés sa ratio représenter 26% .Alors la Grèce était endettée à hauteur d'environ 390 milliards de dollars US à la fin du troisième semestre de l'année 2009. Près des trois quarts de cette dette sont détenus par des institutions étrangères, majoritairement européennes.

Graphique n°7 : Détenteurs étrangers des titres de la dette grecque en fin 2008

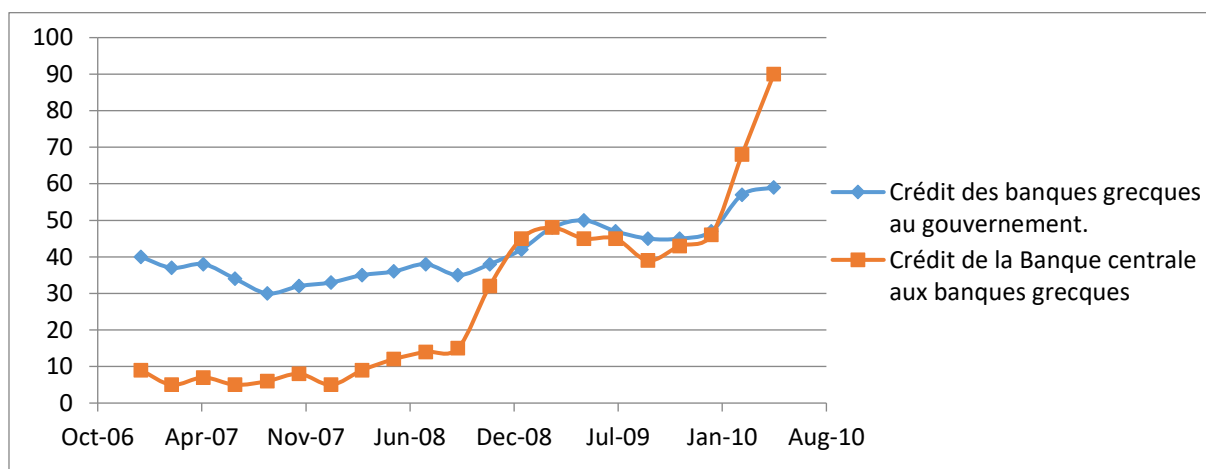


Source : Réalisé par l'auteur à partir des données fournies par CADTM

Suite à la faillite de Lehman Brothers aux États-Unis et à ses effets immédiats sur les banques d'Europe, les banques ne se font plus confiance et les prêts interbancaires se tarissent complètement. Les banques grecques qui dépendent de manière importante de ce type de financement se retrouvent dans une situation critique. La valeur de leurs actions s'effondre dans la deuxième moitié de 2008 pour s'établir à 20 % du niveau atteint début 2007. Au même moment, les taux qu'elles doivent payer pour se financer augmentent de 500 points de base, c'est-à-dire de 5%. Les banques grecques ne s'en sortent que grâce aux liquidités mises à leur disposition par la banque centrale de Grèce dans le cadre de la politique de la BCE d'octroi massif de liquidités aux banques de l'ensemble de la zone. Dans le graphique ci-dessous, on peut constater très clairement en suivant l'évolution de la ligne rouge qu'à partir de septembre 2008, les banques grecques augmentent de manière significative le recours au financement que leur octroie la Banque centrale de Grèce dans le cadre de l'eurosystème avec l'accord de la BCE.

Ce changement des sources principales de financement ne constitue pas une exception grecque, un tel phénomène a été observé dans la majorité des pays de la zone euro et au-delà. Les banques centrales sont devenues les sources principales du financement des banques privées au cours des années 2008 et 2009.

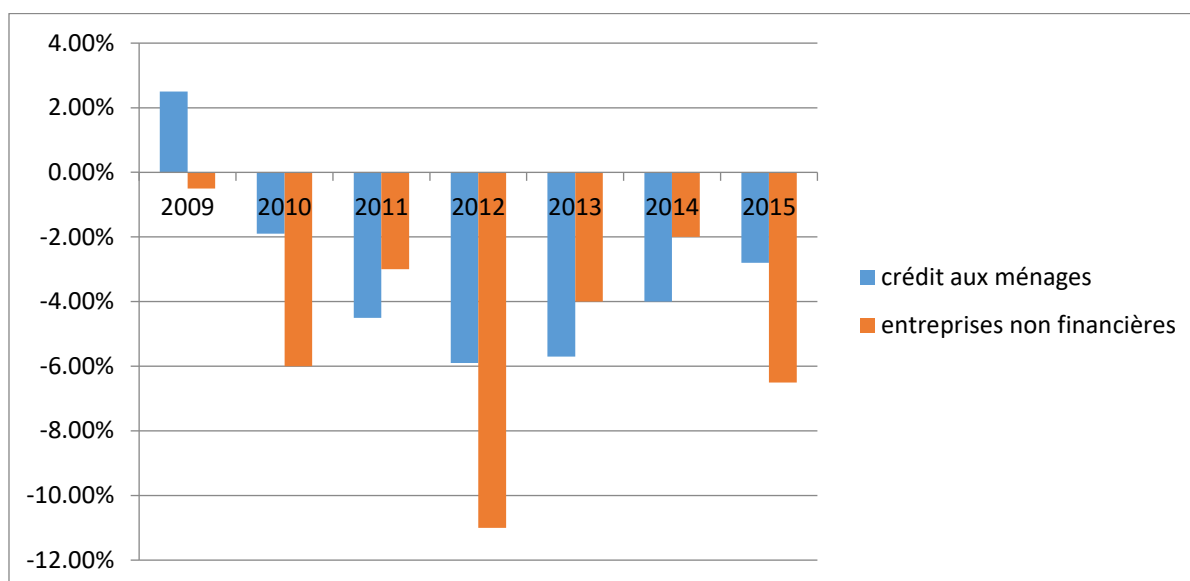
Graphique n°8 : Évolution du financement des banques grecques par la banque centrale de Grèce et de la détention par les banques grecques des titres publics grecs (2007-2010) en milliards €.



Source : Réalisé par l'auteur à partir des données fournies par Bank of Greece

Vu la crise des banques grecques, le gouvernement grec a annoncé un plan de sauvetage de celles-ci pour un montant de 28 milliards €, dont 3,5 milliards ont servi à une première recapitalisation des banques, le reste consistant en des garanties pour leur permettre de continuer à se financer auprès de la banque centrale. Il s'agissait aussi de rassurer les déposants afin d'éviter un retraits massifs qui entraînant la faillite bancaire. En 2008, les banques grecques, tout comme leurs homologues espagnoles, portugaises, n'étaient pas perçues comme les plus menacées, car à la différence des banques américaines et des pays d'Europe les plus développés comme l'Allemagne, France,...etc., elles n'avaient pas massivement investi dans les produits structurés qui avaient ébranlé jusqu'à ses fondements tout le système bancaire des États-Unis et d'Europe. Mais en réalité, les banques des pays de la périphérie dans la zone euro étaient elles aussi au bord du gouffre et elles ne disposaient pas d'États aussi puissants que ceux d'Europe du Nord et des États-Unis pour leur venir en aide avec suffisamment de force. La réaction des banques grecques face à la crise qu'elles avaient largement provoquée et à la récession internationale affectant l'économie grecque a aggravé la situation. Alors que l'octroi des liquidités par la Banque centrale dans le cadre de l'eurosysteme se faisait sous le prétexte d'aider les banques à octroyer du crédit aux ménages et aux entreprises pour relancer l'économie, les banques ont fait le contraire comme le montre le graphique suivant :

Graphique n°9 : Grèce, évolution du crédit interne, 2009 – 2015



Source : Réalisé par l'auteur à partir des données fournies par Bank of Greece

Les banques grecques ont fermé le robinet du crédit aux ménages et aux entreprises non financières, ce qui a aggravé la crise. Les entreprises non financières¹⁴⁷, en particulier, et les ménages avaient besoin de refinancer leurs dettes afin de pouvoir poursuivre les remboursements. En coupant les crédits, les banques ont renforcé les difficultés des entreprises et des ménages dont un nombre croissant a dû suspendre le paiement de la dette. Bien sûr, il faut ajouter que la politique d'austérité intensive imposée par la Troïka¹⁴⁸ et le gouvernement grec à partir de 2010 a diminué les revenus des ménages ainsi que des PME et a augmenté leur propension à entrer en défaut de paiement. Selon des économistes, ce sont des dépenses publiques inconsidérées qui auraient entraîné une augmentation dramatique de la dette publique et du déficit public. Toujours selon leur narration, les marchés financiers ont fini par se rendre compte du danger et ont refusé de continuer à financer la perte grecque. Suite à ce refus, les gouvernements européens, la BCE, la Commission européenne et le FMI décidèrent, dans un grand élan de générosité, de joindre leurs efforts pour venir en aide au peuple grec et défendre dans le même temps la pérennité de la zone euro et de la construction européenne. D'autres économistes voient que la cause réelle de la crise provenait du secteur

¹⁴⁷L'écrasante majorité des entreprises non financières est constituée de micros entreprises avec un personnel inférieur à 10 salariés.

¹⁴⁸Ce mot d'origine russe signifiant au départ un attelage de trois chevaux, a progressivement pris une acception politique et est aujourd'hui principalement utilisé pour désigner l'alliance de trois personnalités ou entités alliées pour diriger ou régler un problème. Au niveau européen, la troïka désigne l'alliance de la Banque centrale européenne, de la Commission européenne et du Fonds monétaire international pour superviser les plans de sauvetage et ses implications dans les Etats membres de l'Union européenne.

bancaire privé tant externe qu'interne, et pas de la dette publique puisque La dette privée était nettement supérieure à la dette publique

4-2-1-2-Les conséquences de la crise financière sur le marché boursier de

La même incertitude qui a provoqué des tensions sur le marché interbancaire a affecté dès juillet 2007 les marchés financiers américains. Le recul des marchés financiers a été plus fort encore en Europe qu'aux Etats-Unis. De juin 2007 à janvier 2008, la bourse de Paris a perdu 33%, celle de Londres 21% et celle de Francfort 25%. Des situations de mini-krach ont même été observées le 21 janvier : Paris a reculé de 6,8%. Ces chiffres pourraient laisser penser que le plus difficile est passé. Cependant, les craintes de plus en plus fortes de récession aux Etats-Unis et de ralentissement en Europe ont continué à orienter les indices boursiers américains et européens à la baisse, ce d'autant plus qu'ils restent à des niveaux très élevés par rapport à 2003: +61% pour New York, +97 % pour Paris, +73 % pour Londres et +206% pour Francfort

Il y a plusieurs indices de bourse, parmi eux¹⁴⁹ :

-L' **EuroStoxx 50** est l'indice boursier qui regroupe les 50 premières sociétés de la zone Euro par leur capitalisation au sein de la zone euro et non pas au niveau de l'Europe ni de l'Union européenne. Sa composition est révisée chaque année au mois d'août. La première cotation de cet indice boursier a été effectuée le 31 décembre 1991 sur la base de 1 000 points. Le plus haut historique jamais atteint par l'indice Euro Stoxx 50 est de 5 464.43 points à la clôture le 6 mars 2000. Son plus bas historique a été touché le 5 octobre 1992 soit moins d'un an après sa première cotation au niveau des 920.65 points à la clôture

-Le **CAC 40** donne en continu la tendance de la Bourse de Paris, à l'instar de l'Euro Stoxx 50 pour la zone euro. CAC est l'acronyme de Cotation Assistée en Continu. L'indice permet aussi de se représenter l'évolution de la Bourse sur le long terme. Lancé le 31 décembre 1987, sur une base de 1 000 points, l'indice a atteint un maximum de 6 948 points le 4 septembre 2000 avant de s'effondrer à 2 401 points le 12 mars 2003. L'évolution de l'indice CAC 40 dépend des sociétés qui le composent. Il ne s'agit pas forcément des 40 plus

¹⁴⁹Michel Van der Yeught, « Terminologie des indices boursiers », Revue de *GERAS ASP*, n°11-14, acte du 17e colloque de GERAS, 1996.

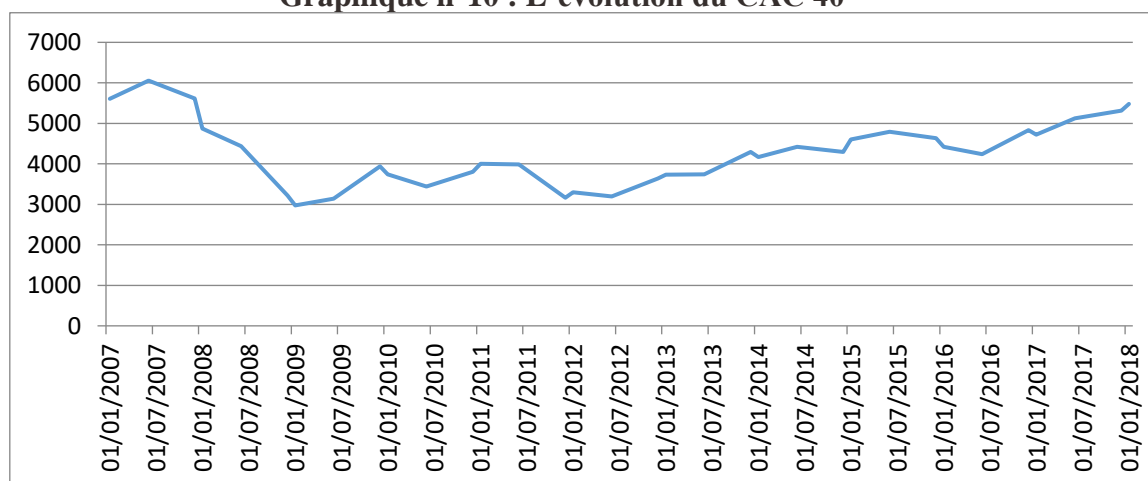
grandes entreprises françaises. Les 40 sociétés sont sélectionnées selon leur taille (la capitalisation boursière) et la part de leur capital négocié en Bourse (le flottant, c'est-à-dire la part des actions cotées en Bourse détenues par des investisseurs ne cherchant pas à prendre le contrôle de la société). La composition complète du CAC 40, actualisée 4 fois par an. Pour une analyse plus fine, mieux vaut cependant utiliser le CAC 40 « à dividendes réinvestis ». Cet indice ne se contente pas de suivre l'évolution des cours, mais intègre les dividendes versés par les entreprises et que tout actionnaire,

-Le **DAX** est l'indice de référence de la principale place financière allemande située à Francfort. Il est composé des 30 premières capitalisations allemandes et tout comme le CAC 40, son calcul est soumis à une pondération. Sa cotation de déroule en continu. L'indice DAX a été créé le 1 er janvier 1989 avec une base de création de 1 000 points.

-L'**Ibex35** est le principal indice boursier de la Bourse de Madrid. Il est composé des 35 plus grandes sociétés espagnoles. Le poids de ces valeurs dans l'indice est pondéré par leur capitalisation boursière. La composition de l'indice est revue deux fois par an, en janvier et en juillet.

Mais nous on va voir les deux graphiques de CAC 40 ET euro stoxx 50.

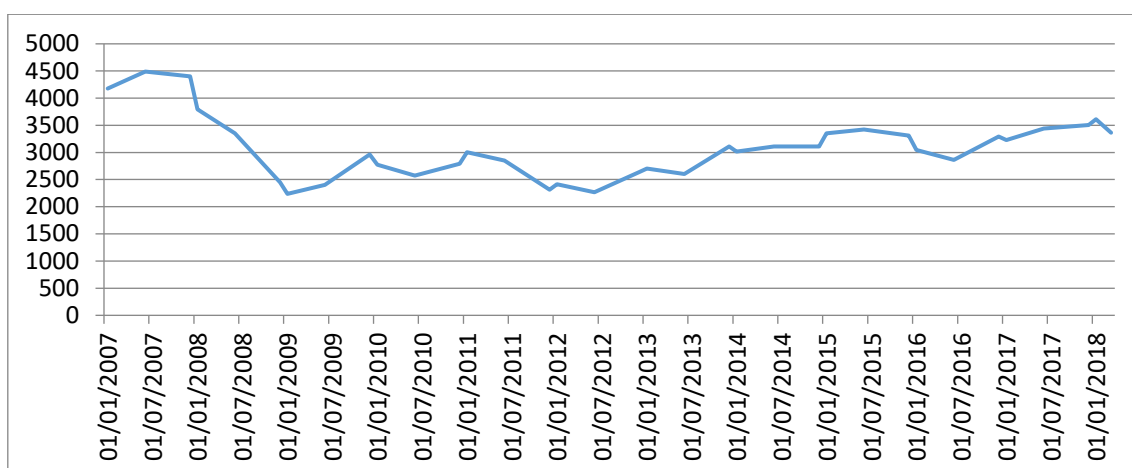
Graphique n°10 : L'évolution du CAC 40



Source : Réalisé par l'auteur à partir des données fournies par Le Figaro.fr

L'indice a atteint un maximum de 6 054 points juillet 2007 avant de s'effondrer à 2973 points en janvier 2009 après la crise de 2008. Ça veut dire que la bourse de France a été touchée par la crise. Une autre chute en décembre 2011 à 3159 point après la crise grecque. Pour atteindre 5312 points en fin 2017.

Graphique n°11 : L'évolution de l'EURO STOXX 50



Source : Réalisé par l'auteur à partir des données fournies par Le Figaro.fr et finance.net.

L'indice de la zone euro a aussi connu des fluctuations comme suivante. L'indice a atteint un maximum de 4489 points juillet 2007 avant de s'effondrer à 2236 points en janvier 2009 suite à la crise de 2008. Deux autres chutes en juin 2010 et décembre 2011 à 2316 points après la crise grecque, pour atteindre 3503 points en fin 2017.

4-2-1-3-Les conséquences de la crise financière sur le marché de change

En 2008, le taux de change entre l'euro et le dollar a également connu de fortes fluctuations : l'euro s'est brusquement déprécié de l'ordre de 27 % avant de connaître un regain relatif en fin d'année. L'évolution de l'euro face au yen est comparable. Le comportement face à la livre sterling est différent : celle-ci s'est fortement dépréciée au dernier trimestre après avoir été relativement stable par rapport à l'euro lors des trois trimestres précédents. Mais on peut dire que : une appréciation de l'euro, toutes choses égales par ailleurs, a un effet négatif sur l'activité, du fait de la perte de compétitivité-prix à l'exportation et à l'importation qu'elle induit ; en revanche, une appréciation de l'euro a un effet protecteur vis-à-vis d'une hausse du prix du pétrole, car elle modère le prix des importations en produits pétroliers et tend par conséquent à atténuer les deux effets précédents. Enfin, une appréciation de l'euro n'est pas sans incidence sur la politique monétaire : la baisse d'activité à court terme qui en résulte permet en effet à la banque

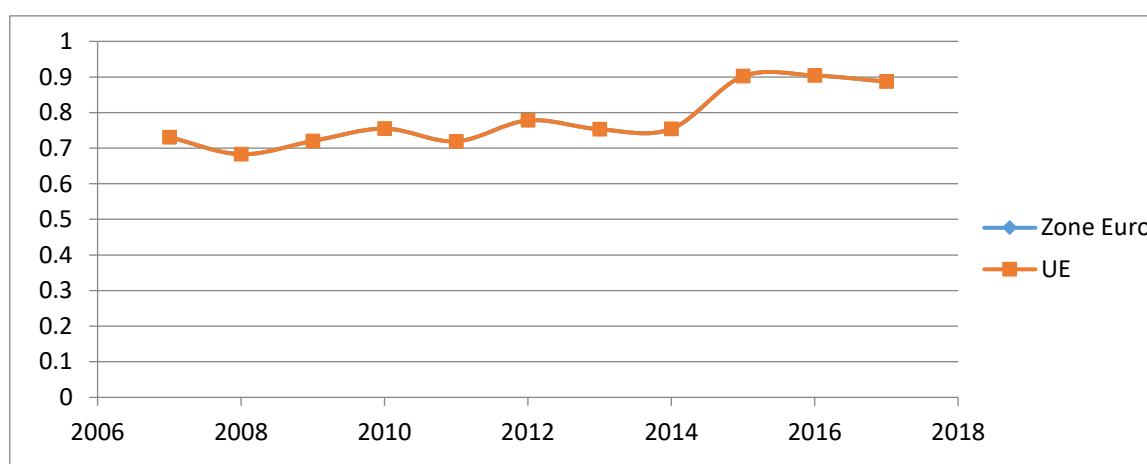
centrale de mener une politique plus accommodante que celle qu'elle aurait conduite à parités constantes¹⁵⁰.

Depuis 2014, l'euro s'est déprécié non seulement vis-à-vis du dollar, mais aussi par rapport à un panier de monnaies. Selon les responsables économiques et politiques, une baisse de l'euro relance les exportations et stimule ainsi l'activité économique. Les exportations françaises sont peu sensibles au taux de change.

Le taux de change de l'union européenne est le même que celui de la zone euro comme le montre le graphique n°12.

Le taux de change a connu plusieurs chutes pendant la crise de 2008 dans toutes les monnaies ; après 2010 à cause de la crise grecque. Depuis 2014, l'euro s'est déprécié non seulement vis-à-vis du dollar, mais aussi par rapport à un panier de monnaies.

Graphique n°12 : Le taux de change euro/dollars us



Source : Réalisé par l'auteur à partir des données fournies par l'OCDE.

Selon les responsables économiques et politiques, une baisse de l'euro relance les exportations et stimule ainsi l'activité économique. Les exportations françaises sont peu sensibles au taux de change. En 2015 l'euro était lesté par le lancement lundi du vaste programme de rachats d'actifs de la Banque centrale européenne (BCE), des injections de liquidités dont le but est de tenter de relancer les prix et soutenir l'économie, mais ont pour effet collatéral de diluer la valeur de la monnaie unique.

¹⁵⁰BENASSY-QUERE Agnes et AL, *L'euro dans la guerre des monnaies*, Note de CAE n°11, janvier 2014, p. 1-12.

D'abord les craintes de déflation sont fortes en zone euro : le niveau de l'inflation était proche de 0 pour les grandes puissances de la zone. Parce qu'une monnaie dont les perspectives sont à la perte de valeur n'intéresse pas les investisseurs, elle est donc délaissée au profit de monnaie à potentiel plus important ; Parce que du fait de la menace déflationniste, la BCE était prête à tout faire pour éviter la déflation et atteindre ses objectif d'inflation. Ainsi un programme de rachats d'actifs qui a inondée d'autant le marché des liquidités, augmentant la masse d'euros en circulation. Ensuite la loi de l'offre et de la demande qui a joué son rôle : plus il y a d'euro en circulation, à demande constante, plus sa valeur baisse ; Enfin, l'inquiétude sur l'avenir de la Grèce à l'intérieur de la zone n'est pas pour rassurer les investisseurs. Une sortie de la Grèce affaiblirait considérablement l'Europe et la zone euro et la crainte des investisseurs les pousse à se délester de la monnaie potentiellement à risque, l'euro, pour aller vers des devises moins risquées¹⁵¹. Il y a deux principales conséquences de cette baisse de l'euro : D'une part la baisse de l'euro face aux autres devises est favorables aux exportations (hors zone euro). En effet un bien vendu 100€ équivalait à environ 140\$ en Avril 2014, bien qu'il vaille toujours 100€, cela ne représente plus que 119\$ on 2015, soit une baisse d'environ 15%. Les entreprises exportatrices sont donc plus compétitives. D'autre part et suivant le même mécanisme les biens importés (hors zone euro) sont plus chers ce qui vient diminuer le pouvoir d'achat des ménages en biens importés. En effet un bien qui valait 100\$ soit 71,42€ en Avril 2014, vaut aujourd'hui 84,03€. Cette baisse est donc finalement à double tranchant. L'augmentation du prix des biens importés vient par ailleurs augmenter le coût du pétrole importé qui est facturé en dollar US. Le taux de change n'en est pas l'unique explication, mais il y contribue de façon importante.

4-2-2-Crise économique : Crise du système productif

L'Union économique et monétaire a également permis de protéger l'économie européenne des chocs extérieurs au cours des dernières années : crise des pays émergents de 1998, les chocs pétroliers, ralentissement encours de l'économie américaine et du commerce mondial. Le commerce intra-zone euro s'est en effet fortement développé, le taux d'ouverture de la zone sur l'extérieur ne se situant après la crise qu'à environ 13 % du PIB de la zone, contre des taux allant de 20 % à 70% pour les économies nationales avant la mise en place de

¹⁵¹CHOUAIB Elian et JEANNERET Alexandre, « LaCrise de la Dette en Europe », in *Revue l'Actualité Economique*, volume 91, n°4, décembre 2015, p.385-658.

l'Union Européenne et Monétaire. Ainsi, les exportations vers les Etats-Unis ne pèsent que 2,2 % du PIB de la zone. Ce rôle de bouclier de l'euro a permis d'atténuer le fort ralentissement Américain où la croissance a resté stable 5 % en 2000 et 2001. Ce ralentissement pourrait être presque compensé par le programme de baisse des impôts en Italie, en Allemagne et en France. L'euro permet ainsi d'assurer une relative stabilité à la croissance de l'économie européenne, tandis que la politique de la Banque centrale et les gains productivité dégagés grâce aux investissements et aux fusions préservent cette zone de l'inflation. Ainsi, le PIB de la zone euro est présenté par le tableau n°6.

La crise de 2008-2009 est une crise économique et financière mondiale qui a entraîné une grave récession dans l'Union européenne, au Japon et aux États-Unis en 2009, suivie d'une reprise en 2010. La crise était déjà manifeste en 2008 puisque le taux de croissance du PIB avait accusé une baisse considérable dans l'UE, qui a été suivie d'une chute du PIB réel de (4,3 %) en 2009.

Tableau n°6 : Taux de croissance du PIB en volume dans la zone euro (variation par rapport à l'année précédente en %).

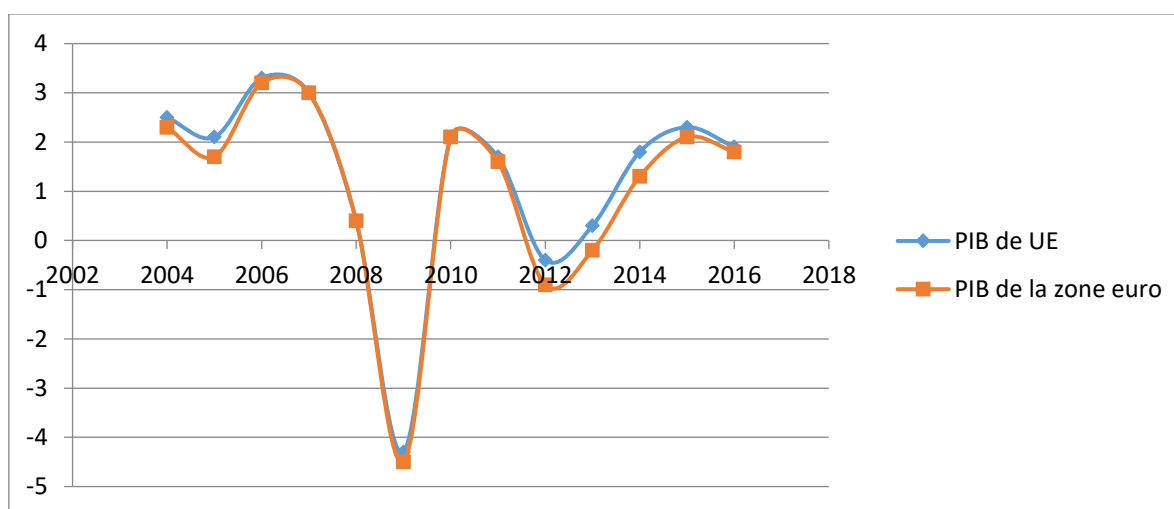
Année	Le volume du PIB en pourcentage de la zone euro	Allemagne	France	Portugal	Grèce	Espagne	Belgique	UE
2004	2.3	1.17	2.79	1.81	5.06	3.17	3.63	2.5
2005	1.7	0.71	1.61	0.77	0.60	3.72	2.09	2.1
2006	3.2	3.7	2.4	1.5	5.7	4.2	2.5	3.3
2007	3.0	3.3	2.4	2.5	3.3	3.8	3.4	3.0
2008	0.4	1.1	0.2	0.2	-0.3	1.1	0.7	0.4
2009	-4.5	-5.6	-2.9	-3.0	-4.3	-3.6	-2.3	-4.3
2010	2.1	4.1	2.0	1.9	-5.5	0.0	2.7	2.1
2011	1.6	3.7	2.1	-1.8	-9.1	-0.1	1.8	1.7
2012	-0.9	0.5	0.2	-4.0	-7.3	-2.9	0.1	-0.4
2013	-0.2	0.5	0.6	-1.1	-3.2	-1.7	-0.1	0.3
2014	1.3	1.6	0.9	0.9	0.4	1.4	1.6	1.8
2015	2.1	1.7	1.1	1.6	-0.2	3.2	1.5	2.3
2016	1.8	1.9	1.2	1.4	0.0	3.2	1.2	1.9

Source : Réalisé par l'auteur à partir des données fournies par Eurostat, Comptes nationaux annuels (dernière mise à jour 11/12/2017) et Perspective monde.

La reprise dans l'UE a vu l'indice de volume du PIB qui a augmenté de (2,1 %) en 2010. Par la suite, le PIB s'est contracté de (-0,4 %) en termes réels en 2012, avant que des taux de variation positifs progressivement supérieurs ne soient enregistrés en 2013 (0,3 %),

2014 (1,8 %) et 2015 (2,3 %). Dans la zone euro, les taux de variation correspondants étaient très similaires à ceux de l'UE jusqu'en 2010, tandis que la croissance enregistrée en 2011 a légèrement ralenti (1,6 %) et la contraction, plus forte en 2012 (-0,9 %), s'est poursuivie en 2013 (-0,2 %). En 2014 et 2015, la croissance du PIB réel dans la zone euro a été quelque peu plus faible que celle enregistrée dans l'UE dans son ensemble comme le montre le graphique n°13.

Graphique n°13 : Taux de croissance du PIB en volume dans la zone euro et l'union européenne.



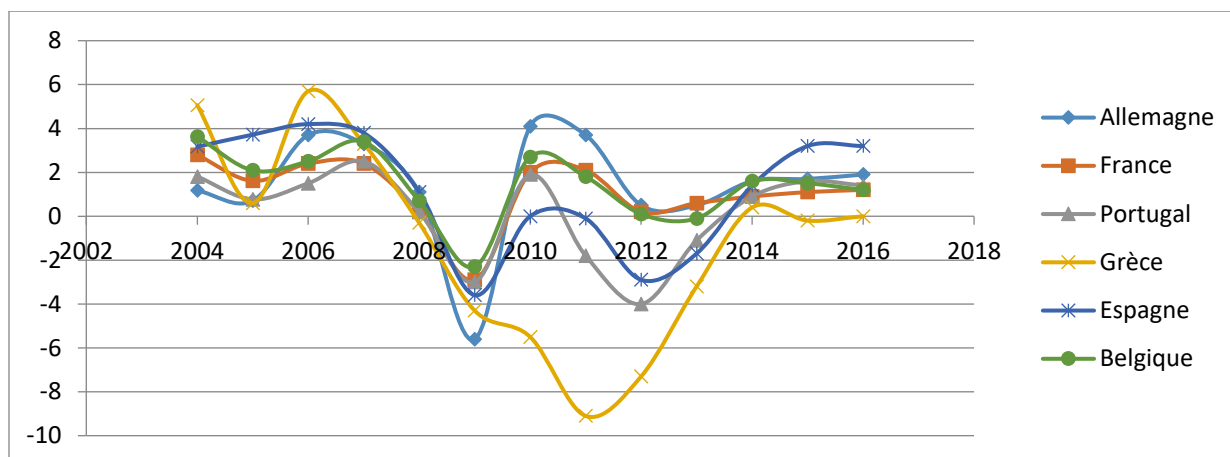
Source : Réalisé par l'auteur à partir des données fournies par Eurostat.

Au sein de l'Union, la croissance du PIB réel a varié considérablement d'un État membre de l'Union à l'autre et d'une année à l'autre (voir le tableau n°6). Après une contraction observée dans tous les États membres à l'exception de la Pologne en 2009 qui a enregistré un PIB moyen de 3.5% le plus élevé et qu'il n'a pas enregistré un volume négatif pendant cette période de 2004 jusqu'au 2016. La zone euro comme l'UE, la croissance économique a repris en 2010 dans états membres, situation qui s'est répétée en 2011 comme le montre le graphique n°14:

Toutefois, en 2012, cette évolution s'est inversée, puisque moins de la moitié des états membres ont fait état d'une expansion économique. En 2013, une majorité d'états membres a de nouveau enregistré une croissance, avec un taux de variation positif atteignant 1.3 en 2014 et passant à 2.1 en 2015. Le seul État membre ayant connu un taux de variation négatif en

2015 est la Grèce, qui a enregistré une baisse de 0,2 % après une croissance de 0,4 % en 2014 et six réductions successives de la production économique au cours des années 2008 à 2013.

Graphique n°14 : Taux de croissance du PIB en volume dans quelque pays de la zone euro



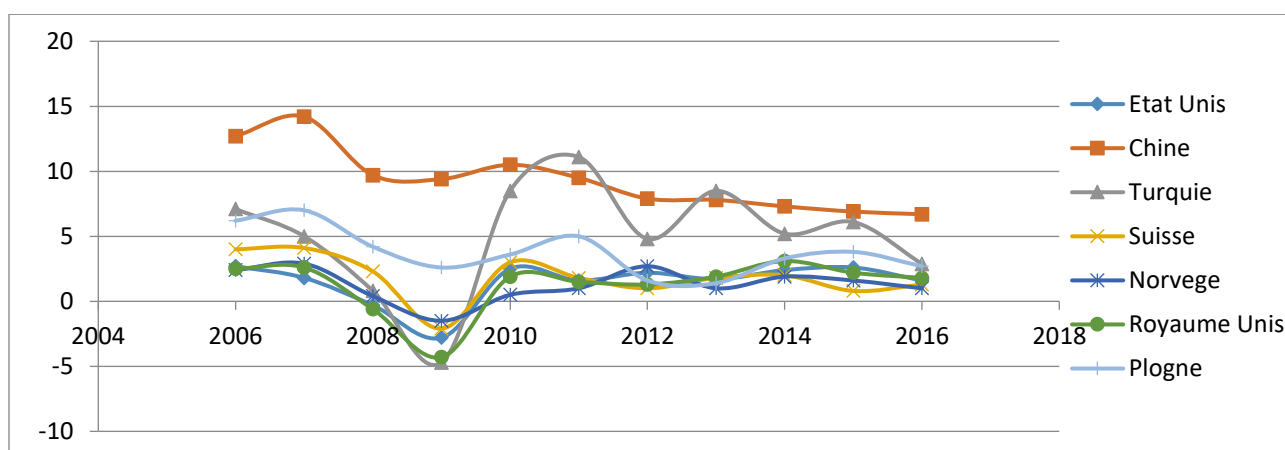
Source : Réalisé par l'auteur à partir des données fournies par Eurostat et Perspective monde.

En 2016, pour la première fois depuis 2007, aucun des États membres n'a enregistré de baisse du PIB, les états membres affichant une croissance sauf le Portugal qui a enregistré 1.4 contre 1.6 en 2015 et la Grèce et l'Espagne qui n'enregistrant aucun changement. Les taux de croissance les plus élevés en 2016 ont été enregistrés en Irlande (5,2 %) et à Malte (5,0 %), tandis que les taux les plus bas à l'exception du taux de variation de 0,0 % en Grèce – ont été enregistrés en Italie (0,9 %) et en France et en Belgique (1,2 %).

L'Allemagne, l'Estonie, la France, la Lituanie, Malte, l'Autriche, la Slovaquie et i ont enregistré leur septième taux de variation annuel positif consécutif en 2016. En d'autres termes, leur dernier taux de variation annuel négatif a été observé au plus fort de la crise en 2009. Ce fut également le cas en Norvège et aux États-Unis, ainsi qu'en Suisse, en Turquie, au Royaume Unis et la Pologne comme le montre la graphique suivant.

Les effets de la crise financière et économique mondiale ont réduit les performances globales des économies des États membres de l'Union lorsqu'on les analyse au cours de la dernière décennie.

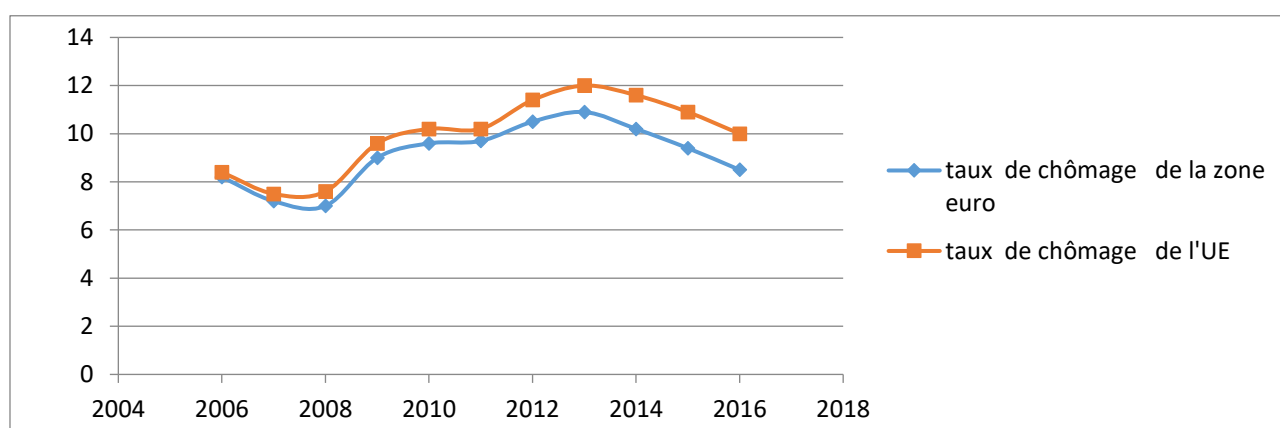
Graphique n°15 : Taux de croissance du PIB en volume dans quelque pays du monde



Source : Réalisé par l'auteur à partir des données fournies par Eurostat et Perspective monde

Les taux de croissance moyens de l'UE et de la zone euro entre 2006 et 2015 ont été respectivement de 0,7 et 0,5 % par an. Selon cette mesure, la plus forte croissance entre 2006 et 2016 a été enregistrée pour Malte (croissance moyenne de 3,7 % par an), suivie de la Pologne (3,5 %), de l'Irlande (3,4 %) et de la Slovaquie (3,1 %). À l'inverse, le PIB réel a globalement diminué entre 2006 et 2016 en Grèce, en Italie, en Croatie et au Portugal. Le taux de chômage a aussi connu des fluctuations dans cette période comme le montre le graphique suivant :

Graphique n°16 : Taux de chômage de la Zone Euro et l'UE



Source : réalisé par l'auteur à partir des données fournies par Eurostat et Perspective monde

Derrière ces moyennes se cachent de fortes disparités au sein de l'Union européenne qui traduisent les difficultés de certaines économies à se redresser 10 ans après la crise qui a frappé de nombreuses régions du monde. Après une forte hausse suite à la crise économique de 2008, le taux de chômage a amorcé une diminution dans certains pays. Beaucoup d'entre eux, sauf l'Allemagne, ont connu un accroissement de leur taux de chômage jusqu'en 2013. Ce sont principalement les pays de l'Europe méditerranéenne tels que la Grèce, l'Espagne ou l'Italie qui figurent en tête du classement des pays les plus touchés par le chômage dix ans après. Il semble que la récession et les politiques d'austérité appliquées à l'ensemble de ces pays ont provoqué un chômage durable alors que les indicateurs économiques en Europe sont au vert depuis plusieurs mois. Du côté de la France, avec un taux de chômage à 9,2% en novembre 2017, elle se situe au-dessus de la moyenne de la zone euro et figure encore parmi les mauvais élèves elle se trouve en 6^{ème} position. La crise de 2007 a eu des conséquences relativement contrastées et prolongées dans les différents pays de l'Union européenne et de la zone euro¹⁵². Dans les pays du sud de l'Europe comme l'Espagne, Grèce, Portugal et Italie, ainsi qu'en Irlande, la récession a duré plus longtemps que dans d'autres pays. La détérioration de l'activité a pu être également amplifiée par la crise des dettes souveraines comme en Grèce.

Longtemps confrontés aux difficultés du chômage, les jeunes Européens commencent à voir des signes d'éclaircie sur le front de l'emploi. En novembre 2017, le taux de chômage des jeunes s'est établi à 16,2% dans l'UE 28% et à 18,2% dans la zone euro, contre respectivement 18,2% et 20,5% un an plus tôt. Les experts de la Commission européenne ont noté que les taux les plus faibles en 2017 ont été observés en Allemagne 6,6%, tandis que les plus élevés ont été enregistrés en Grèce 39,5%, en Espagne 37,9% et en Italie 32,7%. "Malgré ces signes d'embellie, le chômage des jeunes reste néanmoins bien supérieur à la moyenne des pays de l'Union européenne même si ces chiffres nécessitent de prendre des précautions.

L'économie de la zone euro a été affectée à plusieurs canaux de transmissions. L'impact négatif était principalement visible sur les exportations qui ont fléchi en fin 2008 pour faire creuser encore davantage les déficits des réserves de change. Le secteur de la production a aussi subi un net recul surtout celle de l'automobile qui a vu plusieurs emplois supprimés. L'inflation a atteint un pic au milieu de 2008, témoin de la hausse des prix de l'énergie. La bourse, comme de Paris, a reculé de plusieurs points. Les banques qui ont subi des pertes pour certaines et une aubaine pour d'autres (comme la BNPP), bien que soutenues

¹⁵²ITURRALDE Alberto, « La crise de la zone euro », Note d'analyse, in *Pour la solidarité*, juin 2017. p7.

par l'Etat ils sont restés toujours soucieux de la qualité de l'emprunteur ce qui les amène à réduire le degré de leur implication dans le financement de l'économie.

* *

*

Il y a une très grande comparaison entre le krach Boursier de 1929 et la crise frappant les États-Unis en 2007 la crise des Subprimes, car les deux sont presque aussi importantes malgré leurs nombreuses différences. Ces deux crises financières mènent à une crise économique mondiale. Elles ont tous les deux des répercussions sur d'autres pays, causent toutes les deux la misère et apparaissent toutes les deux après une grande croissance économique. Les subprimes ont été dévastatrices, financièrement et économiquement au point de rendre les États incapables de rembourser les dettes à présent, qui laissent place à des crises de la dette, notamment celle de la Grèce. Cette crise financière pose pour une nouvelle fois la problématique de la gouvernance que ce soit dans les entreprises ou au niveau des États. Aucun système n'est parfait, cet exercice de la crise actuelle prouve la nécessité d'un équilibre entre la fonction de régulation économique et les autres fonctions de l'Etat ; son rôle dans la régulation n'est pas sans importance. Les USA, la France, l'Allemagne donnent clairement l'exemple ; en cas de crise, il revient automatiquement à l'Etat d'endosser la protection des citoyens et de fixer les responsabilités. La régulation bancaire est un moyen de prévenir les crises sans toutefois les éviter. Une meilleure transparence de la dispersion du risque crédit associée à un contrôle des agences de notation paraît aujourd'hui indispensable. Malheureusement les mesures engagées sont rarement respectées ou ne sont pas assez fortes qui peut mener à des crises.

CONCLUSION

L'analyse théorique et pratique du rapport entre la fragilité du système financier et les crises financières nous a permis de tirer les résultats suivants :

- Le développement du système financier a stimulé le développement financier à travers la multiplication du nombre et du type de produits dérivés ;
- Le débat entre libéralisation et répression financière continue dans l'objectif de maîtriser les crises financières et d'assurer une stabilité de la croissance économique ;
- Les crises sont cycliques et inévitables. Tant qu'il y aura développement des marchés financiers, il y aura des cycles d'expansion et de récession ;
- Malgré leurs unions, les pays de la zone euro ont été aussi touchés par les crises financières et économiques notamment celle des subprimes.

La crise financière et ses effets sur le secteur financier et économique des différents pays de l'Europe et du Monde, a interrogé la pensée économique et politique sur le sort du système financier et monétaire international. La pensée vise surtout les mesures à prendre en considération pour éviter le déséquilibre du système international.

- le secteur privé doit participer à la prévention et à la résolution des crises par la mise en œuvre de politiques avisées, le renforcement des systèmes financiers et l'établissement d'un dialogue constructif avec les créanciers privés.
- Le retour aux missions initiales de la bourse comme d'apporter de l'argent frais aux entreprises, donc à l'économie réelle. Car, avec le temps, cette mission est passée au second plan et la Bourse est devenue un lieu de spéculation. Les Bourses ont cessé de financer les besoins des entreprises. Au contraire, elles ont commencé à exiger aux entreprises de faire des efforts pour mieux rémunérer les actionnaires et les spéculateurs. Elles ont mieux encadré l'encours des produits dérivés, voire supprimer les plus risqués pour la finance internationale pour éviter les dégâts provoqués par ces produits dans le passé. Il faut confier la régulation du système financier international à un organisme proche de l'Organisation mondiale du commerce OMC plutôt que du Fonds monétaire international FMI, dont le rôle principal est d'aider les pays demandeurs à trouver des solutions au déficit de leur balance des paiements.
- Le régime de change doit être viable. Les économistes ont souvent associé les crises financières au manque de cohérence entre le régime de change et les autres politiques économiques. Les pays ont opté pour des solutions tranchées : soit le flottement libre du taux d'échange, soit un régime strict de parité fixe. L'expérience a démontré que les systèmes intermédiaires parité ajustable ou flottement étroitement contrôlé doivent, pour être viables accompagnés par les politique extrêmement rigoureuses. Même dans ces conditions, les

régimes de parité fixe peuvent être durement éprouvés par les mouvements de capitaux lorsque ses derniers sont libéralisés sans préparation adéquate ou bien ordonnée. - La détection et contrôle de la vulnérabilité de pays dont le FMI porte une attention particulière aux facteurs qui rendent les pays vulnérables aux crises. La surveillance qu'il exerce est devenue plus directe, plus constante et plus centrée sur la santé du secteur financier. Le FMI élabore en outre un cadre analytique pour l'évaluation de la vulnérabilité externe et travail à la mise au point des systèmes d'alerte avancée qui lui permettront de détecter les risque découlant des problèmes qui surviennent dans les pays membre et de suivre en permanence l'évolution des marchés internationaux.

- Un programme d'évaluation du secteur financier a été lancé par le FMI et la banque mondiale ayant pour objectif de déterminer les points forts, les risques et les vulnérabilités des systèmes financiers nationaux, renforcement des systèmes financiers et de déterminer les besoins des pays en matière de développement et d'assistance technique.

Au total, les crises qui ont passé, ont prouvé à quel point l'instabilité des flux financier peut être liée aux déficit d'informations au sujet de la situation et des politiques mises en œuvre dans les pays emprunteurs ainsi qu'au manque de transparence dans le fonctionnement de leurs institutions, public ou privés. L'adhésion à des normes et à des codes internationaux de bonnes pratiques contribuent à assurer le bon fonctionnement des économies et des systèmes financiers à l'échelle nationale, c'est la une condition préalable essentielle au bon fonctionnement du système international. L'adhésion à ces normes est volontaire, mais elles peuvent jouer un rôle précieux en contribuant à éviter les crises et à stimuler la performance économique.

La Bibliographie :

Ouvrages et articles :

- ACEMOGLU D., JOHNSON S. et ROBINSON J. Av « The Colonial Origins of Comparative Development: An Empirical Investigation », *The American Economic Review*, vol. 91, n° 5, 12.2001, p 1370.
- ADRIEN Fabre, « Euro, déficit public et système financier : le point sur les principaux enjeux », MEDIAPART, 2017
- AGNES Bénassy-Quéré et Al, L'euro dans la guerre des monnaies, 2014.
- AICH Sarah, *le système financier international en temps normale et en temps de crise quelles réformes ?*, Mémoire de magistère en sciences économiques, commerciales et sciences de gestions, 2011.
- AMABLE B. &CHATELAIN J-B « Systèmes Financiers et Croissance : Les Effets du "Court-termisme" » *Revue Economique*, vol. 46, n° 3, 05.1995.
- ANDRIANOVA S., DEMETRIADES P. et SHORTLAND A, « Government Ownership of Banks, Institutions, and Financial Development », *Journal of Development Economics*, vol. 85, n° 1-2, 02.2008, p 218-252.
- ARESTIS, P. et STEIN, H, « An Institutional Perspective to Finance and Development as an Alternative to Financial Liberalization », *International Review of Applied Economics*, Vol. 19, N°4, 2005, p. 381-398.
- ARESTIS Ph, « Washington consensus and financial liberalisation », *Journal of Post Keynesian Economic*, 2004-5/vol. 27, n° 2, p251-253.
- ARTUS Patrick et GRAVET Isabelle ; *La crise de l'euro, Comprendre les causes - En sortir par de nouvelles institutions*, Armand colin, 2012.
- Audrey S , « L'Euro : Avenages et inconvénients » , *In finance*, 2014.
- BALAS A., La Porta R., LOPEZ-de-Silanes F. et SHLEIFER A "The Divergence of Legal Procedures" *American Economic Journal : Economic Policy*, vol. 1, n° 2, 08.2009.

- BALTAGI B.H., DEMETRIADES P.O. et LAW S.H, « Financial Development and Openness: Evidence from Panel Data », *Journal of Development Economics*, vol. 89, n° 2, 07.2009.
- BAUMOL W.J, « Entrepreneurship: Productive, Unproductive and Destructive », *Journal of Political Economy*, vol.98, n° 5, partie 1, 10.1990.
- BECK T., DEMIRGÜÇ-KUNT A. et LEVINE R « Law and Finance: Why Does Legal Origin Matter? », *Journal of Comparative Economics*, 2003, vol. 31, issue 4, p 654-655.
- BENTAHAR Nawel, *Les Conditions préalables au succès de la libéralisation financière : application aux pays du Maghreb et du Machrek*, Thèse de doctorat en Economies et finances. Université d'Auvergne - Clermont- Ferrand I, 2005.
- BENASSY-QUERE Agnes et AL, *L'euro dans la guerre des monnaies*, Note de CAE n°11, janvier 2014.
- Besson J-L , *Monnaie et Finance* , Office des Publications Universitaires, Alger, 1993.
- BIJAN B. Aghevli, « La crise asiatique Causes et remèdes », *Finances & Développement*, Juin 1999.
- BLOT Christophe et HUBERT Paul, « Le risque bancaire en zone euro », in *Revue de l'OFCE*, n°151, Paris, février 2017, p.13.
- BODIE Z. & MERTON R « Finance », traduit par Thibierge C, *Pearson*, Paris, 2ème éd., 2007
- BOUAICHI Numidia et Pr Farid YAICI, « Libéralisation financière et développement financier : approche comparative entre l'Algérie, le Maroc et la Tunisie », *Revue des Sciences Économiques et de Gestion*, N°14, 2014.
- BOYD J. & SMITH B, « The Coevolution of the Real and Financial Sectors in the Growth Process », *World Bank Economic Review*, vol. 10, n° 2, 05.1996.
- BRADLEY X. et DESCAMPS C, « *Monnaie, Banque, Financement* », *Dalloz*, Paris, 2005, p.18-19.
- CAPRIO G. Jr. &LEVINE R « Reforming Finance in Transitional Socialist Economies », *The World Bank Research Observer*, vol. 9, n° 1, 01.1994.
- CHOUAIB Elian et JEANNERET Alexandre, « La Crise de la Dette en Europe », in *Revue l'Actualité Economique*, volume 91, n°4, décembre 2015, p.385-658.

- CHRISTENSEN, G, «The limits to Informal Financial Intermediation», *World Development*, vol 21, n°5, 1993,p721-731.
- CHRISTOPHE Blot, JEROME Creel, CHRISTINE Riffart et DANIELLE Schweisguth, « Petit manuel de stratégies de sortie de crise : Comment rebondir pour éviter l'enlèvement ? », *OFCE, Centre de recherche en économie de Sciences Po*, 2009.
- CHRISTOPHE Blot et PAUL Hubert, « *Le risque bancaire en zone euro* », *OFCE*, 2017.
- COLLIER et MAYER, une présentation synthétique des grandes lignes et des recommandations du Rapport de la Banque Mondiale de 1989.
- DEMETRIADES, P. et ANDRIANOVA, S, « Finance and Growth: What We Know and What We Need to Know? », *Discussion Paper 03/15*, University of Leicester, 2003.
- DEMIRGÜÇ-KUNT, A. et DETRAGIARCHE, E, « Financial Liberalization and Financial Fragility », *World Bank Annual Conference on Development Economics*, 1999.
- DIATKINE S, *Institutions et Mécanismes Monétaires*, Armand Colin, Paris, 2ème éd., 1996, pp 52-64.
- ELIAN Chouaib et ALEXANDRE Jeanneret, *La Crise de la Dette en Europe*, 2014.
- Equipe solidaire, "Avantages et inconvénients de la zone euro", *Economie solidaire*, avril 2015.
- FRY, M, « Money and Capital or Financial Deepening in Economic Development? », *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 10, 1978, p464.
- Fry, Maxwell. J (1997), «In favour of Financial Liberalisation », *The Economic Journal*, volume 107, n° 442, p 754-770.
- GEORGES Kolyvas, « La zone euro en voie d'intégration : vers une union politique et sociale, économique et monétaire, bien sûr avec la Grèce »!, *WORKING PAPER*, No 75, 2016,p 13.
- GIBSON et TSAKALOTOS, « The scope and limits of financial liberalisation in developing countries: A critical survey », *Journal of Development Studies*, 2014.
- GIOVANNINI, A, « Saving and the real interest rate in LDCs », *Journal of Development Economics*, 18(2), 1985, p 197-217.
- Hugon, « L'impact des politiques d'ajustement sur les circuits financiers informels », *Revue Tiers Monde*, 1990.

- JACQUES Attali, *La Crise, et après ?*, Fayard, édition Broché, 2008.
- JEAN-FRANÇOIS Goux, *Inflation, Désinflation, Déflation*, Dunod, Paris, 1998.
- JEAN-MARIE Le Page, *Crise financière internationales & Risque systémique*, de boeck et larciers.a, 1re édition, 2003.
- JEAN-PIERRE Biasutti et LAURENT Braquet, *Comprendre le système financier : De la croissance à l'instabilité*, 2^{ème} édition, Bréal, 2014.
- JOHN G. Gurley et EDWARD S. Shaw, « Financial Intermediaries and the Saving-, Investment Process », *The Journal of Finance*, Vol. 11, N°2 (May 1956), p 257-276.
- KAMINSKY, G. et REINHART, C, « The Twin Crises: the Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems », *The American Economic Review*, Vol. 89, N°3, 1999, p. 473-500.
- KLINGEBIEL D, « The use of asset management companies in the resolution of banking crises: cross-country experiences », *World Bank Policy Research Working Paper*, n° 2284, 2000.
- KING, R. G., et LEVINE, R, « Finance and growth: Schumpeter mightbe right », *The quarterly journal of economics*, 1993.
- King, R. G., &Levine, R. (1993) « Finance and growth: Schumpeter mightbe right » *The quarterly journal of economics*.
- LEVINE R. et ZERVOS S « Stock Market Development and Long-Run Growth », *World Bank Economic Review*, vol. 10, n° 2, 05.1996.
- LA PORTA R., LOPEZ-de-Silanes F. et SHLEIFER A, « The Economic Consequences of Legal Origins » *Journal of Economic Literature*, vol. 46, n° 2, 06.2008.
- LA PORTA R., LOPEZ-de-Silanes F., SHLEIFER A. et VISHNY R « Legal Determinants of External Finance », *The Journal of Finance*, vol. 52, n° 3, 07.1997, p 1131-1132.
- LA PORTA R., LOPEZ-de-Silanes F., SHLEIFER A. et VISHNY R « The Quality of Government » *Journal of Law, Economics, &Organization*, vol. 15, n° 1, 04.1999.
- LEGRAND P, « European Legal Systems Are not Converging », *The International and Comparative Law Quarterly*, vol. 45, n° 1, 01.1996, p 52-81.
- Le Monde du 27.08.08 [archive].
- LEVINE R , « Law, Finance, and Economic Growth », *Journal of Financial Intermediation*, vol. 8, n° 1-2, 01.1999.

- MARCELIN I. et MATHUR I « Financial Development, Institutions and Banks », *International Review of Financial Analysis*, vol. 31, 01.2014.
- MAURICE Byé et GERARD de Bernis, *Relations économiques internationales*, 5ème éd., Dalloz, Paris, 1987.
- MAXWELL. J. Fry, *Money, Interest and Banking in Economic Development*, 2^{ème} édition, 1995.
- MCKINNON R, « When government tax and other wise distort their domestic capital markets, the economy is said to be financially repressed », *Oxford Review of Economic Policy*, volume 5, n°4, 1989.
- MICHEL Beine, Sebastien Laurent, « Revue économique », *Sciences Po University Press*, Vol. 51, No. 3, mai 2000.
- Michel Van der Yeught, « Terminologie des indices boursiers », *Revue de GERAS ASP*, n°11-14, acte du 17e colloque de GERAS, 1996.
- MORETTI L, « Local Financial Development, Socio-institutional Environment, and Firm Productivity: Evidence from Italy », *European Journal of Political Economy*, vol. 35, 09.2014, p 40.
- MIOTTI, L. et PLIHON, D, « Libéralisation Financière, Spéculation et Crises Bancaires », *Economie Internationale*, N°85, (2001), p 3-36.
- MUNDELL Robert Alexander., “Capital mobility and stabilization policy under fixed and flexible exchange rates”. *Canadian Journal of Economics*, Vol. 29, 1963, n°29, p.475–485.
- NARASSIGUIN P « *Monnaie, Banques et Banques Centrales dans la Zone Euro* », *De Boeck*, Bruxelles, 2004, p85-88.
- NYAHOHO Emmanuel, *Finances internationales : théorie, politique et pratique*, presse de l’université du Québec, 2e Édition ; 2002.
- PHILIPPE Darreau, *Croissance et politique économique* ; Edition de Boeck université, 2003.
- PASCAL S, « La crise financier : Causes, conséquences et solutions », *Institut libérale*.
- PHILIPPE Vigneron et JACQUES Bourrinet, *Les paradoxes de la zone euro*, Edition Bruylant, 2010.

- Polizatto, « World Development Report: The State in a Changing World », *Academically peer review*, 1997.
- RAJAN R.G. et ZINGALES L, « The Great Reversals: The Politics of Financial Development in the Twentieth Century », *Journal of Financial Economics*, vol. 69, n° 1, 07.2003.
- ROBERT C. Merton « functional perspective of financial intermediation », *Financial Management*, Vol. 24, No. 2, Silver Anniversary Commemoration , 1995, p. 23-41.
- Robert C. Merton « *functional perspective of financial intermediation* ».
- ROSS Levine, *Finance and Growth: Theory and Evidence*, Handbook of Economic Growth, édition 1, Volume 1A Elsevier, 2005.
- SAOUSSEN Ben Gamra et DOMINIQUE Plihon, « Politique de libéralisation financière et crises bancaires », *Revue Economie Internationale*, N° 112. 2007.
- SAMOUEL Béji, Le développement financier pour les pays sud de la Méditerranée à l'épreuve de la mondialisation financière, Thèse de doctorat : Economies et finances, Université Paris-Nord - Paris 2009.
- SAPIR J, « La crise financière russe : La finance émergente en transition », *Économica*, Paris, 1999, p. 253-270.
- SPILIMBERGO A., SYMANSKY. S, BLANCHARD. O.J et COTTARELLI.C, « Fiscal policy for the crisis », *CEPR DP*, 7130, 2009
- STIGLITZ, J, « Capital Market Liberalization, Economic Growth, and Instability », *World Development*, Vol. 28, N°6, (2000).
- STULZ R. et WILLIAMSON R, « Culture, Openness, and Finance », *Journal of Financial Economics*, vol. 70, n° 3, 12.2003.
- VAN WIJNBERGEN, S, « Interest Rate Management in LDC's », *Journal of Monetary Economics*, vol 12, n°3, 1983, p 433-452.
- VIGNERON Philippe et BOURRINET Jacques, Les paradoxes de la zone euro, Edition Bruylant, juillet 2010.
- WILLIAMSON, J. et MAHAR, M, « A Survey of Financial Liberalization », *Essays in International Finance*, Princeton, No211, 1998.

-YVES Le Diascornet DIDIER Blondeel, *le nouveau désordre économique mondiale : le capitalisme et ses crises*, Ellipses 1995.

Organismes et institutions

-Bloomberg

- Bank of Greece.

-BIS consolidatedstatistics:www.stats.bis.org/statx/toc/CBS.html

- CADTM :www.cadtm.org/économie .

- Eurostat .

- Finance : www.finances.net/.

- FMI :www.imf.org/.

- l'OCDE : www.oecd.org/fr/économie .

-*Le Figaro* : www.lefigaro.fr/economie.

- Perspective monde:www.perspective.usherbrooke.ca/.

Liste de graphiques :

Graphique n°1. Les effets de la répression financière sur l'épargne et l'investissement.....	49
Graphique n°2 : Les effets d'une augmentation du taux réel sur les dépôts à terme.....	78
Graphique n°3 : L'indice Dow Jones pendant le krach de 1929.....	86
Graphique n°4 : prix immobiliers : comparaison internationale.....	116
Graphique n°5 : Le nombre d'expulsions au Etats-Unis en milliers.	120
Graphique n°6 : Évolution des engagements des banques d'Europe occidentale à l'égard de la Grèce (en milliards de dollars).....	162
Graphique n°7 : Détenteurs étrangers des titres de la dette grecque en fin 2008.....	163
Graphique n°8 : Évolution du financement des banques grecques par la banque centrale de Grèce et de la détention par les banques grecques des titres publics grecs (2007-2010) en milliards €.....	164
Graphique n°9 : Grèce, évolution du crédit interne, 2009 – 2015.....	165
Graphique n°10: l'évolution du CAC 40.....	167
Graphique n°11 : l'évolution de l'EURO STOXX 50.....	168
Graphique N°12 : Le taux de change euro/dollars us.....	169
Graphique n°13: Taux de croissance du PIB en volume dans la zone euro et l'union européenne.....	172
Graphique n°14: Taux de croissance du PIB en volume dans quelque pays de la zone euro.	173
Graphique n°15: Taux de croissance du PIB en volume dans quelque pays du monde.....	174
Graphique n°16 : Taux de chômage de la Zone Euro et l'UE.....	174

Liste des tableaux :

Tableau n°1 : la comparaison entre la libéralisation financière et la répression financière.....	62
Tableau n°2 : Les étapes de la libéralisation économique et financière Secteur.....	62
Tableau n°3 : Les quatre régimes du découpage officiel du FMI.....	93
Tableau n°4 : Les pertes et dépréciations des banques françaises.....	157
Tableau n°5 : Les pertes et dépréciations des banques allemandes.....	159
Tableau n°6 : Taux de croissance du PIB en volume dans la zone euro (variation par rapport à l'année précédente en %).	171

Table de matières

Remerciement.....	1
Introduction	4
Première partie : Développement financier et système financier et monétaire international : le débat théorique.....	9
Premier chapitre- Développement financier et système financier : cadre général.....	11
1-1- Le système financier	11
1-1-1-Définition du système financier.....	12
1-1-2-Fonctions du système financier.....	13
1-1-3-Les principaux acteurs (intermédiaire) du système financier :.....	13
1-1-4-Organisation du système financier.....	20
1-2-Les théories du Développement Financier.....	20
1-2-1- La Théorie du droit et la finance	21
1-2-2- La théories de la politique et la finance	25
1-2-3- Les Autres Théories Expliquant le Développement Financier	26
1-2-4- Les Institutions et le Développement Financier	28
Deuxième chapitre : Répression ou libéralisation financière ? Le débat théorique.....	33
2-1-Les théories de la répression et de la libéralisation financière.....	33
2-1-1- La répression financière	34
2-1-1-1-La théorie	34
2-1-1-2-Les caractéristiques de la répression financière	37
2-1-1-3-Analyse néo libérale de la répression financière.....	39
2-1-1-4-Les conséquences de la répression financière.....	40
2-1-2- La libéralisation financière	41

2-1-2-1-La théorie :.....	41
2-1-2-2-Les variables de la libéralisation financière.....	46
2-1-2-3-Les avantages et les inconvénients de la libéralisation financière	47
2-1-2-4-Le modèle de Mac Kinnon et Shaw.....	48
2-1-2-5-Le prolongement de l'approche Mac Kinnon et Shaw et le rôle de la politique des taux d'intérêt	50
2-1-2-6-Analyse critique des politiques de libéralisation financière	52
2-1-2-7-Autres développements théoriques de la libéralisation financière	56
2-1-2-8-Libéralisation et réformes financières.....	58
2-1-2-9-Le processus de la libéralisation financière	59
2-1-2-10-La libéralisation financière entre avantages et inconvénients théoriques.....	63
2-1-2-11-Les conséquences de la libéralisation financière	64
2-2-Vers une refondation de la politique financière	67
2-2-1-Libéralisation financière et environnement économique	68
2-2-2- Les conditions utiles pour la réussite de la libéralisation financière	70
2-2-3-Pourquoi la libéralisation financière n'est-elle pas souhaitable ?.....	77
Deuxième partie : La zone euro et la crise du système financier et monétaire international : causes et conséquences.....	82
Troisième chapitre -La crise du système financier.....	84
3-1-L'évolution du système financier et monétaire international	85
3-2-Les causes des crises financières.....	101
3-2-1-Les facteurs de fragilité financière du monde contemporain	105
3-2-2- Les déséquilibres macroéconomiques majeurs du monde contemporain	106
3-3-La crise des subprimes : causes et conséquences.....	111
3-3-1-- Les causes de la crise 2008	113
3-3-2-Le déroulement de la crise	115
3-3-3-Les conséquences de la crise.....	119

3-3-4-Plans de relance partout dans le monde	124
3-3-5-Les mesures entreprises pour sortir de la crise	125
Quatrième chapitre : L’impact de la crise sur la zone euro : quel leçon pour l’avenir du système financier et monétaire international ?.....	136
4-1-La Zone Euro	136
4-1-1-Définition et critères de la zone euro.....	138
4-1-2-Politique monétaire de la Zone Euro	141
4-2-La Zone Euro et la Crise	153
4-2-1- le secteur financier	156
4-2-1-1-Les conséquences de la crise financière sur le secteur bancaire	156
a- la France	156
b- L’Allemagne.....	159
c- La Grèce.....	160
4-2-1-2-Les conséquences de la crise financière sur le marché boursier	166
4-2-1-3-Les conséquences de la crise financière sur le marché de change	168
4-2-2-Crise économique : Crise du système productif.....	170
Conclusion :	177
Bibliographies	180
Liste des graphiques	187
Liste des tableaux	188
Table des matières.....	189