

République Algérienne Démocratique et Populaire  
Ministère de l'enseignement supérieur et de la recherche scientifique  
Université Abou Baker Belkaid Tlemcen  
Faculté des sciences économiques, commerciales et sciences de gestions



*Ecole doctorale management international des entreprises*

Mémoire de magistère sous le thème :

# **Le système financier international en temps normal et en temps de crise Quelles reformes?**

Présenté par :

M<sup>me</sup> AICH Née AICHOUR Sarah

Sous la direction du :

Professeur A. Benhabib

En présence du jury composés de :

<b>Mr BENBOUZIANE Mohamed</b>	Maître de conférences	Université De Tlemcen
<b>Mr TAOULI Mustapha Kamel</b>	Maître de Conférence	Université De Tlemcen
<b>Mr MALIKI Samir Baha-eddine</b>	Maître de Conférence	Université De Tlemcen

Année universitaire : 2010/2011

## Dédicace

*Je dédie ce travail à mes chers parents, mon cher mari, mes adorables sœurs et toute ma famille et ma belle famille, sans oublier d'avoir une pensée émue à la mémoire de mon grand père LAKHDAR appelé a dieu au début de cette année.*

## REMERCIEMENT

*Je témoigne ma profonde gratitude à tous ceux qui ont participé de près ou de loin à la réalisation de ce modeste mémoire.*

*J'adresse mes vifs remerciements tout d'abords au Professeur BENHABIB, Professeur à l'Université de Tlemcen, d'avoir accepté d'être directeur de ce mémoire malgré ses préoccupations, vous m'avez appris beaucoup de choses, merci de vos conseils et suggestions.*

*- Aux membres du jury, qui ont accepté d'évaluer mon travail de mémoire.*

*- Tous les membres du corps enseignants de l'Université de TLEMCEM, ainsi que les membres du personnel de l'Université.*

*Aussi je remercie toute ma famille, en particulier :*

*-Ma Mère, pour son soutien exceptionnel tout au long de la rédaction de ce mémoire, et son encouragement qui m'a donné la force d'aller de l'avant.*

*-Mon Père, qui m'a donné le sens du savoir et de la vie, et dont l'aide m'a permis de mener à bout ce mémoire, merci, à vous l'honneur PAPA.*

*-Mon Mari, qui m'a toujours aidé sur tous les plans et n'a pas ménagé tous ses efforts pour mon bien. Pour son aide, son soutien et sa présence si plus que nécessaire pour mener ce travail à terme.*

*-Mes sœurs, la petite Linda et Dahbia dont le soutien s'est avéré déterminant pour mener ce travail à terme, merci ma sœur*

*-toute ma promotion, bonne chance à tous le monde.*

*MERCI.*

# **SOMMAIRE**

## *Introduction générale*

## **Première partie : le système financier international et ses composantes**

### *Introduction*

### **Chapitre 1 : constitution du Système Financier International (SFI)**

Section 1 : Définition

Section 2 : la Globalisation et Intégration financière internationale

Section 3 : Mouvements internationaux de capitaux

### **Chapitre 2 : Les Mutations qui ont affectés le système financier international**

Section 1 : L'émergence du système financier international 1946-1974

Section 2 : L'endettement généralisé (1973-1981)

Section 3 : La financiarisation de l'économie mondiale (depuis 1982)

### **Chapitre 3 : Architecture Du Système Financier International**

Section 1 : La Banque Mondiale

Section 2 : Fonds Monétaire International

Section 3 : Les Autres Enceintes

**Deuxième partie : fragilité du système financier international et diffusion des crises**

*Introduction*

**Chapitre 1 : facteurs de fragilité du système financier international**

Section 1 : Mutation, libéralisation et globalisation chemin vers

L'instabilité de la finance internationale

Section 2 : Facteurs de fragilité financière

Section 3 : Les déséquilibres macroéconomique

Section 4 : Les facteurs généraux de déstabilisation du système

Financier mondial

**Chapitre 2 : diffusion des crises dans les pays émergent au cours des années**

**90**

Section 1 : La crise mexicaine de 1994 (crise Tequilla)

Section 2 : La crise asiatique

Section 3 : La crise russe

Section 4 : La crise argentine 2001

**Chapitre 3 : Crise des subprimes octobre 2008**

Section 1 : Définition et cause déclenchement de la crise des «subprimes »

Section 2 : Déroulement et transmission de crise et sa propagation

Section 3 : Les conséquences de la crise sur le marché américain

Section 4 : Mesures entreprise pour sortir de la crise

*Conclusion*

**Troisième partie : intégration financière international et vulnérabilité des pays aux crises étude de cas l'Algérie, la chine et la France.**

### **Chapitre 1 : cas de l'Algérie**

Section 1 : intégration de l'Algérie au système financier international

Section 2 : impact de la crise des subprimes sur l'Algérie

### **Chapitre 2 : cas de la chine**

Section 1 : intégration de la chine au système financier international

Section 2 : impact de la crise des subprimes sur la chine

### **Chapitre 3 : cas de la France**

Section 1 : intégration de la France au système financier international

Section 2 : impact de la crise des subprimes sur la France

### **Chapitre 4 : stabilisation du système financier international, Quelques résolutions**

Section 1 : Participation du secteur privé à la prévention et à la résolution des crises

Section 2 : Redonner à la Bourse sa fonction initiale

Section 3 : Régime du change viable :

Section 4 : Renforcement de la supervision financière et de la régulation

Section 5 : Détection et contrôle de la vulnérabilité externe

Section 6 : Renforcement des systèmes financiers

Section 7 : L'adhésion a des normes et codes internationaux de bonne conduite

Conclusion

### ***Conclusion générale***

# *Introduction Générale*

## **INTRODUCTION GENERALE**

Au cours des deux dernières décennies et avec la dérégulation et la libéralisation des mouvements internationaux de capitaux, les marchés 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. Le bouleversement profond auquel est soumis à ce sujet le système financier international est due à la globalisation financière et aux mutations qu'a connu le monde ces dernières années.

L'analyse des crises financières constitue un champ de recherche particulièrement nourri et ancien. Les premiers travaux significatifs consacrés aux crises bancaires peuvent ainsi être attribués à Thornton (1802) et Bagehot (1873). La distance qui nous sépare de ces écrits atteste de l'ancienneté et de la primauté de cette question, que la succession des crises a continué d'alimenter. 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 (défaut de paiement d'un Etat). De nouvelles approches théoriques se développent alors, qui cherchent à expliquer ces formes de crise spécifiques dans un contexte d'économie ouverte. Ces travaux mettent tour à tour l'accent sur l'importance des fondamentaux économiques (modèles dits de première génération en référence à Krugman,

1979), sur la crédibilité des régimes de change (modèles de seconde génération développés initialement par Obstfeld, 1994) et plus récemment sur les déséquilibres financiers (modèles dits de troisième génération) et les phénomènes de contagion (Masson, 1998).

Nous allons aborder cette question en nous interrogeant sur :

- \* L'intégration financière, contribue t'elle a rendre un pays plus vulnérable aux crises ?

- \* Peut-on améliorer la stabilité du système financier international pour faire face aux crises ? Et comment y parvenir?

- \* Comment renforcer l'architecture du système financier international ?

Pour se faire, nous allons suivre un plan scindé en trois parties. Nous avons préféré dans un premier temps de passer en revue les différents concepts du système financier international et de ses différentes composantes et par voie de conséquence de marché intégré mondialement, global et efficient, en vue de réaliser un financement optimal de l'économie mondiale et d'y contribuer le plus efficacement possible. Les mutations qui ont affecté le système financier international depuis 1945 et la nouvelle architecture du système financier international actuel, composée des institutions financières qui jouent un rôle très important dans la détection des crises et la réforme du système financier international, feront l'objet du deuxième et troisième chapitre.

Dans la deuxième partie, nous examineront la fragilité du système financier international et la diffusion des crises. Nous avons préféré dans ce contexte de passer en revue les différents modèles de crise présentés dans la littérature économique en commençons par celle des pays émergents survenu dans les années 90, puis la crise de « subprimes », survenue plus récemment, une crise qui a touché l'ensemble de l'économie mondiale en 2008 et qui a pris naissance aux Etats-Unis en Juillet 2007. Nous allons étudier d'abord les mécanismes de leur apparition et de leur propagation ainsi que l'effet boule de neige qui s'en est suivi sur les autres marchés.

Puis, la troisième partie de ce mémoire sera consacrée à la relation entre l'intégration d'un pays au système financier international et sa vulnérabilité aux crises. Pour cela, nous allons commencer par étudier l'intégration de trois marchés de pays différents du point de vue développement. Ensuite, voire l'impact qu'a eu la crise des subprimes d'octobre 2008 sur ces pays et enfin examiner les possibilités d'améliorer le système financier international et préconiser quelques pistes.

# **PREMIERE PARTIE**

## ***Le système financier international***

## **Introduction**

*Le développement des échanges commerciaux a nécessité la mise en place de structure financière permettant leur règlement, mais sous l'impulsion des euromarchés et des mutations financière des années 80, ce système s'est fortement intégré. Le système financier international est donc un élément central du fonctionnement de l'économie mondiale. Il établit un cadre qui facilite l'échange de biens, de services et de capitaux, et qui soutient une saine croissance économique.*

*Dans cette première partie on va suivre un plan divisé en trois chapitres :*

*On parlera dans le premier de la définition du système financier international et sa constitution, le deuxième chapitre a pour objet de retracer les différentes mutations qui ont affectés le SFI depuis la seconde guerre mondiale et de préciser la situation actuelle dans le domaine monétaire et financier, enfin nous aborderons dans le troisième chapitre l'architecture du système financier international.*

## **Chapitre 1 : constitution du Système Financier International (SFI)**

### **Section 1 : Définition**

« Un système monétaire international est un ensemble de règles, d'institutions, d'accord et de pratiques qui organisent les modalités de règlement des opérations commerciales et financières internationale. »<sup>1</sup>

« La notion de Système Financier International (SFI) correspond a l'ensemble des arrangement monétaires et financiers en vigueur entre les grands acteurs publics et privés, chargés de la régulation des cours entre les monnaies, de l'approvisionnement des différents intervenants en liquidité internationales et de l'allocation des ressources financières au plan mondial»<sup>2</sup>.

Il suppose l'existence d'opérations financières internationales entre agents économiques résidents et non-résidents.

«Le SFI est l'ensemble d'activités financières réalisées dans le monde, elle représente la contrepartie des activités commerciales (achats et ventes des produits entre différents pays ou correspondant à des placements financiers (frais et achats de titre) »<sup>3</sup>

---

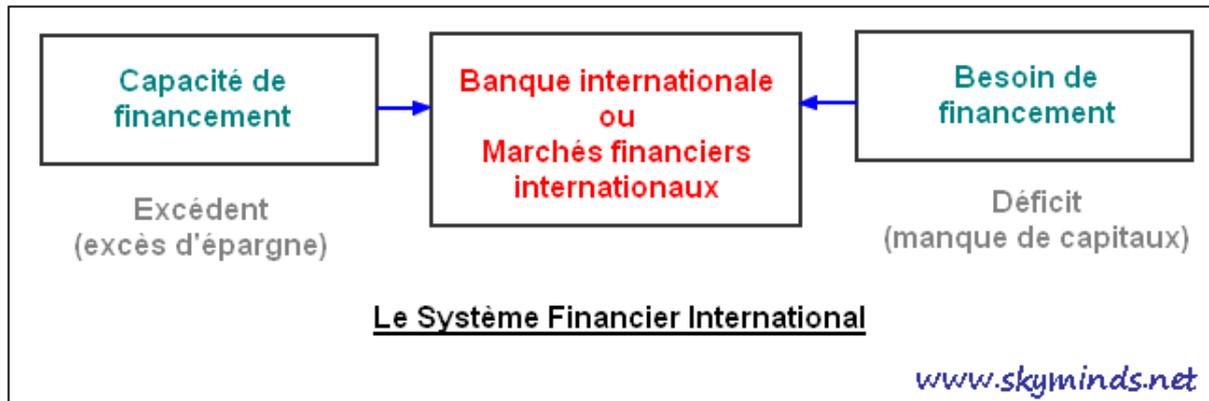
<sup>1</sup> Alain BEITONE, Christine DOLLO, Jean-Pierre GUIDONI, Alain LEGARDEZ ; *Dictionnaire des Sciences économiques*, Armand Colin Editeur, PARIS 1991, page 309.

<sup>2</sup> Michel DROUNI ; *Système financier international* ; Edition 2003 ;

<sup>3</sup> *Dictionnaire de l'économie et des sciences sociales*.

On peut résumer la définition du SFI dans le schéma <sup>4</sup>:

Schémas I-1-1 définition du système financier international



Le SFI correspond à l'ensemble des institutions des pratiques qui encadrent les opérations financières internationales c'est-à-dire la mise en relation entre les agents qui possèdent un besoin et ceux qui ont une capacité de financement.

Trois facteurs, intimement liés au phénomène de la mondialisation (La désintermédiation des échanges, Le décloisonnement et La déréglementation des marchés) ont contribué à l'émergence du système financier international.

---

<sup>4</sup> Site internet [www.skyminds.net](http://www.skyminds.net)

## **Section 2 : la Globalisation et l'intégration financière internationale**

### **I- la globalisation financière :**

Qu'est ce que la globalisation financière ?

#### *1. définition :*

Les multiples définitions de la globalisation financière<sup>5</sup> :

- a) Définition de Zygmunt BAUMAN : « *la globalisation traduit non seulement l'extension géographique des échanges, mais également l'extension du domaine de ces échanges. Elle ne concerne plus seulement les marchandises, mais englobe les capitaux, la main d'œuvre, les services, la propriété intellectuelle, les œuvres d'art.* »
- b) La globalisation financière selon Michel AGLIETTA : « *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.* »
- c) La globalisation selon Dominique PLIHON : « *la globalisation financière peut être définie comme un processus d'interconnexion des marchés de capitaux au niveau mondial et international, conduisant l'émergence d'un marché unifié de l'argent à l'échelle planétaire* »

De ces différentes définitions, on conclut que la globalisation financière est la mise en place d'un marché unifié des capitaux au niveau planétaire où les entreprises multinationales industrielles et financières peuvent emprunter ou placer des capitaux sans limite où et quand elles le souhaitent, en utilisant tous les instruments financiers existants.

Le système financier international est devenu un méga-marché unique des capitaux, qui se caractérise par une double unité :

---

<sup>5</sup> Economie internationale, Michel AGLIETTA, édition la découverte, collection repères, paris 1999, P52.

- de lieu : les places sont de plus en plus interconnectées grâce aux réseaux modernes de communication ;

- de temps : il fonctionne en continu, 24 h sur 24, successivement sur les places financières d'Extrême-Orient, d'Europe et d'Amérique du Nord.

Désormais, celui qui investit (ou emprunte) recherche le meilleur rendement en passant d'un titre à l'autre, ou d'une monnaie à l'autre, ou d'un procédé de couverture à l'autre ( de l'obligation en euro à l'obligation en dollar, de l'action à l'option au futures...) sont devenus les sous ensembles d'un marché financier global, lui-même devenu mondial.

## 2. *la règle des trois D*

Le processus de mondialisation financière est fondé sur la règle des trois "D" : désintermédiation, décloisonnement, dérèglementation.

a) Décloisonnement des marchés : les différents marchés des capitaux ne sont plus séparés les uns des autres et tous les acteurs peuvent intervenir sur tous les marchés ; c'est en bref l'abolition des frontières entre les marchés séparés, l'ouverture à l'extérieur des marchés nationaux et aussi à l'intérieur de ceux-ci (le SFI est le méga-marché de l'argent). Le réseau est interconnecté et en fonctionnement continu, ce phénomène réfère à plusieurs éléments :

Sur le plan interne ; peu de distinction entre le long terme et le court terme ; frontière progressivement abolies entre les banques commerciales et les banques d'affaires, entre lieux de services d'assurances et de services bancaires, entre les marchés de change et les marchés financiers,....

Sur le plan externe : essentiellement, on réfère à l'ouverture de la bourse et du marché des créances de l'état et des grandes firmes aux opérateurs étrangers.

b) La désintermédiation : ceci signifie que maintenant les entreprises peuvent satisfaire leurs besoins financiers sans faire appel aux banques, C'est le recours direct des opérateurs internationaux aux marchés financiers (finance directe)

sans passer par les intermédiaires financiers et bancaires (finance indirecte) pour effectuer leurs opérations de placement et d'emprunt.

La désintermédiation par titrisation : les capitaux disponibles sont directement orientés par les marchés vers les agents ayant des besoins de financement, les transactions s'effectuent sous la forme de titres allant du très court terme au long terme.

c) La dérèglementation visait la suppression progressive des règlements et des contrôles en matière de fixation des prix des services bancaires, de manière à faciliter la circulation internationale du capital, elle s'est accompagnée d'une vague d'innovations financières

### *3. les conséquences de la mondialisation financière*

La mondialisation financière a deux sortes d'effets :

-des effets positifs

-des effets négatifs

#### a) Avantage et effets positifs de la mondialisation financière

◆ L'un des avantages attendus de la mondialisation financière c'est la possibilité d'utiliser les capitaux disponibles là où l'on en a besoin. Ainsi, les pays qui peuvent proposer de bons projets d'investissement, mais qui n'ont pas de capitaux nationaux, peuvent quand même lancer ces nouveaux investissements et soutenir leur croissance.

◆ Cette possibilité de placement au niveau mondial permet du même coup aux détenteurs de capitaux de diversifier leurs risques en plaçant des ressources dans des endroits différents.

◆ D'une manière générale, la libre circulation des capitaux permet aux pays qui disposent d'un surplus d'épargne de le transférer vers les pays qui en

manquent et en ont besoin. Il devrait en résulter plus de croissance et plus d'emploi pour tous ...

- ◆ La diminution des couts : le cout des transactions diminue car on a de moins en moins recours aux banques, la concurrence entre banques est accrue. Cette concurrence interbancaire et le moindre recours aux financements intermède (finance directe) réduisent le cout de l'accès aux capitaux. De plus, les nouveaux instruments (produits dérivés) procurent une meilleure protection contre les risques.

- ◆ Une meilleure allocation de ressource : Le transfert des capitaux s'opère plus aisément entre les pays disposant de ressources de financement (excédents de la balance des transactions courantes) et ceux ayant des besoins de financement (déficits de la balance des transactions courantes).

b) Les effets négatifs de a mondialisation financière

De la mondialisation financière résulte également de nombreux risques :

- ◆ La perte d'autonomie des économies nationales : Avec la mondialisation financière, les capitaux circulent librement d'une nation à l'autre. L'importance de ces mouvements soumet les gouvernements à de nombreuses contraintes économiques.

- ◆ Quand un montant important arrive dans un marché, la valeur de la monnaie va augmenter. A l'inverse quand un capital sort d'un pays, la valeur de la monnaie diminue. Les gouvernements doivent donc tout mettre en œuvre pour attirer les capitaux en maintenant des taux d'intérêts élevés. Quand la valeur d'une monnaie est menacée les investisseurs se retirent.

- ◆ Le gonflement des transactions sur les marchés financiers n'a plus de rapport direct avec le financement de la production et des échanges internationaux. Donc l'écart va accroître entre l'économie monétaire et l'économie réelle. Cet écart s'appelle la bulle spéculative.

« La mondialisation<sup>6</sup> n'est rien d'autre en effet que l'intensification d'un mouvement connu de longue date. Au XIX siècle déjà existait un capitalisme financier international et une interdépendance des conjonctures économique nationales les phénomènes de contagion lors des crises de surproduction sont la pour nous le rappeler, il ne s'agit donc pas pour nous d'être pour ou contre la mondialisation mais de comprendre en quoi son intensification peut éventuellement provoquer un changement de nature »

## **II- Intégration financière internationale :**

### *1. Définition*

#### a) Définition grammaticale

C'est le groupement ou l'assemblage en un tout.

L'intégration présente un état d'une chose complète, sans altération.

#### b) Définition technique

« On peut mentionner au début que l'intégration financière internationale est une variable difficile à définir, à mesurer et à en identifier les déterminants.

L'intégration financière est un processus dynamique évoluant au cours du temps en fonction des innovations économiques, financières et sociopolitiques. »<sup>7</sup>

« On parle d'intégration financière internationale pour faire référence à la connexion désormais plus avancée des marchés financiers internationaux. Ainsi qu'à la restructuration et l'expansion des différents marchés internationaux de capitaux, instaurant un marché financier mondial à l'architecture toujours plus compacte favorisant une circulation plus dense et fluide de l'épargne » (Aimé Scannavino(1999) (dunod, paris 1999)).

### *2. Les Facteurs déterminants de l'intégration financière.*

---

<sup>6</sup> Les grandes questions de l'économie internationale ; YVES Crozet, ABDELMALKI Lahcen, DUFOURT Daniel, SANDRETTO René, 2<sup>e</sup> Edition ; 2001 ; P8.

<sup>7</sup> Article Elaboré par : Riabi Walid, Rebi Makrem, Riehi Aymen ; Intégration financière internationale ; Université de Tunis El Manar ; Faculté des Sciences Economiques et de Gestion de Tunis ; 2006-2007.

L'étude empirique montre que les travaux d'un certain nombre d'auteurs comme (Bakaert et Harvey (1995,1997), Hardouvelis et al (2002), Bhattacharya et Daouk (2001) et Adler et Qi (2003) ont arbitrairement retenu quelques variables financières et macro-économique dans la modélisation du degré d'intégration, mais n'ont pas formellement testé leur impact sur le degré d'intégration.

Ces travaux ont étudié le mot d'intégration financière d'un point de vue strictement individuel c'est-à-dire le niveau d'intégration dépend des caractéristiques spécifiques à chaque pays.

Les facteurs déterminants de l'intégration internationale des marchés boursiers.

En effets les interactions entre le marché financier et le reste de l'économie permettent de retenir un grand nombre de facteurs susceptibles d'affecter le degré d'intégration internationale.

On peut regrouper les facteurs d'intégration financière internationale en 2 groupes : les facteurs locaux, les facteurs globaux.

a) Les facteurs locaux :

Nous retenons ici des variables nationales susceptibles d'influencer sur le niveau d'intégration internationale des marchés boursiers locaux.

a.1 Degré d'ouverture commerciale :

- Le ratio commerce extérieur ( $M^o + X^o$ )/PIB traduit l'intégration d'un pays donné dans l'économie mondiale et son développement macro-économique.

- Une meilleure intégration économique conduirait à une meilleure intégration financière, car Une bonne ouverture d'une économie au commerce extérieur acquiert la confiance des décideurs et des investisseurs internationaux et attire des fonds étrangers.

- Plus le marché est ouvert au commerce extérieur, plus son degré d'intégration attendu est élevé.

## a.2 Développement du marché boursier :

Le développement du marché boursier est susceptible d'affecter les caractéristiques des rendements des titres à travers des canaux :

-Le premier est direct : plus le marché boursier est développé plus il permet de faciliter les échanges, diversifier les risques fournir de la liquidité, réduire l'asymétrie d'information, ce qui va attirer les investisseurs étrangers et donc agir positivement sur le niveau d'intégration financière internationale.

-Le second est indirect ; passe par l'influence du marché financier sur les fondamentaux de l'économie qui affectent à leur tour la structure de rentabilité des titres financiers.

## a.3 Flux des capitaux étranger :

Les flux des capitaux étrangers peuvent affecter la dynamique des marchés boursiers.

En outre on peut dire que l'ouverture aux capitaux internationaux améliore l'efficacité du système financier et permet l'arrivée d'investisseurs et d'arbitrages étrangers ce qui permet la réduction des écarts des prix à la suite des opérations d'arbitrages.

L'intégration financière internationale est un processus graduel dont la vitesse dépend du cadre réglementaire en matière de mouvement des capitaux et de la situation particulière de chaque marché national.

Nous distinguons deux variables pour mesurer l'influence des actifs étrangers sur le processus de l'intégration financière internationale :

- La volatilité des taux de change.

" Selon certains économistes, la volatilité des taux de change constitue un frein au développement du commerce international et aux mouvements de capitaux, dans la mesure où elle rend très aléatoire les calculs économiques des entreprises importatrices ou exportatrices et des investisseurs globaux".

De ce fait une forte volatilité des taux de change peut entraîner la segmentation du marché boursier.

- Taux d'intérêt

Les auteurs ont considéré quatre variables :

- Le taux d'intérêt local à court terme : Les variations des taux d'intégration à court terme affectent les mouvements de capitaux et peuvent, par conséquent, agir sur l'intégration financière internationale.

- La convergence du taux d'intégration local vers les standards internationaux: Cette convergence est utilisée dans les modèles macro-économiques comme mesure d'intégration financière internationale ; Plus l'écart est faible plus le niveau d'intégration est élevé.

- La prime de terme : (écart entre le taux d'intérêt à court terme et celui à long terme) : Elle a été utilisée par Hardouvelis et al (2002) et Qi et Adler(2003) comme indicateur d'intégration des marchés financiers nationaux: Si l'écart des taux d'intérêt à terme augmente, le degré d'intégration diminue, car en fait cet écart mesure le risque qui peut affecter l'engouement des investisseurs globaux et par conséquent les mouvements internationaux des capitaux qui influent le degré d'intégration des marchés boursiers.

- La variation des taux d'intérêt courts.

#### a.4 L'inflation

" Les économistes s'accordent généralement à considérer que la stabilité monétaire et macro-économique est une condition importante pour le développement financier d'un pays".

On va alors se baser dans notre explication sur deux variables :

- Le taux d'inflation locale : selon Adler et Dunes (1983), Cooper et Kaplanis (1994) et Lewis (1999), plus les taux d'inflation sont élevés, moins les investisseurs investissent internationalement, ce qui explique le lien négatif entre l'inflation et l'intégration financière internationale.

- La croissance de la production industrielle : plusieurs travaux théoriques et empiriques montrent l'existence d'un lien positif entre la croissance économique et la performance des marchés financiers.

Les investisseurs globaux visent les marchés des pays qui enregistrent des taux de croissance élevés, et ceci permet de réduire les écarts des prix et donc d'améliorer l'intégration de ces marchés dans le marché mondial.

Il existe donc un lien positif entre la croissance de la production industrielle nationale et l'intégration financière internationale.

#### *A-5 Autres facteurs*

- Le déficit courant : le déficit des comptes courants se traduit généralement par une entrée de capitaux finançant ce déficit. Cependant, la persistance d'un déficit entame la confiance des investisseurs.

- Le chômage : La croissance du taux de chômage d'un pays donné est de nature à accroître le risque des titres de ce pays et donc à réduire son attractivité. Ce qui explique l'effet négatif de cette variable sur l'intégration financière internationale.

- La volatilité des exportations : Un pays dont les exportations sont volatiles fait recours aux capitaux étrangers pour lisser la consommation à travers les périodes de la variation du revenu afin de maintenir un bon rapport de crédit, ceci explique le phénomène de mouvements de capitaux et donc un stimulant à l'intégration financière internationale.

#### **b- Les facteurs Globaux**

On entend par facteur global d'intégration tout facteur susceptible d'influencer conjointement l'intégration financière de plusieurs marchés nationaux. Ces facteurs globaux affectent l'évaluation internationale des actifs financiers.

##### **b.1 Les taux d'intérêts internationaux**

Ces taux affectent l'allocation internationale des capitaux et motivent les opérations d'arbitrage international. Une baisse des taux d'intégration

internationale augmente les mouvements de capitaux vers les marchés des pays émergents. On s'attend alors à une relation négative entre l'évolution des taux d'intérêt mondiaux et l'intégration financière.

## b.2 La croissance mondiale

En général une croissance économique mondiale permet d'augmenter le moral des investisseurs et leur confiance dans les marchés boursiers et donc une meilleure mobilisation internationale de l'épargne.

Mais dans ce cadre il faut marquer qu'une faible croissance de la production industrielle des pays développés augmente les mouvements internationaux de capitaux en destination des pays émergents ce qui implique la relation négative entre la croissance dans les pays industrialisés et l'intégration des marchés boursiers des marchés émergents.

### *3. Les conditions principales d'une meilleure intégration financière*

Un ensemble de conditions essentiellement microéconomiques (au sein d'un pays donné) semblent nécessaires pour pouvoir s'intégrer dans le système financier international et donc dans le système financier macroéconomique :

- a) Des réformes au sein du secteur financier dans le sens de la complétude des marchés financiers.
- b) Plus de solvabilité du système financier domestique.
- c) L'amélioration de la qualité de la supervision des normes internes et de la surveillance prudentielle.
- d) Une libéralisation, bien ordonnée et planifiée, du compte capital dans les pays émergents et en développement, et cette libéralisation doit être reliée soigneusement au renforcement du système financier domestique.
- e) Aussi «plusieurs institutions financières internationales et experts, revendiquent qu'une meilleure intégration financière doit être précédée par des réformes internes.

#### *4. Avantages de l'intégration financière internationale*

L'intégration financière présente d'importants avantages principalement aux entrepreneurs, aux investisseurs, et aux opérateurs de marché.

a) Pour les entrepreneurs : l'intégration financière internationale permet de réduire le coût de capital grâce à un meilleur partage des risques et de ce fait les entrepreneurs peuvent bénéficier d'une augmentation de la valeur actuelle nette (VAN) des projets d'investissement suite à la baisse du coût de capital.

b) Pour les investisseurs en portefeuilles : la mesure du degré de l'intégration financière peut donner une idée sur les risques que pourra courir un investisseur. Car au fur et à mesure que l'intégration financière internationale augmente le poids relatif des facteurs globaux de risque deviennent plus important.

Il s'en suit donc que l'intégration financière internationale peut affecter la rentabilité et la structure de corrélations des actifs financiers.

Cette forte liaison entre l'investissement et l'intégration financière internationale permet de dire que la stratégie de l'investissement change en termes de degré d'intégration financière internationale.

c) Pour les opérateurs de marché : on met l'accent ici que l'efficacité de toutes les actions des autorités économiques et monétaires dépend du niveau de l'intégration financière.

### **Section 3: Mouvements internationaux de capitaux**

L'internationalisation et la croissance spectaculaire des activités financières internationales actuelles résultent du développement des activités bancaires internationales (à partir des années 60), du développement des Euromarchés (au cours des années 1970) et de l'intégration progressive des marchés de capitaux (depuis le début des années 1980)<sup>8</sup>.

#### **I- les flux internationaux de capitaux**

##### *1- définition :*

Selon la définition du *Manuel de la Balance des Paiements* du FMI, les investissements étrangers correspondent aux différentes opérations financières destinées à agir sur les entreprises implantées dans un pays différent de celui de la maison mère.

Sous le terme d'Investissements Etrangers se regroupent en fait deux grands types d'opérations investissement directs ou de portefeuille :

a- investissement de portefeuille : quand l'investissement étranger est inférieur à 10% des actions c'est donc un investissement de portefeuille (le but des investissements de portefeuille est de diversifier les titres mondialement et de répartir ainsi les risques, il s'agit très souvent d'investissements spéculatifs), celles réalisées par croissance interne au sein d'une même firme transnationale entre la maison mère et ses différents établissements implantés à l'étranger (filiales, bureaux de représentation, etc.): création ex-nihilo d'unités nouvelles; extension des capacités de production des unités déjà existantes; flux financiers entre établissements (augmentation de capital, prêts et avances de trésorerie par la maison mère, etc.); réinvestissement local des bénéfices.

---

<sup>8</sup> ANDREW Harrison, ARTUGRUL Dalkiran, ENA Elsey, *business international et mondialisation*, 1e Edition De Boeck & Larcier S.A., 2004, Page 113.

b- Investissement direct : Un investissement étranger est un investissement direct quand l'investisseur étranger possède plus de 10% des actions dans une entreprise étrangère convoitée: ce seuil est désormais retenu internationalement pour distinguer les IDE des «investissements de portefeuille», par définition beaucoup plus volatils et correspondant aux prises de participation inférieures à 10% du capital d'une entreprise.

### *2- L'autonomie des flux internationaux des capitaux*

L'étude des balances des paiements des pays industrialisés fait apparaître la part prépondérante des flux des capitaux. Les transactions financières dominent largement les transactions réelles. Cette croissance se trouve justifiée par l'autonomie des flux de capitaux car on remarque que Les montants des transactions financières sont 50 fois plus importants que la valeur portant sur le commerce ce qui explique que Les flux de capitaux sont autonomes, c'est à dire, sans être une contrepartie des flux réels.

### *3- L'orientation des mouvements de capitaux<sup>9</sup>*

Les mouvements de capitaux vont naturellement des pays qui disposent de ressources de financement vers ceux qui présentent des besoins de financement. Depuis une quarantaine d'années, les flux de capitaux ont connu des périodes distinctes :

- a- Les années 60-70 : les pays développés financent les pays en développement.
- b- Du milieu des années 70 au milieu des années 80 : les deux chocs pétroliers consécutifs (1973-1979) permettent aux pays exportateurs le financement des déficits de certains pays industrialisés.

---

<sup>9</sup> [www.seribd.com/doc/13225310](http://www.seribd.com/doc/13225310)

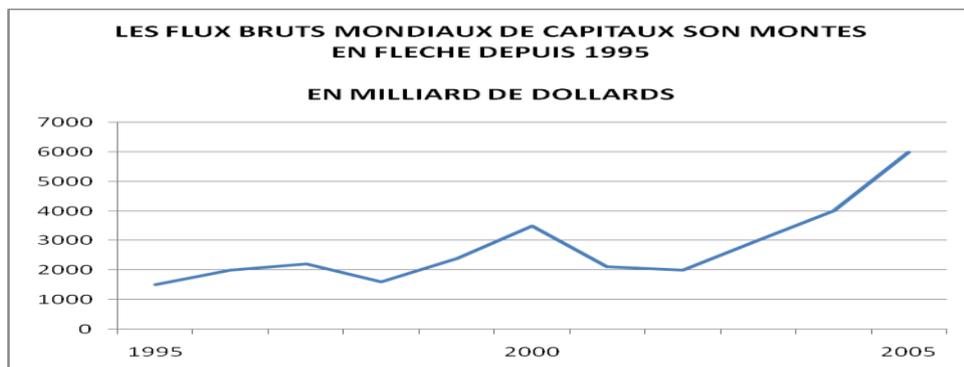
c- Depuis le milieu des années 80 : l'essentiel des mouvements de capitaux impliquent les pays industriels entre eux, notamment le Japon et l'Allemagne qui financent le déficit américain.

#### 4- *Évolution des IDE*

Les investissements à l'étranger ont connu un fabuleux essor depuis les années 1980. Ils représentaient moins de 0,5 % du PIB mondial au début des années 1980, et ont atteint près de 5 % en 2000, avant le reflux observé en 2001. Les investissements à l'étranger se sont développés depuis ces dernières années même si en 2003 on a pu noter le recul de l'investissement direct à l'étranger. Ces mouvements de capitaux étaient de l'ordre de 65 milliards de dollars par an à la fin des années 1970, et de 1 600 milliards à la fin des années 1990, soit environ 25 fois plus en 20 ans. Les opérations de portefeuille ont été multipliées par 20 et les investissements directs par 4.

Les flux internationaux de capitaux ont connu une croissance extraordinaire et constituent une part essentielle des échanges mondiaux.

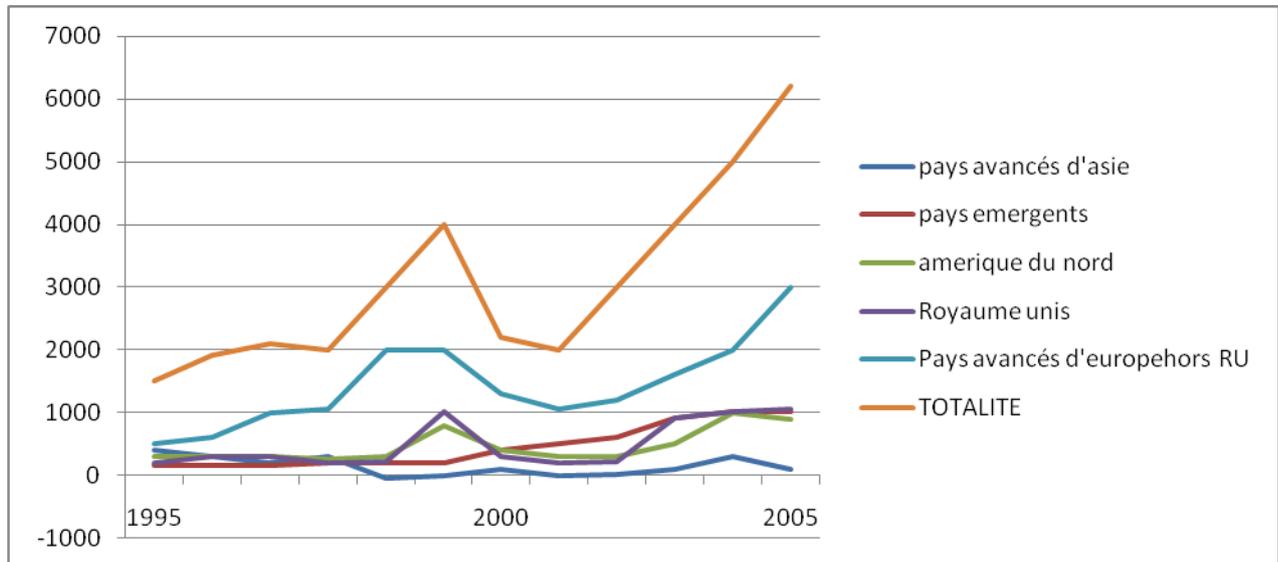
Graphique I-1-1 : évolution des flux bruts mondiaux de capitaux



Source : FMI, international financial statistics.

Sur la période 1995-2010, le stock mondial d'IDE a ainsi été multiplié. Cet accroissement a été particulièrement important au cours des années 1990. Par contre, à partir de 2001 cet essor se ralentit puisqu'on constate un recul des flux d'IDE (- 40 % en 2001 et - 20 % en 2002), puis en 2003 la croissance s'est accélérée d'une manière progressive et continue.

Graphique I-1-2 : évolution des Flux de capitaux dans le monde, milliard de dollars



Source : FMI, international Financial statistics.

L'Europe affiche la plus forte hausse,.....

Aujourd'hui, les pays industrialisés sont à l'origine d'environ 90 % des IDE et en reçoivent plus de 70 %.

Ces mouvements de capitaux prennent des formes diverses, mais sont aujourd'hui particulièrement présents sous forme d'IDE (investissements directs à l'étranger).

#### 5- Répartition des IDE dans le monde :

La répartition géographique des IDE est particulièrement inégalitaire, Les pays développés et la Triade en particulier (l'union européenne, États-Unis, Canada) capitalisent l'essentiel des stocks d'IDE : en 2002, près des 2/3 du stock d'IDE se concentrent dans deux des trois pôles de la Triade (37 % pour l'Union européenne et plus de 20 % pour les États-Unis et le Canada). De plus les pays développés sont à l'origine d'environ 90 % des IDE.

Autour de la Triade, gravite un groupe de pays émergents (pour l'essentiel, des pays d'Asie orientale, d'Amérique Latine et d'Europe centrale et orientale) qui attirent un nombre croissant d'IDE. Au sein de ce groupe, la Chine a réussi

depuis les années 1990 à se « détacher » et est devenue un des premiers pays d'accueil des flux d'IDE.

Par ailleurs, d'autres pays (une cinquantaine de PMA – pays les moins avancés), en particuliers des pays africains, sont totalement délaissés des investisseurs étrangers. Avec moins de 1 % du total mondial, leur stock d'IDE est dérisoire.

- Les publications de l'OCDE montrent qu'en 2004, les IDE en direction des pays de l'OCDE ont continué de se replier. Les États-Unis restent le premier pays d'accueil des IDE parmi les grands pays industrialisés, avec 107 milliards de dollars, devant le Royaume-Uni (78,5 milliards de dollars), l'Australie (42,2 milliards) et la Belgique (34,4 milliards). En revanche l'Allemagne et la France sont moins attractives : les flux d'IDE vers la France ont pratiquement été divisés par deux, revenant de 43 milliards de dollars à 24 milliards de dollars ; et en Allemagne les investisseurs étrangers ont retiré 39 milliards de dollars du pays, ce qui « efface » les entrées de 27 milliards enregistrées en 2003, Indéniablement, ce sont les avantages octroyés par les pays d'accueil qui déterminent le choix de l'investisseur.

De nombreux rapports spécialisés ont souligné que la chute des IDE en 2009 a concerné les 17 pays de la zone OCDE. Dans ces pays les IDE se sont contractés d'environ 50% au terme du premier trimestre 2009 en comparaison avec la même période de l'année précédente.

## **II- les euromarchés**

### *1- Définition et évolution des euromarchés*

#### a- Définition :

Le préfixe Euro- ne fait en rien référence à l'Europe, mais signifie que la monnaie n'est pas celle du pays où l'opération financière a eu lieu

« Les euromarchés sont des marchés de capitaux sur lesquels se réalisent des opérations financières (prêt et emprunt) libellées en Euromonnaies, c'est-à-dire dans des monnaies différentes de la monnaie du pays où elles sont réalisées »<sup>10</sup>.

« Les euromarchés sont les marchés sur lesquels se négocient les eurocrédits il s'agit de marché *off shore* c'est-à-dire qu'ils échappent au contrôles des autorités monétaires et financières des divers marchés nationaux. »<sup>11</sup>

Les Eurodevises englobent alors l'ensemble des crédits et des dépôts en cette devise auprès des banques situées hors du pays d'émission de celle-ci et que ces dépôts et ces crédits soient le fait de non résidents (délocalisation des monnaies nationales)

Sur ces marchés, les opérations réalisées dans une certaine devise échappent aux réglementations fiscales et monétaires du pays qui émet cette monnaie.

Par exemple, un crédit bancaire accordé à une entreprise française aux États-Unis est une opération de l'euromarché, le marché de l'euro dollar fait partie des euromarchés, plus que ça il est considéré comme étant l'un des plus importants et des plus actifs des euromarchés, il recouvre des transactions en dollars dans le monde sauf aux États-Unis.

#### b- Origine et évolution des euromarchés

L'apparition des euromarchés se trouve justifiée par le refus de l'Union Soviétique de confier les dollars qu'elle possédait à des banques américaines, succédait par la crise du livre sterling en 1957, en plus du rétablissement de la convertibilité externe des monnaies, l'internationalisation de l'activité bancaire tous ces facteurs ont contribué à la création des euromarchés. Mais c'est avec le recyclage des pétrodollars, après 1973, que les euromarchés se développent.

#### c- Caractéristiques des euromarchés

*C.1 Un marché peu réglementé* : s'agissant bien d'un marché qui est basé sur les dépôts et les crédits, ces derniers ne sont soumis ni à l'obligation des réserves

---

<sup>10</sup> JACQUES-HENRI David, Crises Financières et relations monétaires internationales, Edition economica, 1985.

<sup>11</sup> Alain BEITONE, Christine DOLLO, Jean-Pierre GUIDONI, Alain LEGARDEZ ; *Dictionnaire des Sciences économiques*, Armand Colin Editeur, PARIS 1991, page 154.

obligatoires ni aux cotisations des assurances dépôts. De plus toutes les activités sur ce marché sont moins fiscalisées que sur les marchés monétaires. Il répond donc au souhait d'éviter la réglementation.

*c.2 un marché de teneur de marché* : c'est un marché de Market Market. En effet, un certain nombre d'eurobanque sont toujours disposé à traiter à des taux qu'elles affichent en permanence.

*C.3 Un marché de gros* : il s'agit d'un marché sur le quel les montants unitaires des transactions sont très importants, l'unité est en effet de 1 million de dollar.

## 2- *Les centres offshores*

### a. Définition

Le système off-shore a été créé par les Etats-Unis pour permettre aux banques américaines nationales et internationales de réaliser ses transactions dans des zones de libre échange, cette idée a vues le jour dans les années 80.

Le principale but de cette opération était de récupérer les dollars américain qui circulaient a l'étranger et les réinstaller en Amérique, et ce par les exemptions d'impôts et sauf si elle circule dans la zone de libre échange. Mais derrière ce nouveau système se cachent un autre but qui est la domination américaine sur le système monétaire international par l'orientation des dollars qui circulent dans le monde par des politiques qui sert les intérêts américain,

Selon Ahmed ZOROME les centre off shore

*« Sont les Pays ou territoires qui pratiquent une réglementation extraterritoriale pour leurs Activités financières internationales : secret bancaire, hébergement de sociétés écrans, absence de réel contrôle des flux financiers, règles restrictives en matière de coopération internationale »<sup>12</sup>*

---

<sup>12</sup> WORKING PAPER du FMI, étude de Mr ZOROME Ahmed, [www.imf.org](http://www.imf.org).

L'économiste rappelle les trois critères généralement retenus dans toutes les définitions : l'orientation des activités financières, essentiellement vers les non-résidents, un environnement favorable souple, non contraignant, avec peu d'exigence des autorités de supervision en matière d'information et de transparence, l'absence de taxes ou leur très faible niveau.

b. L'expansion de système des off-shore :

Des la mise en œuvre de ce nouveau système, les banque et institutions financières annexes ont créent des zones de libre échanges un peu par tout dans le monde spécialement en Europe et au moyen et extrême orient, les centre les plus active sont ceux qui ont été créé dans les iles des caraïbes et les Bahamas.

Il est évident de remarquer que les principales sources de financement du système off-shore sont les marchés de devises international dont en premier lieu le marché de l'eurodollar, en particulier après la hausse des revenus pétrolier en 1984, 1985,1989 et l'apparition de ce qu'on ap pel les petro dollar.

c. Pays considérés des paradis fiscaux

Ahmed ZOROME a réalisé une étude, sur un échantillon de 104 pays ou juridictions en calculant pour chaque pays le ratio entre les services financiers exportés (en net) et le produit intérieur brut (PIB). Et à voir lesquels s'écartent des proportions standards. Pour les Bermudes, ce ratio atteint 43 % Avec difficultés. Au total, 22 pays répondent à la définition de paradis fiscal.

Si 19 de ces pays sont déjà répertoriés « centres off shore » par le FMI, trois ne le sont pas encore : la Lettonie, l'Uruguay et avec une petite surprise le Royaume Uni. Cette « suggestion du modèle est corroborée par les faits » commente le chercheur, « il existe en effet dans ces pays des entités financières off shore qui se consacrent à une large clientèle non résidente ».

Quelques pays, qui sont classés centre off shore par le FMI, s'en sortent mieux statistiquement et n'apparaissent pas dans la liste d'Ahmed Zoromé : le Costa Rica, le Liban, Macao et la Malaisie. Les 19 autres paradis fiscaux repérés sont :

les Antilles néerlandaises, les Bahamas, Bahrein, les Barbades, les Bermudes, Chypre, Guernesey, Hongkong, les îles Caïman, l'Irlande, l'Ile de Man, Jersey, le Luxembourg, Malte, Maurice, Panama, Singapour, la Suisse et le Vanuatu.

Il cite aussi les îles Vierges britanniques, qu'il n'a pu inclure dans son échantillon, mais dont les revenus provenant des activités financières off shore représentent 13 % du PIB et 55 % des recettes de l'Etat.

Depuis 2000, le FMI est mandaté pour obtenir plus de transparence et de supervision dans ces centres off shore.

Les paradis fiscaux<sup>13</sup> constituent l'exemple type d'un espace offshore.

L'OCDE s'est attachée à lutter contre la concurrence déloyale au moyen de pratiques fiscales nuisibles.

d. critères sont retenus par l'OCDE pour définir un paradis fiscal :

- 1 *Des impôts insignifiants ou inexistants,*
- 2 *L'absence de transparence sur le régime fiscal,*
- 3 *L'absence d'échanges de renseignements fiscaux avec d'autres Etats,*
- 4 *Le fait d'attirer des sociétés écrans ayant une activité fictive.*

A l'issue du sommet du G20, les participants se sont engagés à combattre les juridictions non coopératives, dont les paradis fiscaux, laissant le soin à l'OCDE de publier la liste des pays concernés. L'organisation a alors mis à jour sa précédente liste, publiée en 2000.

d.1 Liste noire : Etats fiscalement non coopératifs

Costa Rica, Malaisie (Labuan), Philippines, Uruguay.

Liste grise : Etats qui ont promis de se conformer aux nouvelles règles sans les appliquer et ceux qui s'y conforment "substantiellement".

Andorre, Anguilla Antigua, Bahamas, Belize, les îles Cook, la Dominique, Gibraltar, Grenade, Liberia, le Liechtenstein, les Iles marshall, Montserrat, Nauru, Niue, Panama, St Kitts and Nevis, Sainte Lucie, Saint Vincent et

---

<sup>13</sup> Institution économiques internationales, JEAN-JACQUES Rey et DUTRY Julie, 3<sup>e</sup> édition, 2001, P120.

Grenadine, Samoa, les îles Turks and Caicos, Vanuatu ; Brunei, Chili, Guatemala, Singapour.

d.2 Liste "blanche" : Etats ou territoires aux standards internationaux de l'OCDE.

Argentine, Australie, Barbades, Canada, Chine, Chypre, République tchèque, Danemark, Finlande, France, Allemagne, Grèce, Guernesey, Hongrie, Islande, Irlande, île de Man, Italie, Japon, Jersey, Corée, Malte, île Maurice, Mexique, Hollande, Nouvelle Zélande, Norvège, Pologne, Portugal, Russie, les Seychelles, Afrique du sud, l'Espagne, la Suède, la Turquie, les Emirats arabes unis, Royaume uni, Etats-Unis, les îles Vierges, la Suisse, Autriche, Monaco, Belgique, Bahreïn, les Bermudes, les îles vierges britanniques, Aruba, les Antilles néerlandaises, les îles Cayman, Luxembourg, San Marin.

## **Chapitre 2 : Les Mutations qui ont affectés le système financier international**

Des le début des années 40, la communauté financière internationale était largement convaincue que les perturbations de l'entre-deux-guerres étaient dues aux effets pervers de l'étalon or et à l'inadéquation de ce système monétaire face à la dynamique de la croissance économique.

En effet, la principale caractéristique de l'étalon-or n'était pas que la monnaie était définie par rapport à l'or mais que l'expansion de la masse monétaire nationale était limitée par les réserves d'or de la banque centrale. La croissance de l'activité économique venait donc heurter sur une contrainte physique qui est la couverture or légale de l'émission nationale de billets.

La période de l'après-deuxième guerre mondiale était caractérisée par la domination et la prépondérance économique de l'Amérique, C'est cet acteur qui va poser l'essentiel des règles du nouvel ordre monétaire international lors de la conférence de Bretton Woods.

## **Section 1 : L'émergence du système financier international 1946-1974**

### **I. L'esprit de BRETTON WOODS :**

Désireux de permettre une reconstruction rapide et de faire repartir les échanges internationaux les alliés souhaitaient :

- ◆ faire reculer la tutelle de l'or et rétablir l'autonomie des nations

Les états refusaient que la présence d'un étalon monétaire externe commun leur retire toute marge de manœuvre macroéconomique.

- ◆ assouplir le régime de change et élargir la panoplie des moyen de paiement internationaux : une des caractéristiques de l'étalon or est de maintenir le taux de change entre les monnaies quasiment fixes, ce qui facilite et encourage la spéculation.

C'est a partir de ces différentes attentes que, dès 1942, les administrations britanniques et américaines commencèrent à élaborer les projets de reforme.

Les accords de Bretton Woods sont des accords économiques ayant dessiné les grandes lignes du système financier international après la Seconde Guerre mondiale.

Harry Dexter White et John Maynard Keynes en 1946 furent les deux protagonistes principaux de la conférence tenue à Bretton Woods.<sup>14</sup>

Chacun d'entre eux a préparé un plan d'ensemble.

#### *1- Le plan défendu par Lord Keynes :*

KEYNES a proposait une reforme complète des relations monétaires internationales construite autours d'une banque mondiale, l'union internationale de compensation (UIC), émettant un étalon monétaire propre le « bancor » et chargé de trois grande fonctions :

a. La mise en place d'un système de règlement multilatérale, à la place des règlements bilatéraux en or ou en crédit, les soldes bilatéraux des banques

---

<sup>14</sup> Michel DROUIN, le système financier international, ARMAND COLIN, Paris, 2001, P20.

centrales donne lieu à des ouvertures de crédit ou de débit sur l'UIC avec compensation globale.

b. La gestion d'un mécanisme de crédit international. L'UIC demande aux pays créditeurs d'accorder automatiquement des crédits au pays débiteurs, de façon à permettre un retour vers l'équilibre comptable, l'UIC impose aussi bien aux pays créditeurs qu'aux pays débiteurs un ajustement économique ;

c. La surveillance d'un mécanisme des taux de change. Rallié à la thèse des taux de change fixes, Keynes proposait qu'en fonction de l'importance de la position débitrice ou créditrice de la dévaluation ou des réévaluations des monnaies nationales soient possibles.

Ce plan reposait sur un double souci :

- ◆ Rétablir l'égalité de traitement des partenaires en institutionnalisant les transferts des excédents vers les pays en déficit, seul moyen efficace pour faire disparaître les pratiques discriminatoires ;
- ◆ Ecarter la contrainte de l'or au profit d'une monnaie de crédits garantis (le bancor) répartie en fonction de l'importance commerciale des pays.

Ce projet était manifestement très ambitieux mais surtout, il était loin des réalités politiques.

#### *2- le plan présenté par l'américain Harry Dexter White :*

secrétaire aux trésors des Etats-Unis, visait plus simplement à la création d'une coopérative de crédit, le fonds de stabilisation des nations unies et associés, chargée d'absorber les à-coups de la conjoncture internationale et de faire appliquer un code de bonne conduite. Constitué par les apports d'or et de devises des pays membres, ce fonds devait par ses crédits :

- a. Contribuer à la stabilisation des changes ;
- b. Réduire les déséquilibres des paiements internationaux ;
- c. Eradiquer les pratiques financières restrictives et discriminatoires ;
- d. Faire en sorte que les pays membres veillent à leur équilibre extérieur.

Dans un souci d'orthodoxie, les tirages sur le fonds de stabilisation n'étaient pas automatiques et celui-ci recevait le pouvoir de contrôler la gestion économique des pays en difficulté.

### 3- *Adoption du programme proposé par l'américain Harry Dexter white*

La forte prépondérance économique, financière et militaire des Etats-Unis leur permet d'imposer leur vues et c'est en grande partie sur les propositions de white que se créèrent au cours de plusieurs réunions bilatérales, en septembre et octobre 1943, la base de l'accord.

Le texte final sera signé par 44 pays le 22 Juillet.

Les accords prévoient la création de deux institutions internationales, le fonds monétaire international (FMI), et la banque internationale pour la reconstruction et le développement (BIRD). Le statut du FMI définit un nouveau système financier international : *le Gold Exchange Standard*.

### **III- Les caractéristiques formelles du SMI issu de Bretton Woods**

Ce système peut se définir comme un régime de liberté et de multilatéralisme des paiements internationaux, des cours de changes fixes mais ajustables car chaque pays membre du FMI doit faire en sorte que les cours de changes pratiqués sur sa monnaie ne puissent s'écarter de plus ou moins 1% par rapport à la parité officiellement déclarée en or ou en \$ cela induit d'un coté une souplesse dans la gestion de ce système par rapport à l'étalon or et d'un autre coté éviter l'instabilité que le régime de taux de change flexible avait induit pendant l'entre deux-guerres.

1- *Un étalon de change-or* : la solidité du \$ et le fait que seul cette monnaie était convertible en or en 1944 imposant un système monétaire tournant autour du \$, un rapport de changes fixes fut instituée entre l'or et le \$.

35\$ l'once (taux retenu en 1934)

1 once Troy = 31,103 g

1 \$ = 0,888671 g d'or

## *2- La dynamique monétaire et financière de 1946 à 1959*

◆ Le 1<sup>er</sup> mars 1947, le FMI débuta ses activités en plein désordre monétaire international et fut rapidement confronté à l'irréalisme de ses statuts.

Le fonds jugea non conforme la pratique des taux de changes multiples adoptée par plusieurs pays membre comme moyen de défense de leur balance des paiements.

Il rappela que ses ressources ne pouvaient servir à des fins de reconstruction, de secours, de remboursement des dettes de guerre ou de soutien à des monnaies surévaluées.

## *3- La mise en place de l'offre primitive de liquidités (1958-1972)*

La première phase correspond au développement des activités de l'euromarché sous l'impulsion de firmes multinationales et d'une économie américaine à la recherche de nouveaux modes de financement et de voies de contournement des politiques monétaires restrictives de la Réserve fédérale.

La création de l'euromarché et son développement ont en effet d'abord constitué une réponse du secteur privé à la gestion publique des liquidités internationales. Compte tenu du développement des activités internationales, le secteur privé devait s'assurer d'une alimentation autonome en liquidités par de nouveaux circuits financiers, ce qui lui permettait difficilement les structures et les institutions monétaires officielles héritées de Bretton Woods.

Dès les années 50 et jusqu'au début des années 70, la croissance de l'euro-marché répondra essentiellement aux besoins de financement du commerce international et au déploiement des firmes multinationales. Cette première période se distingue par la mise en place de crédits bancaires internationaux. Il s'agissait alors de structurer une offre privée de liquidités parallèlement à celle du secteur officiel. Cela aura pour effet de saper l'un des fondements même du système monétaire international officiel : le contrôle de la liquidité. Les contraintes de Bretton Woods furent contournées et, finalement.

Ce que l'on appela dans les années 60 la crise du système monétaire international tiendra justement à cette confrontation entre les détenteurs privés et des détenteurs officiels de liquidités internationales. La perte de contrôle du stock de liquidités par les autorités minait leur capacité d'intervention sur les marchés des changes et remettait ainsi en cause le maintien des parités fixes de change telles qu'elles étaient définies par les statuts du Fonds monétaire international. L'érosion des pouvoirs d'intervention des autorités monétaires sur les marchés des changes sonnera bientôt la fin des parités fixes. Dix ans suffirent pour détruire l'édifice construit à Bretton Woods. Pour contrer la spéculation contre le dollar américain, les autorités monétaires créèrent, dans un premier temps, un « Pool » de l'or, puis, devant les insuffisances de cette mesure, elles instaurèrent un double marché de l'or (1968), un marché privé et un marché officiel. La création des droits de tirage spéciaux (1970) sera la dernière étape avant l'abandon définitif du système des taux de change fixes. Ce qui devait se confirmer le 15 août 1971, lorsque l'administration du président Nixon supprima la convertibilité du dollar américain en or, fondement de tout le système d'étalon de change-or.

En fait, il est important de voir que dans un marché de liquidités abondantes et très mobiles, les banques commerciales pouvaient facilement trouver des sources de financement et de refinancement sans passer pour cela par les autorités monétaires nationales. Les banques se retrouvaient à l'abri des politiques restrictives des banques centrales et pouvaient de façon induite créer une offre monétaire sans affecter les réserves officielles. Les autorités officielles se trouvaient ainsi à devoir partager leurs attributs de gestionnaire de la monnaie avec le marché, c'est-à-dire avec les grandes banques internationalisées. N'étant plus les uniques détentrices des liquidités internationales, les autorités officielles perdront ainsi la responsabilité de déterminer seules le taux de change et de financer ultimement le solde de la balance des paiements. Enfin, la transformation de ces liquidités internationales en monnaie nationale viendra

accroître la masse monétaire en circulation dans les pays concernés, accroissement qui, en l'absence de mesures contraignantes, sera totalement hors du contrôle des banques centrales.

#### **IV- La fin du système monétaire de Bretton Woods 1973**

Le passage au flottement face à l'ampleur des mouvements des capitaux, la généralisation du flottement s'imposa non comme un choix souhaité mais plutôt comme un aveu d'impuissance des autorités,

##### *1- Accord de paris :*

Le 11 Mars les pays membres de la communauté (l'Allemagne, la Belgique, le Danemark, la France, le Luxembourg et les Pays-Bas) « accord de paris » ont annoncé leurs décisions de flottement concerté de leurs monnaies, tout lien avec le dollar était rompu.

##### *2- Le cours du dollar n'est plus défendu :*

Le 16 Mars quatorze 14 pays (les neuf de la communauté, les Etats-Unis, le Canada, le Japon, la Suisse et la Suède) déclarent qu'ils renonçaient à défendre le cours du \$.

##### *3- le monde du flottement :*

Le 19 Mars les marchés des changes reprenaient leurs activités dans un nouveau système monétaire où les taux de changes n'étaient plus définis mais constatés sur le marché.

##### *4- L'écroulement définitif du système des taux de change fixes :*

Le système des taux de change fixes s'écroule définitivement en mars 1973. Après le 15 août 1971 : suspension par Nixon de la convertibilité or du \$. Le président décide de taxer les importations faites par les USA. Pas de dévaluation car pressions des investisseurs américains.

Décembre 1971 : la pression européenne devient très forte et oblige à la dévaluation. Élargissement des marges de fluctuation des monnaies par rapport à leur cours officiel avec les accords du Smithsonian Institute.

Le 8 janvier 1976, les Accords de la Jamaïque confirment officiellement l'abandon du rôle légal international de l'or. Il n'y a plus de système monétaire international organisé.

Pour résumer, l'originalité des années 70 tient à l'abandon des taux d'intérêt fixes pour les taux variables ce qui aura pour conséquences de transférer le risque des créanciers aux débiteurs et d'éliminer en fait la notion de long terme. La période se terminera par la « fragilisation » des débiteurs mais aussi par celle des créanciers, l'actif des institutions financières (leurs avoirs) n'ayant plus la qualité désiré.

## **Section 2 : L'endettement généralisé (1973-1981)**

Suite à l'effondrement des principes de Bretton Woods, de nouvelles règles surgissent, de nouveaux acteurs et de nouveaux moyens d'action, c'est tout un nouveau paysage monétaire et financier international qui immerge à partir de 1973 ce changement de décor correspond à une crise systémique mais c'est d'abord l'échec des acteurs officiels qui n'ont pas su organiser à temps la transition vers un nouvel ordre monétaire.

La deuxième phase que nous pouvons identifier est celle qui, de 1973 à 1981, verra les activités du système financier international s'étendre à de nouvelles sphères auxquelles même les autorités monétaires auront recours !

### **I- Les caractéristiques du système monétaire et financier au cours de la période 1973-1981 :**

Cette période était caractérisée par :

1- Une liquidité importante mais décroissante provenant du recyclage des capitaux pétroliers.

2- La disproportion du stock privé de liquidités internationales par rapport à celui des autorités monétaires et l'importance des flux financiers ouvrent l'ère de l'instabilité des taux de change et d'intérêt.

3- Cette période se caractérise, entre autres, par le recyclage des fameux pétrodollars, par l'apparition de l'inflation et par la forte augmentation des taux d'intérêt. Cette situation se traduit au bilan des institutions financières par des actifs de plus en plus substituables et entraîna la pratique généralisée des taux d'intérêt variables grâce à laquelle on pourra dorénavant transférer le risque du créancier au débiteur.

4- Nous assisterons aussi au développement extrême des crédits bancaires classiques qui vont, au-delà des financements des années 60, s'étendre au financement du développement. Quant aux autorités monétaires, elles seront de plus en plus contraintes d'emprunter aux banques commerciales pour assurer une certaine stabilité des changes.

Il faut noter par ailleurs que la structure des crédits devient de plus en plus interbancaire et qu'elle constituera ainsi une chaîne très dense propre ici à la transmission d'un risque croissant.

Le développement des mouvements interbancaires rend en effet les différents acteurs beaucoup plus dépendants les uns des autres. L'élasticité de l'offre de prêts apparaît ainsi comme très grande et contribuera à engendrer une économie internationale d'endettement généralisé. La privatisation de la détention des liquidités internationales montrait ainsi qu'elle n'était pas là pour résoudre les déséquilibres financiers mais pour les financer.

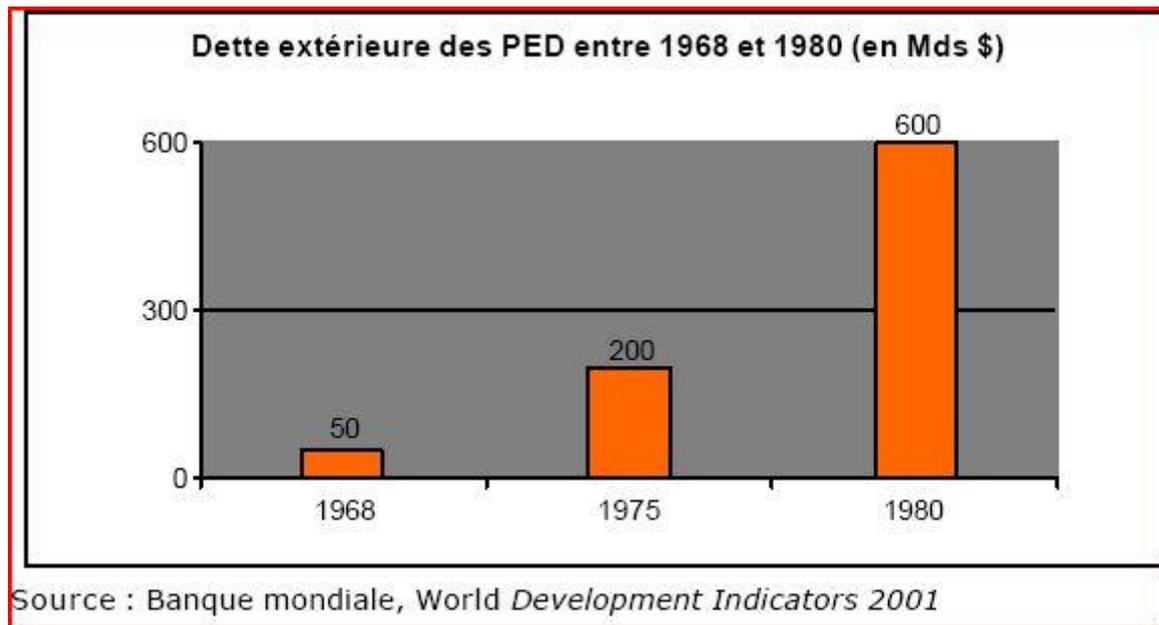
## **II- Un déficit massif des PED;**

Les PED endettés sont en situation de cessation de paiement à la suite de la hausse brutale des taux d'intérêt et du dollar, hausse qui accroît fortement la charge de leur dette.

Comment la dette extérieure des PED a-t-elle évolué depuis trente ans ?

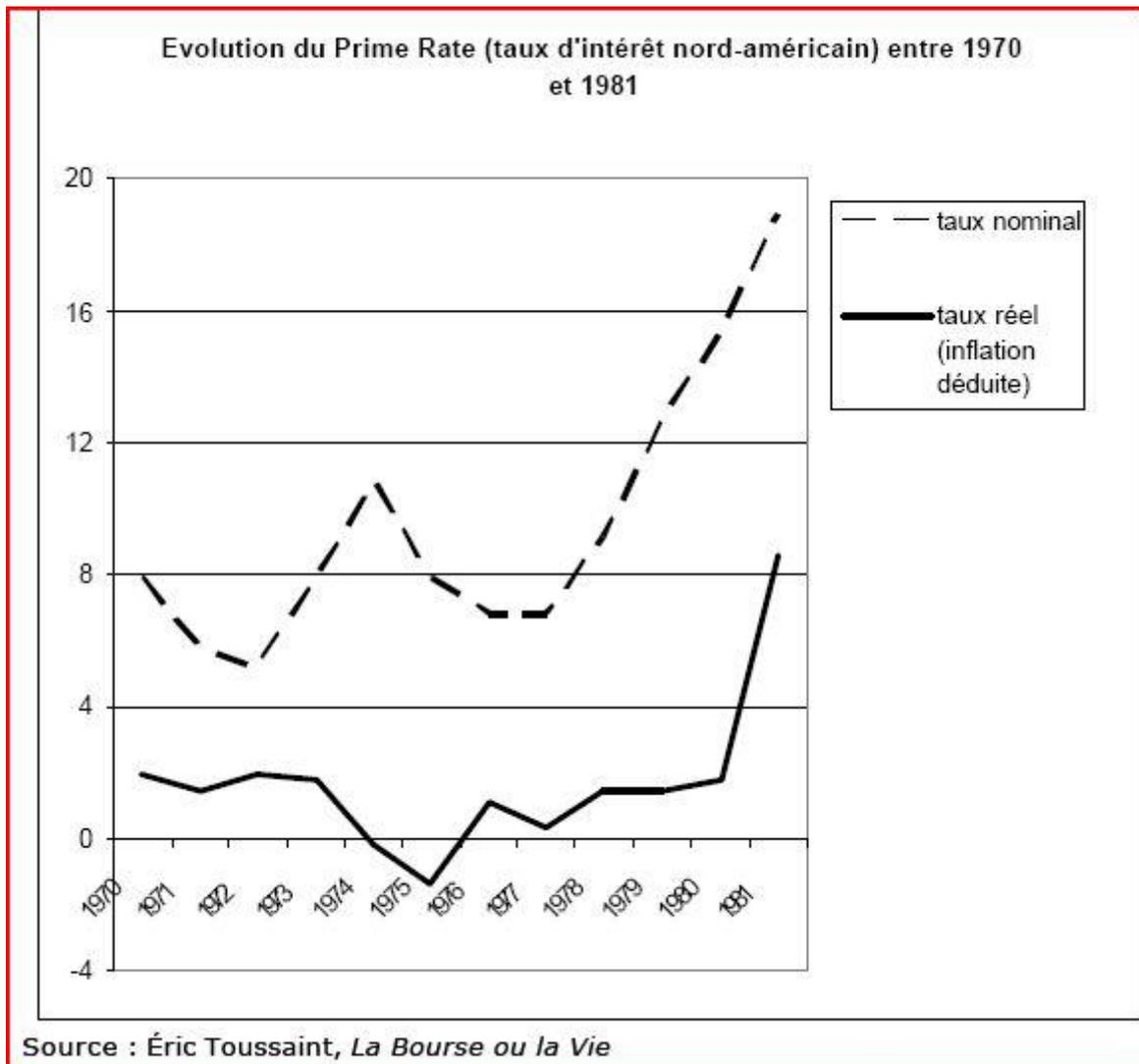
Rappelons d'abord que la dette a été multipliée par 12 entre 1968 et 1980.

Graphique I-2-1 l'évolution de la dette extérieure des PED en trente ans



Pendant cette période, les dépenses que représentait le remboursement de cette dette étaient soutenables dans la mesure où les taux d'intérêt réels étaient fort bas et où les revenus d'exportation étaient élevés. La situation a changé dramatiquement en 1980-1981 suite à la très forte augmentation des taux d'intérêt imposée au monde par le gouvernement des États-Unis et les autorités britanniques, et suite au retournement du cours des matières premières.

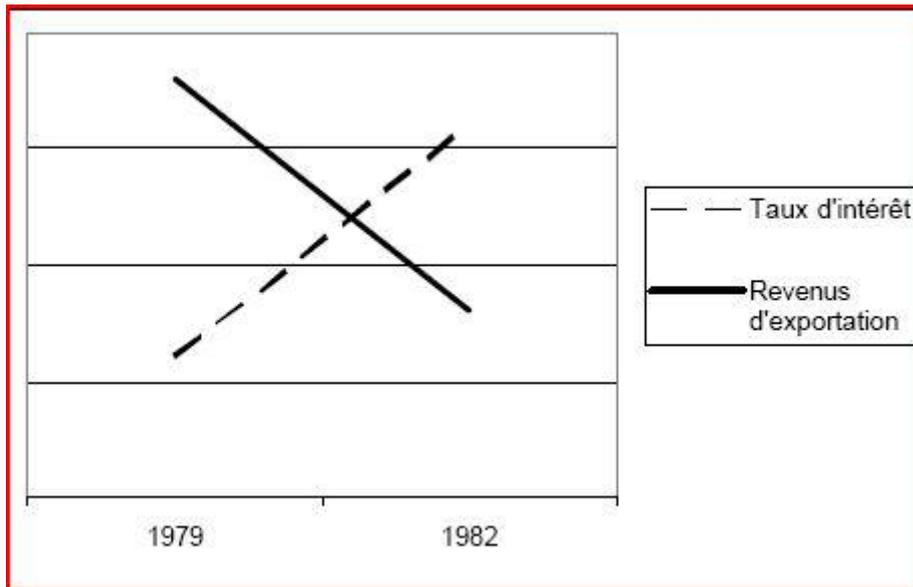
Graphique I-2-2 : évolution du Prime Rate entre 1970 et 1981



Les montants à rembourser sont beaucoup plus importants (à cause des taux d'intérêt très élevés) tandis que les revenus d'exportation sont en baisse, suite à la baisse brutale du prix des matières premières et des produits agricoles de base.

On peut résumer l'action conjuguée de deux phénomènes : taux d'intérêt et le revenu d'exportation par un schéma très simple, celui d'une paire de ciseaux qui cisaille à la base tout espoir de développement...

Graphique I-2-3 : les taux d'intérêt et les revenus d'exportation



Source : L'origine de la crise de la dette du tiers-monde, Eric Toussaint et Damien Millet.

### **Section 3 : La financiarisation de l'économie mondiale (depuis 1982)**

Porté par la déréglementation et les décloisonnements quasi généraux des marchés financiers, a fait de la décennie 80, celle de la globalisation financière

#### **I- Les caractéristiques de la plus récente phase d'évolution du système financier international**

La troisième et plus récente phase d'évolution du système financier international se caractérise par :

##### *1- la généralisation des politiques monétaires :*

La généralisation des politiques monétaires axées essentiellement sur la lutte contre l'inflation et les variations libres des taux d'intérêt et des taux de change à condition que les objectifs anti-inflationnistes soient respectés. On le comprendra, dans un monde dominé par la détention privée des liquidités internationales, le contrôle de ces taux est des plus illusoires. Le marché se verra donc attribuer les pleins pouvoirs sur les taux d'intérêt et les taux de change.

## 2- La « fragilisation » du système financier international :

Cette fragilité s'est révélée dès le début de la période par ce qu'il est maintenant convenu d'appeler la crise d'endettement du tiers-monde. Les risques de rupture que faisait peser cette crise sur le système financier international incitèrent les banques à partager et à généraliser les risques de financement : ce sera la marchandisation, autrement dit, l'abandon du financement bancaire traditionnel et son remplacement par un financement par titres de plus en plus soumis aux conditions des marchés financiers. L'élasticité de l'offre de prêts deviendra alors quasi infinie. Ces marchés des « instruments financiers dérivés », La fermeture des marchés au tiers-monde ne sera pas un obstacle à leur développement, une nouvelle demande «solvable » prendra la relève avec le financement des déficits budgétaires et des déficits des comptes courants dans les pays industrialisés. Dans le secteur privé, l'engagement des institutions financières dans les opérations à effet de levier, c'est-à-dire dans des opérations de restructuration financière après acquisition par endettement, va accélérer cette nouvelle tendance que sera la marchandisation. Voyons un peu plus précisément ce qu'il en est de ce nouveau phénomène qui aura des conséquences considérables sur la stabilité et le fonctionnement des institutions et des marchés financiers internationaux.

### a. La marchandisation du financement :

L'un des phénomènes les plus marquants des 15 dernières années, la marchandisation de l'intermédiation financière, couvre deux éléments très interdépendants :

- l'ampleur croissante de l'intermédiation financière assurée par les banques à des conditions qui sont presque entièrement déterminées par le jeu des mécanismes du marché ;

L'ampleur croissante de l'intermédiation financière qui s'opère sur les marchés des capitaux, donc sans apparaître dans les bilans des banques et des institutions financières.

La marchandisation, c'est donc ni plus ni moins la généralisation des financements aux prix du marché. Deux phénomènes lui sont liés : d'une part, les financements par émission de titres s'accroissent au détriment des financements bancaires traditionnels ; d'autre part, ces derniers sont de plus en plus affectés par les conditions des marchés financiers.

#### b. L'innovation financière et les instruments financiers dérivés

Il importe de noter que la marchandisation ne veut pas dire une réduction du rôle des banques, bien au contraire ; c'est plutôt à une mutation de leur rôle à laquelle nous allons assister.

La grande volatilité des taux d'intérêt et des taux de change qu'a connue ces dernières années le système financier international va créer une demande pour des « instruments financiers dérivés » et appeler des stratégies de couverture plus efficaces. On assistera aussi à une autre tendance : la suppression des intermédiaires. Cela entraînera une concurrence croissante entre les banques, phénomène qui provoquera la réduction des marges bénéficiaires sur les opérations traditionnelles et la nécessité de sources nouvelles de revenus. Enfin, les modifications importantes dans la distribution géographique des flux nets d'épargne et d'investissement au niveau international et les changements dans le cadre réglementaire financier vont également contribuer grandement à l'innovation financière.

Ces éléments, combinés au développement de l'informatique et des télécommunications, ont stimulé et accéléré l'essor des nouveaux « instruments financiers dérivés », ceux-ci permettant aux entreprises de transférer le risque, d'augmenter globalement la liquidité internationale et de créer de nouvelles

ouvertures aux prêteurs et aux emprunteurs tout en assurant des sources de revenus diversifiées aux entreprises financières.

Les principaux « instruments financiers dérivés », c'est-à-dire ceux que l'on peut qualifier d'activités hors bilan, sont les suivants :

- les garanties et lettres de crédit,
- les engagements de crédits,
- les contrats de change à terme,
- les swaps de taux d'intérêt et de monnaies étrangères,
- les ententes relatives aux taux d'intérêt futurs (FRA pour Forward rate agreement),
- les options sur monnaies étrangères et taux d'intérêt,
- les facilités d'émission de titres de créances (FEE ou NIF pour Note Insurance Facilities) et les facilités renouvelables à prise ferme (FRPF ou RUF pour Revolving Underwriting Facilities).

L'intérêt pour les institutions financières d'utiliser ces instruments réside dans la possibilité qu'ils offrent de segmenter les différents risques des opérations financières et de les transférer à d'autres. Ces possibilités d'échanges de créances ont entraîné l'homogénéisation des conditions offertes et l'interpénétration des marchés.

### *3- Un risque généralisé croissant*

Les années 60 ont vu, comme nous l'avons dit, se développer un marché financier international de type classique ; les années 70 ont été marquées par le transfert du risque des créditeurs aux débiteurs, donc par la vulnérabilité des emprunteurs face aux conditions du marché ; les années 80, elles, ont été marquées par la grande fluidité des sources de liquidités. Cette fois, la vulnérabilité n'est pas du côté de l'emprunteur mais du côté des institutions financières.

Après que les sources de liquidité des emprunteurs se soient avérées plus difficiles, c'est maintenant celles des prêteurs qui deviennent moins prévisibles. Globalement, les bilans se fragilisent. Comme l'écrivait Jean-Claude Paye, secrétaire général de l'OCDE, dans sa préface à une étude sur les nouveaux instruments financiers :

Les nouveaux instruments financiers présentent de nombreux avantages pour les opérateurs. Mais, en même temps, ces instruments sont eux-mêmes porteurs de risques : risque de défaillance de la contrepartie, risque de liquidité et risques liés aux taux d'intérêt et de change. Ces risques, bien qu'ils puissent avoir des répercussions importantes sur les résultats et la situation financière des entreprises, n'apparaissent souvent pas dans leurs états financiers.

La croissance phénoménale de l'activité de prêts sur les marchés internationaux nous donne un bon exemple de ce processus d'amplification du risque. Les prêts ont presque quintuplé dans la dernière décennie passant de 1274,4 à 6 163,6 milliards de \$ US, mais les opérations interbancaires sont les principales responsables de cette croissance. Elles ont été multipliées par plus de sept en 10 ans contre près de trois fois et demi pour les prêts nets accordés aux autres institutions. Aujourd'hui, sur les marchés internationaux de prêt, la grande majorité des activités sont réalisées par et pour les banques, à environ 60 %. L'imbrication des institutions prêteuses les rend de plus en plus solidaires.<sup>15</sup>

---

<sup>15</sup> Marc FLANDEREAU, économie internationale, la revue du CPE II, 1999, P32.

### **Chapitre3 : Architecture Du Système Financier International**

L'architecture du système financier international comprend les institutions, les marchés et les pratiques que les Pouvoirs publics, les entreprises et les particuliers utilisent dans leurs activités économiques et financières.

Cette architecture se réfère à la structure et aux séries de mesures qui peuvent aider à prévenir et à résoudre Les crises dans un environnement financier international plus intégré. Les principales crises financières ont Mobilisé la communauté internationale au renforcement de l'architecture du système financier international.

#### **Section 1 : La Banque Mondiale**

Créé en 1944 pour reconstruire l'Europe ravagée par la guerre, le groupe de la banque mondiale est devenu l'une des plus importantes sources d'aide au développement. Il mène en outre une lutte passionnée contre la pauvreté en incitant les populations à se venir elles même en aide<sup>16</sup>.

Contrairement à une idée reçue, la mission de la BM depuis 1944 n'est pas l'éradication de la pauvreté dans les PED, mais c'est aider à la reconstruction de l'Europe et secondairement favoriser la croissance économiques des pays du Sud, dont une bonne partie étaient encore des colonies. C'est cette dernière mission qu'on a appelée «développement » et qui a pris de plus en plus d'ampleur.

#### **I- Les cinq institutions du groupe de la banque mondiale**

- 1. L'AID (l'Association internationale pour le développement) accorde des prêts (sans intérêts) et des dons aux pays pauvres.*
- 2. La BIRD (Banque internationale pour la reconstruction et le développement) prête aux pays en développement.*

---

<sup>16</sup> GUIDE DE LA BANQUE MONDIALE, 1<sup>e</sup> Edition, De Boeck & Larcier S.A, 2005, P 3.

3. *La SFI (Société financière internationale), branche privée de la BM, prête au secteur privé.*
4. *L'AMGI (Agence multilatérale de garantie des investissements) favorise et garantit l'engagement des capitaux étrangers dans les pays en développement.*
5. *Le CIRDI (Centre international de règlements des différends relatifs aux investissements).*

## **II-Historique de la SFI**

### *1- Création de la SFI*

Une Proposition de création a été faite dès 1944 mais qui a été rejetée

1956 Contexte: Les économies des pays pauvres étaient à l'époque d'une phase de développement reculée, manquant de ressources humaines, d'infrastructures et d'institutions nécessaires pour faire augmenter les recettes et le niveau de vie. On attribuait presque universellement la mission du développement au secteur public. L'investissement du secteur privé dans les PED était réduit, et on ne mettait pas beaucoup d'entrain à l'augmenter. C'est dans ce contexte que la SFI est née.

Bel et bien une entité publique, mais travaille en quasi-majorité avec le secteur privé et en particulier les transnationales, plutôt qu'avec l'ONU.

### *2- Le but de la SFI*

La SFI a pour but de promouvoir des investissements privés durables qui réduiront la pauvreté et amélioreront les conditions de vie des populations

Aussi elle facilite le développement durable du secteur privé dans les pays en développement. Elle s'efforce en particulier de promouvoir le développement économique dans ses pays membres en favorisant l'essor d'entreprises privées productives et l'épanouissement de marchés financiers efficaces La SFI investit

uniquement dans des projets où sa contribution complète le rôle des opérateurs de marché. En faisant fonction de catalyseur, elle stimule et mobilise des financements privés en démontrant que les investissements peuvent être tout aussi rentables dans un environnement difficile (A travers chaque projet, la SFI cherche ainsi à obtenir un effet catalytique, en démontrant aux investisseurs qu'il est rentable d'intervenir dans les pays émergents.)

La SFI applique les critères du marché et investit uniquement dans des projets à but lucratif. Depuis le début de ses opérations, elle réalise des bénéfices chaque année »,etc...

Elle offre donc des prêts, des fonds de participations (tout une palette de produits financiers) et des services-conseils (site internet: Contribuer à la restructuration et à la privatisation des entreprises d'État ; et promouvoir les partenariats public-privé.

### **III- L'organisation du groupe de la banque mondiale**

Basé à Washington, a 69 bureaux extérieurs; affiliée à l'ONU mais farouchement indépendante.

Des experts ou « assistants techniques » conseillent les pays pour la mise en place des réformes. Durant la gestion des projets par les entreprises ou par les États, la BM a un rôle de « supervision ».

### **IV- Le fonctionnement du groupe de la banque mondiale**

La BM est dirigée comme une coopérative dont les pays membres sont également les actionnaires. Le pouvoir de décision est dans les mains d'un conseil des gouverneurs composé de représentants des pays donateurs. Le nombre de voix est fonction du nombre d'actions : les États-Unis possèdent 16.41 % des voix puis vient le Japon, l'Allemagne, la France... C'est ce bureau qui décide des politiques et programmes à mener. Le président de la BM est en général un ressortissant du pays actionnaire le plus important. Depuis le 1er juin,

le président est Paul Wolfowitz, ancien sous secrétaire d'État à la Défense des États-Unis...

Quand la BM définit sa mission au niveau mondial, elle explique qu'il s'agit de « lutter contre la pauvreté avec passion et professionnalisme pour obtenir des résultats durables ».

Contrepartie des prêts: les fameux PAS censés apporter une croissance salvatrice.

## **Section 2 : Fonds Monétaire International**

### **I- Le contexte juridique et institutionnel<sup>17</sup> :**

#### *1- Définition :*

Le Fonds monétaire international (FMI) est une institution internationale multilatérale regroupant 186 pays, dont le rôle est de promouvoir la coopération monétaire internationale, de garantir la stabilité financière, de faciliter les échanges internationaux, de contribuer à un niveau élevé d'emploi, à la stabilité économique et de faire reculer la pauvreté, ces statuts ont été adoptés en juillet 1944, à la conférence de BRETTON WOODS, et sont entrés en vigueur en 1945, Le fonds monétaire international a été créé pour former le centre institutionnel de la coopération monétaire mondiale, il compte environ 2 700 employés et La seule langue officielle du FMI est l'anglais. le FMI a trois visages :

- a. celui d'un corps de règles de bonnes conduite, de force juridique variable, proposées ou s'imposant au comportement des états membres

---

<sup>17</sup> JEAN-JAQUES Rey, DUTRY Julie, *Institutions Economiques Internationales*, 3<sup>e</sup> Edition, Bruylant Bruxelles, 2001, P 134.

b. celui d'une institution financière, disposant de ressources mises au service d'objectifs déterminés, dans un esprit de solidarité internationale ;

c. celui d'une organisation internationale habilitée à prendre des décisions et à poser des actes de gestion.

## *2- Fonctionnement et ressources*

### a. Fonctionnement :

Le FMI est gouverné par ses 185 pays membres, chacun ayant une voix pondérée par sa participation financière à l'organisation (sa « quote-part »). Il prend de nombreuses décisions en concertation avec la Banque mondiale au sein du « Comité de développement ». Sa gestion courante est confiée à un conseil d'administration composé du président de l'organisation et de 24 administrateurs représentant chacun une nation. 8 d'entre elles ont un représentant permanent (États-Unis, Royaume-Uni, France, Allemagne, Japon, République populaire de Chine, Russie et Arabie saoudite), les 16 autres sont élus par les pays membres.

La plupart des décisions sont prises dans les faits à l'unanimité. Cependant, compte tenu des modalités de prise de décision au sein du FMI, qui supposent une majorité qualifiée correspondant à 85 % des droits de vote, les États-Unis, ou l'Union européenne dans son ensemble, disposent de fait d'un droit de veto sur les décisions du FMI puisqu'ils disposent chacun de plus de 15 % des droits de vote. Cependant, les pays de l'UE ne sont pas toujours coordonnés.

### b. Les ressources du FMI :

liées aux quotes-parts sont d'environ 210 milliards de DTS (soit 300 milliards de dollars américains), auxquels s'ajoute la possibilité pour le FMI de recourir à des emprunts envers les grandes puissances économiques (ces crédits sont de l'ordre de 50 milliards de dollars). Lors du sommet du G20 de Londres le 2 avril

2009 il a été décidé d'accroître significativement les ressources du FMI à hauteur de 1 000 milliards de dollars pour mieux faire face à la crise mondiale.

chaque État doit verser à l'organisation une certaine somme, nommée « *quote-part* » et dont le montant est déterminé par sa puissance économique, elle-même mesurée par son PNB et par l'importance de son commerce extérieur. 25 % de cette quote-part doivent être payés en or, le reste en monnaie nationale. En cas de déséquilibre de sa balance des paiements risquant de menacer l'équilibre monétaire sur le marché des changes, chaque pays membre peut obtenir automatiquement 25 % de sa quote-part (« *droit de tirage* »), lui permettant de soutenir, par l'achat, sa monnaie nationale. Si le FMI le juge nécessaire, il peut prêter à ce pays jusqu'à 125 % de sa quote-part. Ses prêts sont censés permettre aux banques centrales de défendre leur monnaie sur le marché des changes.

L'octroi de ces crédits est soumis à conditions et le pays demandeur doit s'engager dans une politique d'ajustement conseillée par l'organisation afin de remédier aux causes de la dépréciation de sa monnaie.

Le FMI fonctionne par ailleurs sur un système d'élection à majorité, où les voix sont pondérées par le montant de la « quote-part ». Ainsi à sa création, les États-Unis à eux seuls détiennent 25 % des voix. Les États-Unis sont par ailleurs les seuls à disposer d'un droit de veto au sein de cette organisation.

On remarque que dans un tel système, seuls les États-Unis n'ont pas besoin de se soucier, *a priori*, du cours de leur monnaie vu qu'elle fait office d'étalon. Ainsi les États-Unis pouvaient connaître d'importants déficits sans être soumis aux remarques du FMI.

### *3- L'évolution de la structure financière du FMI*

On peut distinguer autre étape chronologiques majeures dans l'évolution de la constatation d'opération auxquelles le FMI se livre aujourd'hui :

- a. La création, dès l'origine, d'une « caisse de solidarité » ;
- b. L'adoption, en 1969, d'un mécanisme de création de réserves, les DTS.
- c. L'ouverture à partir de la fin des années 1970, d'un guichet d'intermédiation équipé de ressources particulières, affectées au besoin de financement des pays les plus pauvres ;
- d. L'adaptation, à la fin des années 1990, aux risques nouveaux découlant de l'ampleur des mouvements de capitaux : c'est la contribution du mécanisme financier du FMI à la nouvelle architecture financière internationale.

#### *4- le rôle du FMI*

- a. garantir le bon fonctionnement du système monétaire de Bretton Woods.
- b. Depuis 1976, le rôle du FMI consiste en premier lieu à soutenir les pays connaissant des difficultés financières. Lorsqu'un pays est confronté à une crise financière, le FMI lui octroie des prêts afin de garantir sa solvabilité et d'empêcher l'éclatement d'une crise financière semblable à celle qui frappa les États-Unis en 1929
- c. le FMI joue un rôle d'intermédiaire financier entre États membres.
- d. conseiller les États membres quant à leur politique économique.
- e. d'apporter une assistance technique et des offres de formation aux États membres dans le besoin.

## **II- Création des droits de tirage spéciaux**

En 1969, face à l'incapacité du dollar à jouer son ancien rôle, le FMI va créer de toute pièce une nouvelle monnaie, toujours existante, le DTS (droit de tirage spécial).

Le DTS est alors une monnaie définie par une parité en or ; elle fut à plusieurs reprises octroyée aux différents pays membres, selon leur quote-part, afin de créer de nouvelles liquidités internationales (en 1970, 1978 et 1981 puis récemment à certains pays n'étant pas membres de l'organisation aux dates précédentes, et ce dans un souci d'« équité »). Aujourd'hui défini par rapport à un panier de monnaies (les 5 plus importantes), le DTS est surtout utilisé par les banques centrales (et à des usages très ponctuels : elle sert par exemple de monnaie de compte aux opérateurs téléphoniques pour le règlement des taxes d'interconnexions internationales).

## **III- Politiques préconisées**

Là où il intervient, le FMI, avec l'aide d'autres organisations internationales octroyant des prêts (comme la Banque mondiale), négocie donc des plans dits d'Ajustement structurel. Ils consistent généralement à améliorer les conditions de production et d'offre *via* la promotion des mécanismes du marché. Parmi les mesures concrètes souvent exigées on trouve, l'ouverture du pays aux capitaux étrangers et au commerce international, la libéralisation du marché du travail et la réduction du poids de l'État, c'est-à-dire la privatisation de nombreuses entreprises. L'économiste américain John Williamson a regroupé l'ensemble de ces idées sous le terme de « consensus de Washington », en soulignant qu'elles sont partagées par la plupart des grandes organisations internationales (Fonds monétaire international, Banque mondiale, Organisation mondiale du commerce...) dont la plupart ont leur siège à Washington.

Ces plans ne prévoient pas de baisses d'impôts, mais en général des baisses de dépenses conjuguées à des hausses d'impôts afin de rétablir l'équilibre budgétaire des états à problème. Par exemple, au Cameroun, le plan d'ajustement s'est traduit par des hausses de la fiscalité au point que le groupement patronal a dû demander une « pause fiscale » de deux ans pour pouvoir faire face aux nouveaux impôts.

Les interventions du FMI se sont multipliées dans les pays en développement à partir des années 1980 qui virent éclater la crise de la dette du Tiers Monde, notamment à partir de 1982 et la cessation de paiement du Mexique. Toutefois le FMI est aussi parfois intervenu dans des pays développés, comme en Corée du Sud à la fin des années 1990.

Lors des années 1980, le FMI prend un nouveau rôle face à l'éclatement de la crise de la dette du tiers monde et impose ses politiques économiques d'ajustements structurels et de lutte contre la pauvreté à de nombreux pays d'Afrique et d'Amérique latine.

Le début des années 1990 est marqué par l'éclatement du bloc soviétique et la nécessité pour le FMI d'organiser le système monétaire des pays d'Europe de l'Est et de la Russie en vue d'une intégration dans le système financier mondial et d'une meilleure Au début des années 1990, les financiers internationaux avaient relancé leurs prêts au Mexique dans un contexte de réforme de marché qui visait à libéraliser l'économie.

### **Section 3 : Les Autres Enceintes**

Plusieurs autres organisations jouent un rôle distingué dans la configuration du système monétaire international :

## **I- Groupe des Sept**

Le G-7, groupe des sept plus grands pays industrialisés, organise des sommets économiques (réunions des chefs d'État et de gouvernement) une fois par an depuis 1975. Au niveau des ministres des finances et des gouverneurs de banque centrale, le G-7 a remplacé le G-5 comme principale instance de coordination politique en 1986-1987, notamment après la signature de l'Accord du Louvre en février 1987 par les membres du G-5 et le Canada, confirmé ensuite par le G-7. Depuis 1987, les ministres des finances et les gouverneurs des banques centrales des pays du G-7 se réunissent au moins deux fois par an pour faire le point sur l'évolution de l'économie mondiale et évaluer les politiques économiques.

### Pays membres du G-7

Allemagne \_ Italie \_ Canada \_ Japon \_ États-Unis \_ Royaume-Uni \_ France

## **II- Groupe des Huit**

L'appellation G-8 est apparue à l'occasion de la première participation de la Russie au Sommet du G-7 qui s'est tenu à Naples en 1994. En 1997, la Russie a de nouveau pris part au Sommet de Denver, pour des débats politiques, après la conclusion du sommet économique du G-7. La Russie a été admise comme membre à part entière au Sommet de Birmingham tenu en 1998, marquant la création du Groupe des Huit (G-8). Une fois par an, le G-8 organise des sommets durant lesquels les chefs d'État et de gouvernement des grands pays industrialisés débattent des grandes questions économiques et politiques à l'ordre du jour.

### Pays membres du G-8

Les pays membre au G7 ET la Russie

## **III- Groupe des Dix**

Le Groupe des Dix (G-10) fait référence au groupe des pays qui ont décidé de participer aux Accords généraux d'emprunt (AGE)

Les AGE ont été mis en place en 1962, lorsque les gouvernements de huit États membres du FMI et les banques centrales de deux autres, l'Allemagne et la Suède, sont convenus de mettre des ressources à la disposition du FMI pour permettre aux participants et, dans certaines conditions, à des non-participants, d'effectuer des tirages. Les AGE ont été renforcés en 1964 avec l'association de la Suisse, qui n'était pas encore membre du FMI, mais l'appellation G-10 n'a pas changé. Les organisations internationales suivantes ont le statut d'observateurs officiels dans le cadre des activités du G-10 : Banque des règlements internationaux (BRI), Commission européenne, FMI et OCDE.

#### Pays membres du G-10

Allemagne Japon Belgique Pays-Bas Canada Royaume-Uni États-Unis Suède  
France Suisse Italie

#### **IV- Groupe des Vingt**

La mise en place du Groupe des Vingt (G-20) qui a remplacé le Groupe des 33 a été officialisée lors de la réunion des ministres des finances du G-7 du 26 septembre 1999. Le G-20 a tenu sa première réunion les 15 et 16 décembre 1999 à Berlin. Il a pour vocation de constituer un forum de coopération et de concertation sur les questions qui relèvent du système financier international. Il permet aux grands pays industrialisés et aux pays émergents de favoriser la concertation et l'examen des questions de politique économique en vue de promouvoir la stabilité financière internationale et de rechercher des solutions aux questions qui débordent le cadre des compétences respectives de chaque organisation.

#### Pays membres du G-20

Afrique du Sud \_ Brésil \_ États Unis \_ Japon \_ Allemagne \_ Canada \_ France  
Mexique \_ Arabie \_ Saoudite \_ Chine \_ Inde \_ Royaume Uni \_ Argentine \_  
Corée \_ Indonésie \_ Russie \_ Australie \_ Italie \_ Turquie.

#### **V- Groupe des Vingt-quatre**

Le Groupe des Vingt-quatre (G-24), émanation du G-77, a été mis sur pied en 1971 pour coordonner la position des pays en développement sur les questions qui ont trait au système monétaire et financier international et pour veiller à faire valoir leurs intérêts dans les négociations monétaires internationales. Le groupe, qui est officiellement dénommé Groupe intergouvernemental des Vingt-quatre pour les questions monétaires internationales et le développement, n'est pas un organe du FMI, bien que le FMI fournisse les moyens administratifs pour en assurer le secrétariat. Le G-24 se réunit en règle générale deux fois par an, avant les réunions du CMFI et du Comité du développement, pour permettre aux pays en développement d'aborder au préalable les points inscrits à l'ordre du jour.

Afrique du Sud \_ Algérie \_ Argentine \_ Brésil \_ Colombie \_ Congo \_ Côte d'Ivoire \_ Égypte \_ Éthiopie \_ Gabon \_ Ghana \_ Guatemala \_ Inde \_ Iran \_ Liban \_ Mexique \_ Nigeria \_ Pakistan \_ Pérou \_ Philippines \_ Sri Lanka \_ Trinité-et-Tobago \_ Venezuela.

#### **VI- Club de Londres**

Est un groupe informel de banques commerciales qui se réunissent pour négocier ensemble leurs créances sur un débiteur souverain. Le débiteur engage un processus selon lequel un «Comité consultatif» du Club de Londres est constitué. Ce Comité est présidé par un établissement financier de premier plan et réunit des représentants des autres banques exposées. À la signature de l'accord de restructuration, le Comité est dissous.

#### **VII- Club de Paris**

Le Club de Paris est un groupe informel de créanciers officiels — pays industrialisés pour la plupart — qui recherchent des solutions pour les pays endettés en proie à des difficultés de paiements. Les membres du Club de Paris consentent à rééchelonner les dettes qui leur sont dues. Bien que le Club de Paris n'ait pas d'existence juridique, ses membres conviennent de règles et de principes qui visent à faciliter la conclusion d'accords concertés de

rééchelonnement de dette rapides et efficaces. L'existence de ce groupe volontaire remonte à 1956, époque à laquelle l'Argentine a accepté de rencontrer ses créanciers publics à Paris. Depuis lors, le Club de Paris et ses différents groupes ad hoc ont conclu plus de 400 accords avec 84 pays débiteurs. Le FMI et le Club de Paris entretiennent des contacts étroits, ce dernier exigeant en général des pays qu'ils soient engagés dans un programme appuyé par le FMI pour être habilités à bénéficier d'un accord de rééchelonnement.

### **VIII- L'organisation de coopération et de développement économiques**

L'OCDE constitue l'un des principaux lieux de confrontation des politiques économiques et monétaires des pays industrialisés. Ses prévisions et ses avis font autorité, dans ce domaine. Son groupe de travail N°3 (sous entendu du comité de politique économique de L'OCDE) est particulièrement chargé d'analyser les développements et politiques qui affectent les balances des paiements ; sa composition coïncide avec celle du groupe des dix.

### **IX- La banque des règlements internationaux<sup>18</sup>**

La BRI est une banque de droit privé bénéficiant d'une charte des autorités suisses, garantie par un accord international, et dont les institutions ne sont pas des gouvernements, mais des banques centrales. Son siège est à Bale.

Des fondations anciennes (1930), la BRI n'a jamais eu pour mission de surveiller le fonctionnement du système monétaire international. A l'origine, elle était chargée d'une mission technique et bancaire liée aux problèmes des réparations allemande.

Sa dissolution avait été recommandée à Bretton Woods, mais la BRI n'a cessé, depuis lors, de justifier son utilité par diverses activités et mission d'ordre technique, comptable, bancaire et par sa participation discrète a la coopération monétaire internationale.

---

<sup>18</sup> Op.cit. page 143

# *Deuxième partie*

Fragilité Du Système Financier International Et  
Diffusion Des Crises

## **Introduction :**

*La dernière décennie laissera dans les ouvrages de l'histoire économique la trace d'importantes et fréquentes crises dans le système financier international, Ces 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.*

*Dans un premier chapitre, Nous allons aborder les principaux facteurs de fragilisation du Système Financier International puis Nous exposerons le déroulement des grandes crises financières que le monde a connues depuis le début des années quatre-vingt-dix, aussi bien dans les régions émergentes que dans le monde occidental enfin on va voire dans le troisième chapitre la crise des subprimes qui a touché l'économie mondiale en 2008 nous encadrons théoriquement cette crise afin d'expliquer ses facteurs de déclenchement ainsi pour la rapprocher aux modèles des crises précédentes.*

## **Chapitre 1 : facteurs de fragilité du système financier international**

### **Section 1 : Mutation, libéralisation et globalisation chemin vers l'instabilité de la finance internationale :**

#### **I- la mutation financière**

- au milieu des années 70 l'économie mondiale est entrée dans l'ère des déséquilibres, après une stabilité qui a duré 15 années sous l'égide de BRETTON WOODS cette mutation a été causée principalement par les fluctuations du dollar, la pression exercée par la dette sur les pays tiers monde mais aussi l'explosion des marchés des capitaux.

Actuellement l'économie internationale connaît plusieurs changements et mutation très importante qui se manifestent par les différentes formes.

En effet la libéralisation financière est à l'origine de ces mutations du SFI elles s'articulent autour de la libre circulation des capitaux dans les marchés concurrentiels : les marchés qui sont libres et non administrés de toutes les interventions publiques ce qui explique pourquoi le monde de BRETTON WOODS, où les règles du jeu étaient édictées et contrôlées par les acteurs publics, a été renversé par la montée des acteurs financiers privés.

#### **II- libéralisation des mouvements des capitaux et financiarisations des déficits**

En ce qui concerne la libéralisation des mouvements des capitaux, il est contestable que les prêts à court terme (par nature volatils) accordés aux pays émergents leur sont de peu d'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. La financiarisation est une autre source d'instabilité. Dans les années quatre-vingt, la restructuration de la dette souveraine des pays en difficulté impliquait pour l'essentiel des banques commerciales. Comme le rappelait Anne Kreuger dans l'une de ses interventions officielles au FMI, une quinzaine de créanciers environ possédaient, dans le cas standard, environ 85% de la dette des structures comme le club de pari pour les créances publiques et le club de Londres pour les créances privées garanties pouvaient à cette époque assez facilement coordonner les efforts de restructuration.

Aujourd'hui les créanciers sont innombrables et, en conséquence, très difficiles à coordonner. Par ailleurs, les émissions de titres des pays émergents ont augmenté à un rythme quatre fois supérieur à celui des crédits bancaires syndiqués. On a donc assisté à une double diversification : celle des créanciers et celles des supports de financement (bon du trésor, papier commercial, obligations privées etc.). Dans ces conditions, bien des Etats ont cherché à repousser le plus longtemps possible la date des procédures de restructuration, craignant aussi bien leurs couts économiques et financiers qu'une éventuelle difficulté ultérieure à accéder au marché international des capitaux privés.

### **III- La globalisation :**

Une autre cause de la fragilisation actuelle du système financier mondial a souvent été évoquée dans la littérature : la globalisation financière permet à une économie dont le déficit des paiements courants est sévère de continuer pendant des périodes très longues de financer ces déficits. En d'autres termes, les forces de rappel qui existaient dans les anciens systèmes financiers internationaux ont disparu. Dès lors, l'endettement d'un pays peut prendre des proportions considérables avant même que des mesures de redressements soient prises. C'est

ainsi qu'à la fin du XXe siècle, selon l'OCDE, la dette extérieure totale représentait 301,6% des revenus d'exportations au Brésil, 420,7% en Argentine, 198,5% en Indonésie, 120,7% en Russie, 99% en Thaïlande et 59,8% En Chine. Cette constatation s'applique non seulement aux économies émergentes, mais aussi à la première économie du monde, A la fin du 20<sup>e</sup> siècle, la position nette extérieure des Etats-Unis était de -1240 milliards de dollars et le FMI prévoyait qu'elle atteindrait 30% du PIB américain dès 2004.

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.

#### *1- La désintermédiation :*

Outre la légèreté de leur réglementation qui fragilise sans doute le système financier international, les marchés euro obligataire ou sur lesquels s'effectuent ces opérations sont exemptées de taxes ; de plus, les souscriptions d'euro obligation sont anonymes. Tous ces facteurs favorisent leur forte expansion. Il est vrai que ces marchés sont sélectifs : ils sont réservés à des emprunteurs présentant un faible risque.

#### *2- Le décloisonnement :*

Tout déséquilibre apparu dans un compartiment de marché financier soit « les marché des changes, des swaps, des options etc. Contamine les autres compartiments exemple, la baisse des investissements directs dans les pays émergents n'est pas sans lien avec les difficultés rencontrées par les monnaies d'un certain nombre de ces pays. Par exemple, la baisse des investissements directs des pays émergents constaté dans les années 2000 n'est pas sans lien avec les difficultés rencontrées par les monnaies d'un certain nombre de ces pays.

#### *3- La déréglementation :*

La libéralisation financière n'est évidemment pas compatible avec une politique monétaire autonome et des changes stables (triangle d'incompatibilité de Mundell). Ainsi, les pays du système monétaire européen qui ont essayé comme la France, la Grande-Bretagne et l'Italie de conserver une politique monétaire autonome en 1992-93 ont été confrontés à une spéculation contre leur monnaie qui les a obligés soit à abandonner l'autonomie de leur politique économique (France), soit à quitter le système monétaire européen (l'Italie, la Grande-Bretagne).

La globalisation financière n'est cependant pas le seul facteur de fragilisation de l'économie mondiale. Elle ne fait qu'amplifier des risques qui se sont greffés sur une structure financière mondiale déséquilibrée.

## **Section 2 : Facteurs de fragilité financière**

### **I- Le rôle du dollar**

Le rôle du dollar dans le système monétaire et financier international pose un problème de stabilité du système global car il joue un rôle excessif dans le système monétaire contemporain.

- Comme unité de compte d'abord, car à la fin du XX<sup>e</sup> siècle, 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 ensuite, le dollar, représente 60% de la réserve officielle de change.
- Enfin, comme monnaie de facturation, le dollar est également au premier plan puisque presque la moitié du commerce mondiale est facturé en dollar alors que les États-Unis représentés à la fin du siècle 16,6% des opérations commerciales. Toute dépréciation significative du dollar perturbe ainsi les circuits monétaires et financiers mondiaux.

Les Etats-Unis utilisent d'ailleurs largement la parité du dollar dans l'orientation de leur politique économique. Dès l'année 2002, le recul du dollar fut sensible. Or, ce recul était un handicap pour la reprise au Japon et en Europe... la santé de l'économie mondiale est donc à la merci des choix de l'administration américaine en matière de change. Pour le reste du monde, un dollar trop fort a non seulement pour conséquence d'attirer la plus grande partie de l'épargne mondiale vers les Etats-Unis (au détriment des pays émergents le plus souvent), mais aussi de rendre l'énergie chère, ce qui nécessite la pratique de taux d'intérêt élevés qui compromettent la croissance. En revanche, un dollar trop faible, fait perdre à l'Europe et au Japon une partie de leur compétitivité avec, en outre, des conséquences néfastes sur la croissance. L'OCDE 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.

Or, le dollar a parfois connu des variations bien supérieures. Il a perdu par exemple 35% de sa valeur entre février 2002 et mai 2003. On constate aussi que les mouvements de brusque décrochage du dollar comme en juin 2002 déstabilisent les marchés financiers internationaux. Les investisseurs cherchent à se repositionner brutalement sur le marché de référence (le marché américain) et demandent des primes de risques considérables pour accepter de placer des capitaux dans les économies émergentes. Ces dernières ont alors du mal à trouver les capitaux extérieurs dont ils ont besoin et doivent accepter sur leurs emprunts des taux d'intérêt qui freinent leur croissance.

D'une façon générale, il apparaît donc que de brusques mouvements du dollar peuvent entraîner de graves déséquilibres de l'économie mondiale s'ils dépassent une certaine ampleur.

## **II- La financiarisation des déficits des balances des paiements<sup>19</sup>**

---

<sup>19</sup> Jean-Marie Le Page, Crise financière internationale & Risque systémique, de boeck & larcier s.a., 2003, 1<sup>re</sup> édition, P 20.

Au rôle dominant du dollar, il faut ajouter la forte financiarisation du financement des déficits de balance de paiement des pays émergents. 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 40% de la dette totale en Argentine à la fin du siècle. Elle atteignait environ 30% au Mexique, en Malaisie et en Corée, 20% en Turquie et aux Philippines etc. 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. Concrètement, il s'agit de la prime de rendement que doivent offrir les obligations d'un pays émergents par rapport aux obligations du trésor américain. Au cœur de la crise de l'année 2001. Un pays comme l'Argentine dont l'endettement obligataire est considérable était par exemple confronté à une prime de risque comprise entre 1300 et 4700 points de base !de même, après les attentats du 11 septembre 2001, l'écart de taux entre les obligations mexicaine et américaine s'est accru de 26%. Sans ces primes de risque, les souscripteurs de titres sur les euromarchés (compagnies d'assurance, fonds de pension, OPCVM et banques des pays industrialisés) refuseraient d'investir dans les pays en voie de développement.

### **III- La fragilité des structures des économies émergentes**

Dans les économies émergentes, la politique de libéralisation financière a rencontrés de grandes difficultés. La restructuration est inachevée ; dans un pays comme la Turquie par exemple, l'existence de quatre-vingt banques au début du XXI<sup>e</sup> siècle paraît déraisonnable 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 soient les éléments déterminants.

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 a court terme. Mais les hausse des taux d'intérêt dépriment l'activité, d'où les fuites des capitaux : c'est alors la crise financière.

### **Section 3 : Les déséquilibres macroéconomique**

L'instabilité réelle ou ressentie de notre système financier international est également liée à des problèmes macroéconomiques structurels qu'il faut identifier.

#### **I- L'inégale répartition de la production mondiale**

Le premier déséquilibre majeur 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. 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) alors qu'ils ne regroupent que 5% de la population mondiale, 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 comme nous venons de le voir 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

minerais 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. Quoi qu'il en soit, tout ralentissement de l'économie américaine se transmet mécaniquement au reste du monde.

## **II- Le marasme japonais**

Quant à la deuxième économie du monde (le Japon, dont la production atteint plus que la moitié de la production américaine), sa stagnation à partir de 1991 a révélé d'inquiétantes faiblesses structurelles. L'effondrement de la croissance de l'économie japonaise a ainsi pesé sur l'économie mondiale.

## **III- L'épargne internationale**

La répartition de l'épargne internationale est déséquilibrée, les Etats-Unis représentent le pays le plus riche et le plus endetté du monde, selon le FMI, 70% de l'épargne mondiale ont été utilisés par les Etats-Unis à la fin des années 90 et début du siècle.

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, la question qui se pose est la suivante : 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 aux déséquilibres de court terme et d'autres à une logique économique à long terme ; A court terme, en partant de l'identité  $I+X = S+M$  où 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 XXe siècle.

À long terme, le développement des (TIC) technologie de l'information et de la communication 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.

L'écart entre les pays les plus développés et les pays en voie de développements ne diminue 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, les pays industrialisés ont reçu en 2000 plus de 90% des flux internationaux privés dont environ 84% des investissements directs.

#### **IV - Le triangle d'incompatibilité de Mundell**

Par ailleurs, le puissant mouvement de libéralisation financière que nous avons connu a parfois mis en évidence l'existence du triangle d'incompatibilité de Mundell. De quoi s'agit-il ? Selon un économiste canadien, une zone économique ne peut bénéficier simultanément de la fixité du taux de change. D'une politique monétaire autonome et de liberté totale des mouvements des capitaux. Imaginons qu'un pays souhaite bénéficier d'un taux de change stable et pratiquement d'une totale liberté des mouvements des capitaux veuille conserver l'autonomie de sa politique monétaire. S'il tente de resserrer dans ce contexte, il provoque des entrées de capitaux (à cause de la hausse des taux d'intérêt) qui n'aboutissent à l'expression de la masse monétaire. Et si la banque centrale vend les devises pour stériliser les entrées de capitaux, elle induit une

appréciation de taux de change. La crise du SME de septembre 1992, puis de l'été 1993 (qui aboutit à l'élargissement des bandes de fluctuations de  $\pm 2,25\%$  à  $\pm 15\%$ ) illustre bien l'existence du triangle d'incompatibilité. Un pays comme la France a essayé de conserver l'autonomie de sa politique monétaire dans un contexte de liberté des mouvements des capitaux et de spéculation contre la livre, la livre et le franc. Les pertes de devises subies par la banque de France l'ont obligées à aligner sa politique monétaire sur celle de la Bundesbank. En revanche, l'Italie et le Royaume-Uni ont préféré à l'époque quitter le système monétaire européen. Les spéculateurs ont considéré que ces différents pays avaient violé le principe de compatibilité. La France était par exemple confrontée à une contraction majeure. Alors qu'elle était obligée de suivre la Bundesbank dans sa politique de resserrement de la politique monétaire (elle-même conséquence de la réunification) pour rester dans le SME, elle constatait que cette politique de taux élevés était suicidaire du point de vue de l'emploi et de la croissance. Un autre exemple de violation du triangle d'incompatibilité est constitué des pays les plus touchés par la crise asiatique qui ont essayé en vain de maintenir la stabilité nominale de leur monnaie.

## **VI- Les piège du Peg**

En dernier lieu, 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 currency Board. La dollarisation est dans ce domaine une solution extrême adoptée par l'Équateur 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 États-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 (cas du Mexique en 1994 et de l'Argentine) ou la

dévaluation de sa monnaie qui entraîne un regain d'inflation (cas de la Russie 1998) et l'envolée du poids de l'endettement extérieur (cas de la crise asiatique de 1997 et de la crise Brésilienne 1999).

## **Chapitre 2 : diffusion des crises dans les pays émergent au cours des années**

### **90**

Les désordres financiers de cette époque se sont manifestés par de nombreuses crises financières, ces crises partent en général des pays qui sont le maillon faible de l'économie mondiale.

Qu'est-ce donc qu'une crise ?

#### **Section 1 : Définition de crise financière :**

Depuis le XIXe siècle, avec les débuts de la révolution industrielle et l'essor du capitalisme, la notion de crise a été l'une des plus utilisées en économie. Ces dernières années, le mot est devenu banal dans les médias. Comme l'écrivait Pierre DROUIN en 1983, « si l'on confiait au ordinateur le soin de repérer l'emploi du mot 'crise' dans les livres, revues et journaux français depuis dix ans, on serait effaré par le résultat »

Mais ce vocable, à la différence des mots « récession » et « dépression », qui appartiennent au même registre, manque de précision. Ou plus exactement on peut distinguer un sens strict et un sens large, un sens technique et un sens commun.<sup>20</sup>

- Une crise économique est 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

---

<sup>20</sup> Yves LE DIASCORN, Didier BLONDEEL, *le nouveau désordre économique mondiale « le capitalisme et ses crises »*, Ellipses 1995, P 61.

chômage, accroît les tensions sociales, et peut même avoir des répercussions sanitaires.

- La crise, pour certains comme Gottfried Haberler, est le moment de retournement d'un cycle économique. Dans la théorie marxiste, si la crise est entendue comme entraînant la chute du capitalisme, les crises sont interprétées comme le moyen par lequel le capitalisme se réorganise. Usuellement, en langue anglaise, le mot crise économique est compris au sens marxiste et est peu utilisé. Il lui est préféré les termes plus économiques de dépression (économie) ou de récession. C'est ainsi que la crise de 1929 s'appelle Grande Dépression ou que la crise économique de 2008-2010 est appelée Great Recession. En Français, usuellement, le terme crise comporte l'idée, proche du marxisme, qu'une page se tourne et qu'il convient que le capitalisme soit réformé. Dans cette optique, la crise économique est parfois vue comme un phénomène qui termine qu'avec l'adoption d'une nouvelle structure économique.
- Selon Arvai et Vincze (2000), la crise financière est une crise qui a lieu sur un marché financier. 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.
- le terme crise financière est appliqué a une large variétés de situations dans lesquelles certaines institutions financières ou de bien perdent soudainement une grande partie de leur valeurs. Au 19 eme et au début du 20eme siècle, de nombreuses crises financières ont été associés a 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 a la

vente qui pourront peut être trouver preneur dans le future avec la défiscalisation.

## **Section 2 : Crise des pays émergents :**

Les pays émergents sont ceux qui semblent sortir du sous-développement tout en conservant d'importantes faiblesses structurelles en matière de formation de la main d'œuvre, d'infrastructures, de système bancaire, d'organisation des industries.

Les crises : mexicaines de 1994, asiatique de 1997, russe de 1998, Argentine de 2001 montrent l'instabilité de la sphère financière.

### **I- La crise mexicaine de 1994 (crise Tequilla)**

La crise économique du Mexique de 1994–1995, qui frappa durement l'économie mexicaine, débuta par une brusque dévaluation du peso mexicain, s'étendit à l'économie réelle du pays, puis eut des répercussions dans le monde entier, en particulier en Amérique du Sud. L'auteur Michel Camdessus qualifie la crise mexicaine de 1994 de première crise du XXI siècle

#### *1- Déclenchement*

La crise fut déclenchée en décembre 1994 par la soudaine dévaluation du peso mexicain les premiers jours du mandat présidentiel d'Ernesto Zedillo, d'où son nom de crise du peso mexicain.

#### *2- Déroulement*

De ce fait, les investissements de portefeuille connurent un net retournement à la fin du second semestre de 1994, chutant de 8,7 milliards de dollars à 1, 6 milliards.

Tableau II-2-1 : Quelques indicateurs du Mexique 1990-1994(en milliards de dollars)<sup>21</sup>

	1990	1991	1992	1993	1994
Importations	63,5	72,7	86,1	91,1	108
Balance courante	-2,93	-4,87	-6,89	-5,98	-7,28
Inv. portefeuille	10,72	13,34	16,88	29,48	8,8
Inv. Direct	2,55	4,74	4,39	4,39	10,97

En même temps, l'accroissement du crédit avait provoqué un effondrement de l'épargne privée dont le taux était passé de 16% à 9% du PIB entre 1989 et 1993. L'appréciation réelle de Peso et l'emballement de la demande extérieure expliquent le creusement du déficit courant de 3% à 8% pendant la même période. Dans ce contexte, l'état eut plus de mal à financer ses besoins (paiements d'intérêt, remboursement, déficits) sur le marché et décide d'émettre des bons du trésor à court terme (de 3 mois à un an) indexés sur le dollar (tesobonas) à un taux plus faible (20 %) étant donné que les anticipations de dévaluation étaient encore quasi nulles. Ce faisant, néanmoins, les autorités mexicaines s'exposaient largement au risque de change.

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

---

<sup>21</sup> Le FMI et la crise financière internationale depuis les années 80, *par* Jean Bruno RAKOTOMALALA  
 Université Montesquieu Bordeaux IV - DEA

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.

Dès lors la crise de change débouchait sur la possibilité d'une crise de dette auto-réalisatrice. Par effet de contagion de nombreux autres pays en développement d'Amérique latine subissent également des sorties de capitaux. La crise s'aggrave encore lorsque le congrès américain refuse d'approuver le soutien financier de 40 milliards de dollars, envisagé par l'administration CLINTON.

### *3- Sortie de crise*

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 Etats-Unis.

En tout, les montants financiers engagés par le plan du sauvetage international furent sans précédent, 50 milliards de dollar afin de garantir tous les créanciers étrangers. En contre partie, le gouvernement mexicain annonce le programme d'ajustement réduisant le déficit de la balance courante de 8 % à 1% du PIB, en une seule année. Ce plan a fait reculer le PIB de 7% en 1995. Ce qui montre l'ampleur sociale des politiques économiques appliquées.

## **II- La crise asiatique**

Pendant les trente années qui ont précédé la crise financière, l'Asie a connu une prospérité économique remarquable : croissance rapide, faible inflation, stabilité macroéconomique et finances publiques solides, épargne élevée, économie ouverte et secteurs d'exportation prospères. Il n'est donc pas surprenant que nul n'ait prévu la crise. A posteriori, il est bien sûr beaucoup plus facile d'en identifier les causes, qui sont d'ailleurs reconnues à l'unanimité, contrairement aux solutions à apporter, qui font l'objet de fortes dissensions.

Que s'est-il passé?

La crise asiatique était une crise structurelle qui sera aggravée par les politiques économiques appliquées inspirées des institutions de Bretton Woods. Elle a touché les pays de l'Asie du Sud-Est à partir de juillet 1997, puis qui s'est propagée, avec une moindre ampleur, à d'autres pays émergents : Russie, Argentine, Brésil.

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).

### *1- Déclenchement de la crise*

La crise est initiée par la chute du baht thaïlandais, et se propage à très grande vitesse ;

Les causes de la crise asiatique qui partie de Thaïlande en juillet 1997, touchant successivement la plupart des pays de la région (Philippine, Malaisie, Indonésie, Corée), et dans une moindre mesure, Taiwan, Hong Kong et Singapour. Pour certains auteurs (voir Corsetti, Persenti et Roubini, 1998) 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. D'autres auteurs (voir Radelet et Saches, 1998), tout en reconnaissant les faiblesses de ces économies, insistent avant tout sur le changement de comportement des investisseurs, et sur les politiques malencontreuses menées au début de la crise, tant par le FMI que par les autorités nationales. Ici, ces deux approches seront intégrées simultanément, donc des indicateurs macroéconomiques et microéconomique relevant des comportements des acteurs. Ces pays touchés par la crise ont connu pendant plus de deux décennies des performances économiques notables. Ils avaient

généralement des budgets équilibrés, des taux d'intérêt modérés et des situations macroéconomiques enviables. En revanche, des déséquilibres de nature microéconomie s'étaient accumulés dans les portefeuilles des créanciers des banques, dans la gestion de risque de change, dans l'endettement de cours terme et dans le comportement des investisseurs. L'arrivée de vagues de capitaux privés dans un environnement financé libéralisé s'était traduite par des bulles boursières et immobilières, notamment en Thaïlande, ce changement intervient en mi-1997 et déclenche un engrenage de perte de confiance des investisseurs, sorties de capitaux, dépréciation monétaire, difficulté des entreprises et endettés et généralisation de la crise financière.

A partir du moment où ces enchaînements sont déclenchés, il est difficile de les enrayer. Les difficultés commencent en Thaïlande à la mi-juillet 1997 et se propagent rapidement à d'autres pays voisins et de développement similaire (Corée du Sud et Indonésie) par un phénomène dit de « contagion ».

Dans une large mesure, les pays de l'Asie ont été victimes de leur propre succès. Sur la lancée de leurs solides performances économiques jusqu'au début des années 90, les pays asiatiques ont refusé de voir les problèmes lorsqu'ils ont commencé à se manifester. Se croyant à l'abri d'une crise du type de celle qui avait secoué l'Amérique latine dans les années 80, puisqu'ils n'étaient confrontés ni aux lourds déficits budgétaires, ni au fardeau de la dette publique, ni à la rapide expansion monétaire, ni aux obstacles structurels qui avaient rendu l'Amérique latine vulnérable, les pays d'Asie n'ont commencé que trop tard à prendre leurs problèmes au sérieux. Le cas de la Thaïlande est particulièrement évocateur. La situation a commencé à se dégrader en 1996. Le FMI a mis en garde les autorités au début de 1997, mais il s'est révélé difficile de les convaincre de la gravité des problèmes qui se profilaient. Cette mise en garde n'a, bien sûr, pas été rendue publique, car cela aurait fortement risqué de précipiter la crise qu'elle visait à prévenir.

## *2- Déroulement de la crise*

La crise se manifestait ainsi de la manière suivante. A partir de 1996, la situation macroéconomique de la Thaïlande commence à se dégrader : un ralentissement des exportations dû à la récession japonaise, à l'appréciation relative du Baht et à la concurrence des productions chinoises. En outre, le marché boursier et le marché immobilier ont commencé à se retourner nettement durant l'année, fragilisant ainsi nombres d'institutions financières.

Des pressions à la baisse s'exercent sur le Baht thaïlandais à partir du printemps 1997, notamment en raison des opérations des résidents souhaitant couvrir leurs dettes étrangères en devise. Pour les contenir, la banque centrale de Thaïlande engage une grande partie de ses réserves dans la vente à terme de dollars, augmentant encore ainsi son exposition au risque en cas de dévaluation. Finalement après l'annonce des pertes à venir de finance one, l'une des principales institutions financières thaïlandaises, le gouvernement laisse le bath flotter et se dévaluer rapidement. La banque thaïlandaise a donc abandonné l'ancrage du Bath du dollar.

Très vite, les éléments imprévus ou troublants se sont toutefois multipliés. Le plus frappant est le dynamisme de la contagion régionale : la Malaisie a abandonné son ancrage le 8 juillet, suivie par les Philippines le 11, tandis que le même jour l'Indonésie élargissait ses marges de fluctuation de 8% à 12%. Jusqu'à la fin de l'année, ces monnaies subiront une dépréciation comprise entre 35% et plus de 80%, dans un contexte de reflux massif des capitaux internationaux hors la région.

Ainsi le Baht descend aux enfers en quelques semaines, plongeant de 25 B/ \$ à 51B/ \$ au pire de la crise. Le Ringgit malaisien puis la rupiah indonésienne n'étaient pas non plus épargnés par la crise. En octobre, une attaque spéculative massive a eu lieu sur le Hong-Kong dollars, mais elle est contenue par des

mesures draconiennes (élévation du taux d'intérêt interbancaire au jour le jour à 300% au plus fort de la semaine noire de mi-octobre 1997).

Cette dépréciation serait l'origine des fuites de capitaux massifs dans ces pays comme le montre le tableau 2.

Tableau II-2-2: Flux de capitaux privés dans cinq pays asiatiques (Corée, Indonésie, Malaisie, Philippines, Thaïlande, en milliards de dollars)

	<i>1994</i>	<i>1995</i>	<i>1996</i>	<i>1997</i>
<b>Titres et investisseurs directs</b>	12,2	15,5	19,1	-4,5
<b>dont :</b>				
<b>Investissements directs</b>	4,7	4,9	7	7,2
<b>Portefeuille</b>	7,5	10,6	12,1	-11,7
<b>Créances bilatérales</b>	28,2	61,9	73,9	-7,6
<b>dont :</b>				
<b>Banques commerciales</b>	24	49,5	55,5	- 21,3
<b>Non-banques</b>	4,2	12,4	18,4	13,7
<b>Total flux nets de capitaux</b>	40,4	77,4	93	-12,1

Source : Radelet et Sachs, 1998

A travers ce tableau, on remarque l'augmentation rapide des entrées de capitaux entre 1994 et 1996, ainsi que la violence extrême du retournement en 1997.

L'intensité du retournement, mesurée par les variations des flux dans la balance des capitaux avant et après la crise est de 105 milliards de dollars dont 77 milliards pour les seules banques commerciales.

Dans cette crise, les facteurs du risque systématique caractérisé par : l'afflux massif de capitaux étrangers, systèmes financiers inaptes à la libéralisation précipitée, ancrage des monnaies sur le dollar sont tout réuni. Elle ne va pas tarder à respecter d'autres économies émergentes. Ainsi, en 1998, la Russie d'abord en Août 1998, puis le Brésil après, ont été le champ de théâtre des crises financières.

La crise se transmet aux bourses : 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.

<u>Tableau II-2-3 Évolution des indices boursiers et des taux de change des devises par rapport au dollar américain de janvier à octobre 1997</u>				
	<b>Malaisie</b>	<b>Indonésie</b>	<b>Thaïlande</b>	<b>Philippines</b>
Monnaie	25 %	50 %	43 %	27 %
Indice boursier	35 %	18 %	36 %	36 %

Source : Radelet et Sachs, 1998

### 3- *Sortie de crise*<sup>22</sup>:

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 Sept.

#### a. Politique monétaire

Étant donné que la crise s'est d'abord manifestée par l'effondrement des monnaies asiatiques, la politique monétaire a constitué un élément clé des programmes de réforme. Curieusement, les programmes ont suscité des critiques diamétralement opposées : selon certains, les pays auraient dû relever encore davantage leurs taux d'intérêt, tandis que pour d'autres la hausse des taux d'intérêt a été la principale source des problèmes ultérieurs. Un certain nombre de théoriciens ont fait valoir qu'en période de récession, la démarche classique serait d'abaisser les taux d'intérêt et de laisser la monnaie se déprécier pour relancer l'activité économique. Mais la dépréciation des monnaies pendant la crise a été fulgurante la monnaie coréenne a chuté de moins de 1.000 won à près de 2.000 won pour 1 dollar en un mois seulement. Dans une situation aussi extrême, la priorité doit être de stabiliser le taux de change avant qu'un engrenage inflationniste s'enclenche.

À partir du moment où on laisse les prix intérieurs s'envoler, il devient très coûteux de procéder au resserrement monétaire requis pour rétablir la stabilité des prix.

---

<sup>22</sup> B i j a n B. A g h e v l i, La crise asiatique Causes et remèdes, Finances & Développement / Juin 1999 29  
Le présent article est tiré d'une présentation de l'auteur à une conférence organisée conjointement par la Federal Reserve Bank de Chicago et le Fonds monétaire international sur le thème «L'Asie : analyse de la crise financière», les 8-10 octobre 1998, à Chicago.

La stratégie menée par les pays asiatiques a consisté à relever les taux d'intérêt à court terme pour enrayer le dérapage du taux de change, puis à abaisser graduellement les taux d'intérêt à mesure que la monnaie se stabilisait. En fait, la hausse initiale des taux d'intérêt a été modérée et de courte durée : les taux à court terme ont culminé à 25 % en Thaïlande et à 35 % en Corée, niveaux auxquels ils ne se sont maintenus que quelques jours avant de retomber rapidement à ceux où ils se trouvaient avant la crise. En outre, si l'on tient compte de l'effet de la forte dépréciation de la monnaie sur les anticipations en matière d'inflation, la hausse des taux d'intérêt a été sensiblement plus faible en valeur réelle qu'en valeur nominale. Les taux d'intérêt réels (calculés sur la base de l'inflation généralement prévue), qui étaient de l'ordre de 7 à 8 % avant la crise, sont montés brièvement à 20–25 % avant de retomber. Dans les deux pays, les taux réels n'ont dépassé 15 % que pendant deux mois, et ils sont maintenant à peu près nuls. Pendant ce temps, le won et le baht se sont sensiblement appréciés après leur effondrement initial.

En revanche, les premiers efforts de l'Indonésie pour stabiliser la roupie ont échoué. Mais c'est l'exception qui confirme la règle. Pendant la première semaine d'application du programme, les autorités indonésiennes ont procédé à une intervention non stérilisée et laissé les taux d'intérêt à court terme doubler à 30 %, entraînant une forte appréciation de la monnaie. Mais, en l'espace de deux jours, contrairement à ce qui avait été convenu par le pays avec le FMI, Bank Indonesia a ramené les taux d'intérêt à leur niveau initial. L'expansion de la liquidité qui s'est ensuivie, conjuguée aux indications claires émanant du plus haut niveau du gouvernement, selon lesquelles les engagements pris dans le cadre du programme avec le FMI ne seraient pas respectés, a précipité la chute de la roupie. La forte inflation qui en est résulté a nécessité des taux d'intérêt beaucoup plus élevés pour que la stabilité financière puisse être rétablie. L'ajustement aurait été infiniment moins coûteux si le gouvernement avait persévéré dans l'application de son programme initial.

Certes, la faiblesse des secteurs bancaires et des entreprises asiatiques limitait les possibilités de relèvement des taux d'intérêt. Mais tous ceux qui ont invoqué les effets défavorables d'une hausse des taux d'intérêt sur les emprunteurs intérieurs ont négligé les conséquences d'une dépréciation de la monnaie sur les détenteurs de dette extérieure. Un effondrement de la monnaie alourdit de façon intolérable la charge de la dette extérieure pour le secteur bancaire et les entreprises et compromet la stabilité financière. Et le rapport de force entre dévaluation et hausse des taux d'intérêt bascule radicalement en cas de surajustement du taux de change. Une dépréciation de la monnaie aurait un effet particulièrement néfaste en Corée et en Indonésie, où le ratio de la dette extérieure au crédit intérieur est élevé.

Le resserrement de la liquidité dans ces pays n'a pas seulement été dû aux taux d'intérêt élevés, car les banques se sont montrées réticentes à renouveler leurs crédits face à l'importance de leurs créances immobilisées et à la faiblesse du secteur des entreprises. Il est intéressant de noter que la pénurie de crédit ne s'est pas atténuée, bien que les taux d'intérêt en Corée et en Thaïlande soient retombés bien au-dessous de leur niveau d'avant la crise. (Ce phénomène est flagrant au Japon, où les taux d'intérêt à court terme sont nuls depuis quelque temps alors que l'économie souffre d'une pénurie de crédit).

#### b. Politique budgétaire

Au départ, la situation budgétaire des pays asiatiques était solide. Les objectifs initiaux intégraient un léger excédent qui devait faciliter l'ajustement extérieur et laisser une marge pour le financement de la coûteuse restructuration du secteur financier. Mais, face à la dégradation de la situation économique, ces objectifs ont été ajustés afin de permettre le fonctionnement des stabilisateurs automatiques et de financer les dépenses sociales supplémentaires pour la protection des plus défavorisés. En fait, la politique budgétaire de ces pays était si prudente que le FMI a parfois dû s'employer, paradoxalement, à les convaincre d'augmenter leurs dépenses. Les objectifs budgétaires dans tous ces

pays tendent maintenant vers des déficits substantiels. Il n'est donc pas justifié, en général, d'imputer le ralentissement de la croissance dans les pays asiatiques au resserrement budgétaire.

On peut, bien sûr, reprocher au FMI de n'avoir pas prédit avec exactitude la profondeur de la crise, mais on ne peut pas dire que les prévisions de croissance du FMI étaient systématiquement erronées, car elles correspondaient dans l'ensemble aux prévisions consensuelles.

Bien qu'il soit peut-être trop tôt pour savoir à coup sûr pourquoi personne n'a prévu la gravité de la récession, on peut toutefois avancer quelques explications. Premièrement, l'amplitude et la durée des cycles surchauffe– récession sont beaucoup plus prononcées lorsque le système financier est très faible et que les entreprises sont fortement endettées. Deuxièmement, jusqu'au milieu de 1997, le Japon semblait enfin sortir de sa longue récession. Mais les espoirs ont été anéantis par l'effondrement de l'économie japonaise, qui a aggravé la récession dans les pays d'Asie qui y étaient étroitement liés.

### *c. Réformes structurelles*

L'inclusion de réformes structurelles dans les programmes appuyés par le FMI a aussi été controversée. Certains ont fait valoir que le FMI aurait dû s'attacher aux seules politiques macroéconomiques, étant donné que les réformes structurelles sont un processus à moyen terme. Mais la principale source des problèmes dans tous ces pays était de nature structurelle, à savoir la faiblesse du secteur financier et des entreprises, les déficiences de la gouvernance et le manque de transparence. Et, avec le développement de la crise, les marchés se sont focalisés sur ces problèmes; il aurait été très difficile de regagner la confiance des investisseurs si les programmes des pays n'avaient pas inclus d'initiatives en vue d'y remédier, même si ces problèmes ne pouvaient être résolus du jour au lendemain. Les gouvernements devaient montrer qu'ils avaient conscience de leur ampleur et qu'ils étaient déterminés à les corriger.

En outre, les autorités des pays touchés ont été elles-mêmes désireuses de profiter de la crise pour faire passer d'importantes réformes qui, paradoxalement, ont suscité des critiques surtout à l'étranger. Tel a été en particulier le cas en Indonésie; malheureusement, l'action des responsables de la politique économique a été sapée par des groupes et des personnes qui se trouvaient menacés par les réformes proposées et par un gouvernement qui s'est refusé à prendre des mesures décisives.

d. Résultats des mesures entreprises :

Les monnaies se sont considérablement appréciées et les taux d'intérêt sont déjà revenus à des niveaux moins élevés qu'avant la crise, ce qui ouvre la porte à une reprise de la croissance et de l'investissement. Mais la période à venir sera sans doute encore très difficile. L'important, à présent, est de gérer prudemment la situation de manière à empêcher que les problèmes de chômage ne deviennent incontrôlables. Les deux pays (thailande et corée) sortiront beaucoup plus forts de la crise tant qu'ils resteront déterminés à mener à bien les réformes financières et celles des entreprises.

Le cas de l'Indonésie s'est toutefois révélé beaucoup plus compliqué en raison de l'interaction volatile des problèmes politiques et économiques. En juin 1998, le gouvernement du Président Habibie a renégocié le programme de réforme appuyé par le FMI en vue de remédier à la grave détérioration de l'économie, d'empêcher une spirale inflationniste incontrôlable et d'élargir le filet de protection sociale pour amortir l'impact de la crise sur les pauvres.

Le succès des programmes de réforme des pays d'Asie dépendra dans une large mesure des conditions extérieures.

La vigueur persistante de l'économie aux États-Unis joue en leur faveur, mais on observe malheureusement des signes d'affaiblissement graduel dans les économies d'Europe occidentale.

La situation du Japon est préoccupante : l'assainissement du système financier et un stimulant budgétaire adéquat sont indispensables pour relancer l'économie, sans quoi le redressement des pays en crise pourrait être compromis.

On exposera ci -après la crise russe, un pays qui non seulement occupe une position stratégique au niveau mondial mais aussi offre un cadre d'analyse enrichissant par son passage à l'économie de marché.

### **III- La crise russe** <sup>23</sup>

#### *1- L'origine de la crise*

Il n'est pas aisé de déterminer l'origine de la crise financière, d'autant plus que les différents économistes et spécialistes de la région divergent plus ou moins sur ce point, les uns affirmant qu'elle est essentiellement d'origine politique, les autres soulignant plutôt la dégradation de la situation de l'économie réelle ou les activités spéculatives des banques. Sans doute est-ce tout cela à la fois, les causes étant multiples et complexes. La crise financière s'expliquerait tout d'abord par la crise des finances publiques.

Il convient, afin de comprendre l'enchaînement du déficit public, de remonter à l'année 1995 : face au taux d'inflation élevé, le gouvernement russe décide de financer sa dette publique non plus par l'émission de monnaie, mais par l'emprunt. Malgré le risque d'une hausse du montant des impayés (au fisc, aux fournisseurs, aux salariés), ainsi que d'une multiplication des formes d'échanges non monétaires, des bons du Trésor, les GKO et les OFZ, sont émis avec des taux d'intérêt annuels de 70 %. Le taux d'inflation chute alors de 18 à 3%, mais en 1996, l'Etat s'avère incapable de payer ses fournisseurs, de rémunérer ses fonctionnaires et ses retraités.

A l'approche de l'échéance présidentielle, le gouvernement multiplie les remises fiscales et repousse à plus tard les faillites bancaires et industrielles.

---

<sup>23</sup> Dossier : "La Russie ne relève pas de la raison" Par Isabelle BAUDELOCQUE Le 01/06/1999

Parallèlement, les acteurs économiques continuent de spéculer sur le marché lucratif des GKO, si bien que leur rendement tombe à 20%. Les nouveaux capitaux ne servent alors plus qu'à payer les intérêts et à rembourser les premiers spéculateurs. En 1997, l'exécution du budget "fait apparaître un déficit équivalant à 6,1% du PIB. Le déficit total des dépenses publiques (y compris Etat Central) atteint, la même année, 7,3% du PIB". Ce déficit public, bien que non excessif, est rendu préoccupant tout d'abord par la faiblesse des recettes fiscales : toutes les réformes proposées pour augmenter le niveau des recettes sont rejetées par le parlement, que domine l'opposition au président Eltsine. Ensuite, l'épargne intérieure rendait la Russie tributaire de l'extérieur pour assurer l'équilibre de son budget.

D'autant plus que la crise asiatique, qui survient à l'automne 1997, entraîne une première augmentation des taux d'intérêt et porte un premier coup au système financier russe. C'est par le vecteur du marché des titres que les effets de la crise financière asiatique affectent les banques russes. Selon une étude de Natalia Lapina sur le secteur bancaire russe, au cours des mois de novembre et décembre, le retrait du marché russe de grands investisseurs non-résidents provoque une forte hausse des rendements des titres souverains en roubles. Cette première défiance des investisseurs étrangers envers les marchés émergents, dont fait partie la Russie, est renforcée par toute une série d'événements. Tout d'abord la démission de V. Tchernomyrdine du poste de Premier ministre, fin mars. Puis la mise sous administration provisoire de la Tokobank en mai. Enfin, l'annonce du report de la privatisation de Rosneft (la dernière grande compagnie pétrolière publique) qui aurait permis d'assainir un peu la situation des finances publiques.

Aussitôt, les investisseurs étrangers vendent massivement leurs titres, ce qui entraîne une hausse des taux (80% sur le marché secondaire). L'effet sur le service de la dette publique est immédiat. Parallèlement, on constate dès le premier trimestre de l'année 1998 "une stagnation des flux d'investissements

directs, ainsi que des entrées d'investissement de portefeuille moins importantes et la poursuite des sorties de capitaux". Ce qui contraint la Banque centrale de Russie à puiser dans ses réserves de change pour financer le déficit courant, provoqué également par la baisse continue des prix du pétrole (qui est le principal secteur exportateur russe). Selon Philippe Bourgeois, vers la fin du mois de mai, ces réserves constituent environ 15 milliards de dollars, c'est-à-dire moins que la dette due aux non-résidents, qui s'élève alors à 20 milliards de dollars.

Dès lors, rien, pas même le prêt octroyé par la communauté internationale, ne permet de freiner la dégradation du système bancaire et de rétablir la confiance des marchés. En effet, fin juillet, le FMI verse 4,8 milliards de dollars, première tranche d'un prêt de 22,6 milliards de dollars. Mais les exigences demandées par le FMI en contrepartie ne tiennent compte ni du "caractère politique du blocage des réformes, ni de l'urgence de la situation en raison de la maturité très courte de la dette". Mais la crise financière russe ne s'explique pas seulement par l'incapacité du gouvernement à mener les réformes nécessaires et à gérer correctement le déficit public, par les conséquences de la crise asiatique, par la perte de confiance des investisseurs étrangers ou encore par la baisse des prix du pétrole. Selon certains économistes comme Jacques Sapir, directeur d'étude à l'EHESS, la crise financière est liée à la "nature largement perverse de la restructuration économique de la Russie".

Avec la disparition du système soviétique, certaines entreprises ne purent établir le contact avec leurs fournisseurs. Des entrepreneurs étrangers proposèrent alors à ces entreprises de leur fournir la matière première en échange d'une partie de la production transformée. Les entreprises n'eurent d'autre choix que d'accepter l'accord, tout en sachant que la part de production qui leur était laissée ne leur permettrait pas de payer à la fois les salaires et les autres consommations intermédiaires comme l'électricité : en effet, les banques, à cette époque, se

souciaient peu de financer l'investissement productif (préférant spéculer sur le marché des GKO).

Aussi ne proposaient-elles des devises aux entrepreneurs pour acheter leurs matières premières qu'à des conditions financières inacceptables. Afin de poursuivre leurs activités, les entreprises furent donc contraintes de faire appel à ces entrepreneurs étrangers qui possédaient le "savoir vendre", accumulant les impayés, pour les salaires, pour l'énergie ou même pour les impôts. La richesse réelle, produite par les entreprises russes, fut ainsi captée par des sociétés étrangères. Ce mécanisme est désigné par le terme de "tolling". On comprend donc mieux que l'effondrement des recettes fiscales, la fuite des capitaux, ainsi que la "financiarisation spéculative" aient constitué une limite à la politique économique et financière russe, à la fois inadaptée et rigide. La forme particulière de régulation économique qui s'instaura alors possédait certes des marges de stabilité, mais également "un risque de système généralisé, c'est-à-dire d'enchaînements catastrophiques". Aussi, dès l'apparition de chocs tels que la crise asiatique, les marges de stabilité se transformèrent-elles en leurs contraires, engendrant la crise d'août.

## *2- Déroulement de la crise*

Le 17 août 1998, le gouvernement russe annonce un certain nombre de décisions: la suspension du remboursement de la dette intérieure en attendant sa restructuration, "un moratoire de 90 jours sur le remboursement du principal des prêts accordés par les non-résidents, des primes d'assurances des crédits cautionnés par des titres, des contrats de change à terme". Le "corridor de change" du rouble par rapport au dollar est élargi à 9,5 roubles (contre 7,15 auparavant), ce qui entraîne une dévaluation de facto de 34%. Dans les bureaux de change, le prix de vente du dollar augmente de 50%. Puis le système bancaire se bloque, empêchant toute transaction. Fin août, le cours du rouble et des actions des sociétés russes continue de s'effondrer, le taux d'inflation ne cesse

d'augmenter, atteignant 15% (contre 2% en juillet et 0,1% en juin). Des banques commerciales licencient ou ferment, les entreprises réduisent leurs coûts fixes (salaires revus à la baisse, chômage technique), de grandes compagnies pétrolières sont amenées à fusionner (Loukoïl, par exemple, ferme 4500 puits et se rapproche de Gaz-Prom). Les régions de Russie, quant à elles, réagissent à leur manière, adoptant différents comportements qui ne manquent pas d'accentuer l'écart d'appréciation avec le centre, de même que les disparités entre les modèles de politique régionale.

### *3- Les conséquences de la crise*

A peine sept mois après l'annonce des décisions gouvernementales d'août 98, il est difficile d'analyser les conséquences de la crise en raison de l'insuffisance d'informations définitives sur une situation qui ne cesse d'évoluer, notamment dans le secteur bancaire. La décision du gouvernement de geler le remboursement de la dette interne et d'élargir la bande de fluctuation du rouble porte un coup terrible aux banques, malgré le moratoire de 90 jours sur leurs engagements externes, instauré sous leur pression. Les banques russes auraient subi une perte de 100 milliards de roubles, ayant préféré spéculer sur le marché très lucratif des bons du Trésor plutôt que de financer l'investissement industriel. Sur 1500 banques présentes avant la crise, la moitié a disparu, le reste parvenant à survivre grâce à une meilleure gestion ou à un soutien de la part de grands groupes industriels ou d'administrations locales.

La Banque Centrale place sous son contrôle tout le secteur bancaire en vue d'une restructuration et envisage de procéder à une nationalisation, tandis qu'un regroupement et une fusion entre les différents établissements financiers s'opèrent : la Banque de Moscou acquiert la majeure partie des actions de Mosbiznesbank. Incombank (la deuxième banque russe) et la Natsionalisalny Reservny Bank (quatorzième) ne forment désormais qu'un seul et même groupe. Enfin, Onaksimbank (quatrième), Menatep (septième) et Most-Bank (dix-

septième) décident de fusionner. Sur les 250 milliards de roubles de GKO, 20% étaient détenus par des banques étrangères, c'est-à-dire 15 milliards de dollars. En décembre 98, le gouvernement décide d'opérer une restructuration des GKO en roubles, défavorable aux investisseurs étrangers. Il est prévu un remboursement en liquide de 10% seulement, le solde étant transformé en bons d'investissement. Les établissements bancaires européens (essentiellement des banques allemandes, autrichiennes et britanniques) qui détiennent des créances sur des banques russes qui ont acquis des bons du Trésor sont donc frappés de plein fouet par la crise. Mais les entreprises étrangères (Moulinex par exemple) qui ont investi en Russie dans la production et la distribution de biens de consommation le sont tout autant (mais on oublie souvent de rappeler que ces mêmes entreprises ont beaucoup gagné avant la crise). Il convient toutefois de relativiser les conséquences de la crise sur l'Union Européenne (les exportations russes n'ont qu'une incidence légère sur le commerce européen), et plus généralement sur le monde, le poids économique de la Russie étant faible (il représente seulement 1,5%)<sup>24</sup>.

"Inkombank" était une des plus grandes banques russes. Elle ferma ses portes presque du jour au lendemain, après la crise d'août 1998. La crise financière en Russie, qui s'est traduite également par une crise économique, a culminé en 1998. Elle est marquée par une dévaluation brutale du rouble et un défaut sur la dette russe (les GKO notamment).

Cette crise se produit à la suite de la crise économique asiatique de 1997, située au début d'un ralentissement économique mondial.

L'inflation cette année-là fut de 84 % en Russie.

#### *4- Prolongements*<sup>25</sup>

La crise sur les GKO cause dans le monde une course vers la liquidité et une fuite vers la qualité, lesquelles causent la faillite du hedge fund Long Term

---

<sup>24</sup> Crise financière russe de 1998 Un article de Wikipédia, l'encyclopédie libre.

<sup>25</sup> Article Les Echos, apparu le 20 août 2007

Capital Management. Ce dernier ne détenait directement pas même une obligation russe, mais il possédait des obligations adossées à des créances douteuses

Mais cette crise a été salutaire, en ce sens qu'elle a permis à l'appareil de production russe de redevenir compétitif et de se remettre en marche. La hausse des prix du pétrole et les réformes économiques engagées par Vladimir Poutine à partir de 1999 ont favorisé également ce rebond. Entre 1999 et 2005, la Russie a connu une croissance économique moyenne supérieure à 6%.

#### **IV- La crise argentine 2001**

La seconde partie des années 90 seront tragiques pour l'argentine, puisqu'elle désigne la grande crise économique et sociale qui a eu lieu en Argentine entre 1998 et 2002, dont les conséquences se ressentent encore aujourd'hui. Les autorités argentines au début des années 1990 avaient choisi la technique du currency board ou caisse d'émission pour stabiliser une économie marquée par une inflation presque permanente depuis la Seconde guerre mondiale, permettre la convertibilité du peso, bénéficier des investissements étrangers et profiter de la croissance des échanges mondiaux. Ce système très particulier a mal résisté aux mouvements erratiques et violents du marché des changes flottants qui a suivi la crise des pays émergents et a sombré lorsque l'économie mondiale est entrée en récession avec la crise de la bulle Internet au début des années 2000.

Tout 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 Board, 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.

Formation de la crise : Afin de sortir du marasme économique et de l'hyperinflation, l'Argentine avait opté dès 1991, pour un régime de Currency Board couplé à une libéralisation financière totale afin de voir les capitaux étrangers revenir alimenter l'activité économique. Le 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 programme 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.

Quatre choses externes surviennent successivement : les prix des produits primaires exportés par l'Argentine cessent de monter, la croissance américaine fait que le dollar américain s'apprécie par rapport à l'ensemble des monnaies, le coût du capital emprunté par les économies émergentes s'élève à la suite la crise des pays asiatiques. En plus, le Brésil, le premier partenaire commercial de l'Argentine dévalue le Real en 1999.

Le 12 janvier 2001, le FMI annonce qu'il accepte d'augmenter la ligne de crédit de l'Argentine de 6,7milliards de dollars à 14milliards de dollars. Mais, le rejet du congrès à majorité péroniste du programme budgétaire présenté par le Ministre de l'Economie, M. Lopez va faire disparaître la dernière chance de sauvetage de la crise d'émission.

Mr. De la Rúa, fait appel alors à Domingo Cavalho, l'artisan du miracle des années 1990. Il va prendre des mesures hétérodoxes pour relancer la croissance. Ainsi en dépit des règles de Mercosur, il augmente les tarifs douaniers pour protéger l'économie argentine, de son voisin brésilien. Plus grave encore, il

annonce le 19 juin 2001 que le Peso est désormais fixé par rapport à deux monnaies, le dollar et l'Euro, ce qui revient à détacher le Peso du dollar. Les investisseurs demandent ainsi une prime de risque élevée pour détenir des obligations argentines, ce qui fait monter les taux argentins à plus de 10%. Ce n'est que le début de l'envolée des Spreads de taux, au-dessus des taux américains correspondant, ce qui aggrave encore la récession.

Les mesures dangereuses de D. Cavalho ne s'arrêtent pas là. Après l'éviction de Pedro Pou, le Gouverneur de la banque centrale a pris des mesures draconiennes. Ainsi, les banques sont désormais contraintes d'échanger les obligations d'Etat qu'elles détiennent et qui rapportent en théorie des taux d'intérêt élevé contre de nouvelles obligations dont le taux est fixé à niveau beaucoup plus faible. Les caisses de retraites étaient également obligées d'acheter prioritairement les obligations d'Etat dont ne veulent plus les banques d'investissements étrangers.

Le FMI a décidé d'accroître le crédit stand-by de l'Argentine de 21,5 milliards de dollars et autorise un tirage immédiat de 6,3 milliards de dollars. En décembre 2001, la convertibilité est suspendue, l'Argentine suspend le remboursement de sa dette et le gouvernement doit démissionner. La monnaie est dévaluée quelques semaines plus tard. Comme le suggère Rogoff K., l'économiste en chef de FMI, dans le cas de l'Argentine, le mixage de politique budgétaire, endettement et régime de change ne sont pas soutenable.

### **Section 3 : Eclatement de la bulle internet et crise financière en 2002**

A la fin de l'été 2002, le Nasdaq était au dessous de 1300 points au début de l'automne il était à un niveau inférieur à 1200 points

Graphique II-2-1 les variations de l'indice boursier Nasdaq entre 1990 et 2002



Source: Massive Daily NASDAQ Rallies Adam Hamilton May 10, 2002 4153 Words

Et l'indice Dow Jones était largement au-dessous de 8000 points après avoir atteint des sommets au début de l'an 2000 les grands indices boursiers ont ainsi reculé pendant trois années par rapport a leur niveau le plus élevé :

- le Dow Jones avait perdu à la fin 2009 28,8%
- le Nasdaq 73,5%
- Le CAC 40 55,7% Et l'Eurostox 50 56,3%

En premier lieu la crise de 2002 correspond a l'éclatement d'une bulle financière elle-même liée aux crises internationales des années 90.

En second lieu, il est clair que la crise financière de 2001 – 2002 n'a pas été déclenchée directement par l'attentat du 11 septembre 2001, mais par la faillite du courtier en énergie, Enron en décembre 2001, et la crise de confiance des marchés boursiers qui en résulte. Tout au long de l'année 2002, d'autres faillites de grandes entreprises américaine seront à déplorer ; Kmart (distribution) en janvier ; NTL (câbles) en mai ; worldcom en juillet.

### **Chapitre 3 : Crise des subprimes octobre 2008**

Le système financier mondial a traversé en 2007 et en 2008 une crise d'une ampleur sans précédent. Cette 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.

La faillite de Lehman Brothers en septembre 2008 marque un tournant dans la crise financière apparue pendant l'été 2007 aux États-Unis. Comment expliquer un tel effondrement du système financier mondial ?

#### **Section 1 : Définition et cause et déclenchement de la crise des «subprimes »**

##### **I- définition de La crise des subprimes :**

La crise des subprimes est une crise financière et boursière mondiale, déclenchée en 2006 par un krach des prêts hypothécaires à risque aux États-Unis les subprimes, révélée au monde en février 2007, puis transformée en crise financière mondiale à partir de l'été 2007, le système financier international traverse une des plus graves crises depuis 1929. Le premier signal en est lancé le 17 juillet par un établissement financier américain, Bear Stearns, qui annonce alors la forte perte de valeur de ses fonds du fait des subprimes. Toutefois, 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.

##### **II- Les causes du déclenchement de la crise**

De diverses causes sont à l'origine du déclenchement de la crise des subprimes.

- À l'échelle nationale qui sont propres aux États-Unis,

- À l'échelle internationale résultant de l'impact de la conjoncture économique mondiale.

### *1. L'impact du contexte mondial*

A fin de répondre aux chocs successifs de 1998 à 2003 et d'éviter des éventuelles récessions, les banques centrales mondiales avaient baissé longuement et fortement les taux d'intérêt.

Néanmoins, en 2003, 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 (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 à savoir l'Angleterre en 2003 puis aux USA en 2004 et enfin en Europe en 2005 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 par exemple les « Subprime Mortgage »

### *2. Les causes internes et propres aux USA*

Au début de l'année 2007, plusieurs signes ont indiqué que le marché résidentiel américain est entrain de se trouver de plus en plus hors de portée. En fait, tout commence sur le marché américain des prêts immobiliers dits « subprime » au début de l'année 2007. 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.

Or, entre 2004 et 2006, les taux d'emprunt ont été augmentés par la Fédérale Réserve 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 précédant 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 (environ 15%) incapables de rembourser leurs emprunts puisque les populations les plus fragiles ne peuvent plus assumer l'énorme charge de la dette qui a déclenché les turbulences actuelles des marchés. Donc, elles font défaut et leur bien hypothéqué par les organismes créanciers est vendu, ce qui amène à accélérer encore la baisse des prix immobiliers.

Le graphique, dans la page suivante, indique l'évolution rapide du taux de défaut des subprimes pendant les deux dernières années.

Graphique II-3-1: Evolution du taux de défaut



Source: FOF, Mortgage banking Association of America

Ce phénomène de défaut de paiement en masse 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 établissements 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.

Mais que s'est-il passé exactement ?<sup>26</sup>

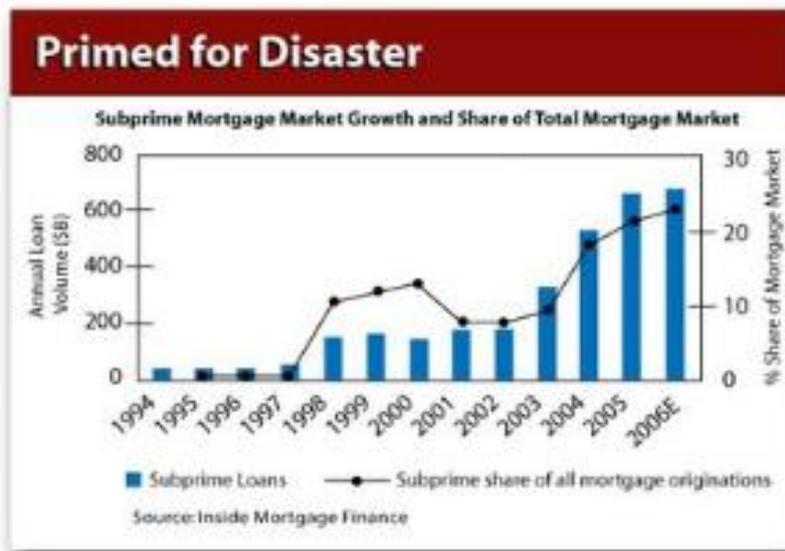
## **Section 2 : Déroulement et transmission de crise et sa propagation**

### **I- déroulement de la crise :**

L'été 2007 Un grand nombre des établissements financiers américains, qui font de la subprime leur spécialité, s'est trouvé facile à intégrer dans le système bancaire traditionnel. En fait, le marché des crédits hypothécaires à haut risque a connu une forte croissance pendant les quatre dernières années comme l'indique le graphique ci-dessous.

<sup>26</sup> BANQUE DE FRANCE • DOCUMENTS ET DÉBATS • N° 3 • JANVIER 2010

Graphique II-3-2 : croissance du marché des crédits hypothécaires<sup>27</sup>



Quand la conjoncture est favorable, ce système fonctionne bien : l'emprunteur met sa maison en hypothèque, qui sert donc de garantie, et les établissements peuvent obtenir des marges confortables de profit grâce à ces clients à risque. Pour l'emprunteur à risque, ce mécanisme permet d'accéder à la propriété, ce qu'il ne pourrait pas faire par ailleurs.

## II- Les mécanismes de transmission

### 1- La transmission par titrisation des prêts hypothécaires

Au-delà de la chaîne des effets directs (insolvabilité des emprunteurs subprimes, faillite des sociétés de crédit spécialisées, pertes de la part des grandes banques qui les détenaient ou travaillaient avec elles), l'essentiel des effets de la crise du subprimes est indirect.

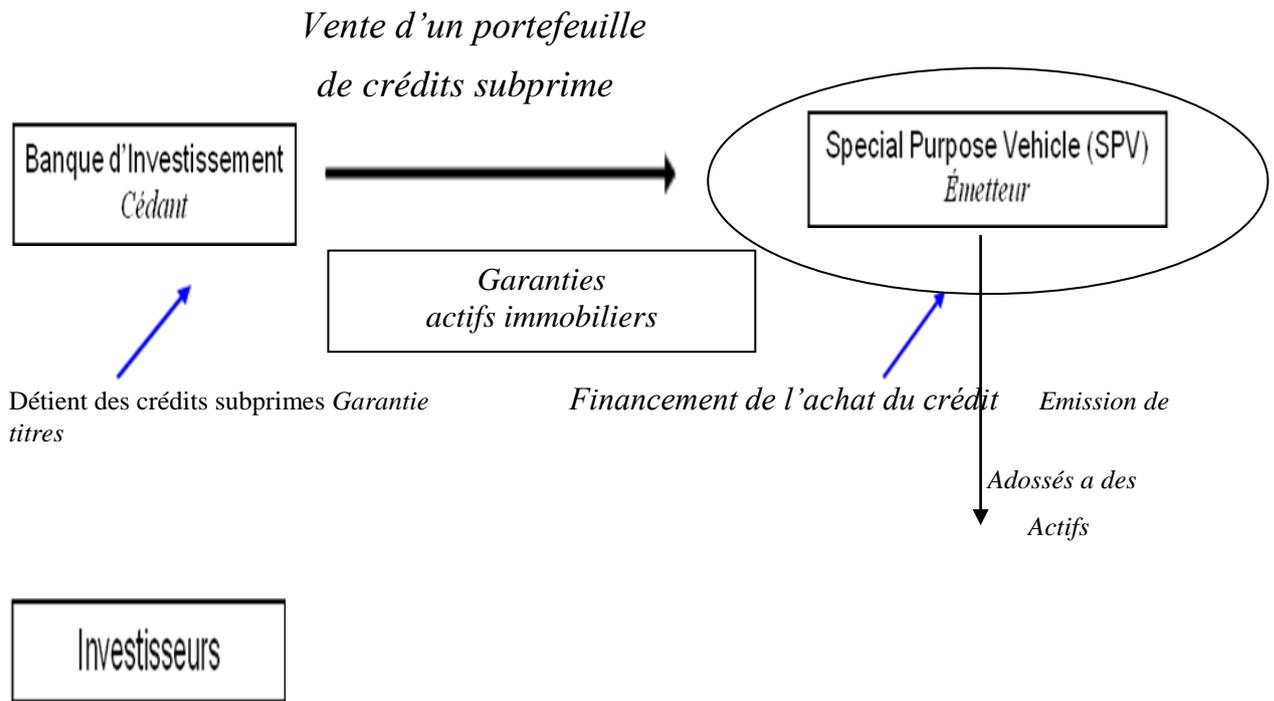
- a. Définition de titrisation : est l'une des grandes innovations financières des années 90, elle consiste à transformer les prêts ou même des crédits

<sup>27</sup> Inside Mortgage Finance

automobile 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

Schémas II-3-2 définition de titrisation



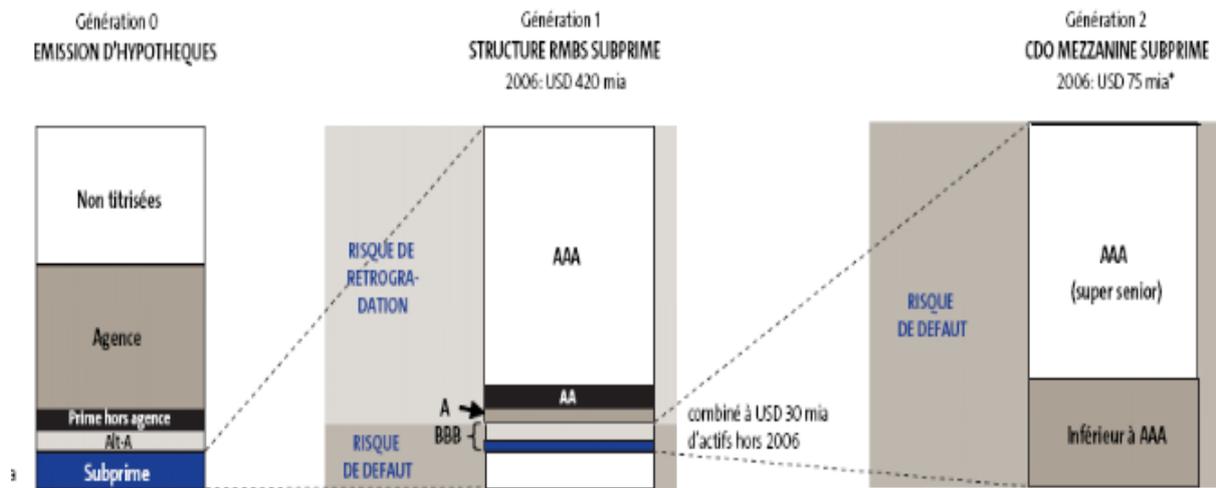
La première courroie de la crise réside dans le phénomène de la titrisation de créances. La titrisation est l'opération financière, méconnue de l'emprunteur, par laquelle une banque revend ses créances sur des marchés spécialisés, souvent groupées avec d'autres valeurs. Ce qui lui permet à la fois de se refinancer et de réduire son risque (qui est reporté sur les investisseurs qui achètent ces créances). La titrisation est devenue un phénomène courant depuis le début des années 2000. Les créances titrisées sont rachetées par des investisseurs (fonds d'investissements classiques, fonds plus spéculatifs, etc.).

Le marché des subprimes a été massivement financé par la titrisation, les créances étant regroupées dans des véhicules de financement et transformées en titres négociables souscrits par des investisseurs.

Cependant, à partir du début 2007, la crise des crédits subprimes a jeté le doute sur l'ensemble des véhicules de titrisation de créances, en premier lieu les créances hypothécaires portant spécifiquement sur l'immobilier d'habitation américain ((en) *residential mortgage backed security*, ou RMBS), mais aussi les paquets de créances diversifiées appelés CDO ((en) *Collateralised debt obligation*). Ce sont en fait toutes les formes de véhicules de titrisation de crédit (ABS, RMBS, CDO et leurs variantes) qui sont devenus suspects, aux yeux des investisseurs, au début et surtout durant l'été 2007, de peur qu'ils ne portent des créances à risque en général et subprimes en particulier<sup>21</sup>.

C'est le phénomène de « la mutualité des risques » où tout le monde détient une proportion de risque, mais aucun grand établissement n'en porte suffisamment pour le mettre en danger. Par la suite ces crédits titrés sont rachetés par les investisseurs. Afin de compenser la mauvaise qualité des créances sur lesquelles ces derniers sont adossés, ces titres offraient des taux d'intérêt nettement supérieurs au standard du marché. Donc, la titrisation apparaît comme un phénomène pertinent pour la répartition de risque. Cependant, elle a contribué dans la propagation de la crise de subprime au reste du monde et elle conduit à aggraver les doutes des investisseurs internationaux contre les titres de créances hypothécaires appelés RMBS (Residential Mortgage Backed Securities) portant sur l'immobilier d'habitation américaine et contre les paquets de créances diversifiées appelés CDO (Collateralized Debt Obligations). D'où la panique s'est renforcée. Ces CDO sont émis en suivant ces étapes :

Schémas II-3-2 : Processus de création du CDO



## Les mécanismes de la crise

**Tableaux II-3-1 exposition des banques aux métiers de titrisation et au financement LBO (en % du résultat du groupe, en 2006)**

<b>Exposition des banques aux métiers de titrisation et au financement LBO (en % du résultat du groupe, en 2006)</b>			
Banques	Titrisation	LBO	Combiné
Bear Stearns	23	6	29
Deutsche Bank	11	10	21
Credit Suisse	9	10	19
Lehman Brothers	12	6	18
Merrill Lynch	9	4	13
Morgan Stanley	8	4	12
Goldman Sachs	4	5	8
RBS	4	2	7
UBS	3	2	6
Barclays	4	2	6
BNP Paribas	3	3	6
Natixis	4	1	6
ABN AMRO	4	3	6
Crédit Agricole SA	3	1	5
Société Générale	3	1	4
HSBC	1	0	1

Source : JPMorgan.

La hausse des taux d'intérêt directeurs de la Réserve fédérale (Fed) a entraîné celle des taux des crédits immobiliers outre-Atlantique. En effet, confrontées à un coût de l'argent plus élevé pour financer leurs besoins, les banques ont répercuté ces conditions plus sévères sur leur clientèle.

Parallèlement, l'assèchement de la demande de biens immobiliers a tiré les prix de ces derniers vers le bas, entraînant du même coup une diminution de "l'effet richesse" des ménages - la valeur de leurs appartements et maisons ayant baissé,

leur richesse potentielle s'est en effet amoindrie. La conjonction de ces deux évolutions défavorables a conduit à une hausse des défauts de paiement voire, dans certains cas, des situations d'insolvabilité de foyers. L'impossibilité de rembourser leurs prêts dans laquelle se trouvent ces ménages pèse sur des établissements de crédit spécialisés comme New Century, numéro deux du "subprime" américain confronté à de graves difficultés financières.

## *2) La transmission par les fonds d'investissement à risque (Hedge Funds)*

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.

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.

## **Section 3 : Les conséquences de la crise sur le marché américain**

### **I- L'impact sur les dépenses des ménages**

Durant ces dernières années, les dépenses des ménages américains ont été extrêmement soutenues. Néanmoins, ces opportunités ont été disparues l'un

après l'autre. Tout d'abord, les dépenses de ces ménages ont été financées 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 résultaient des extractions hypothécaires. Toutefois, suite à la baisse actuelle 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 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.

## **II- L'impact sur le Dollar**

Depuis l'éclatement de la crise de subprimes, le Dollar est en entrain de subir une dépréciation continue (quelque 16%) par rapport à l'Euro. En fait, aujourd'hui, 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.

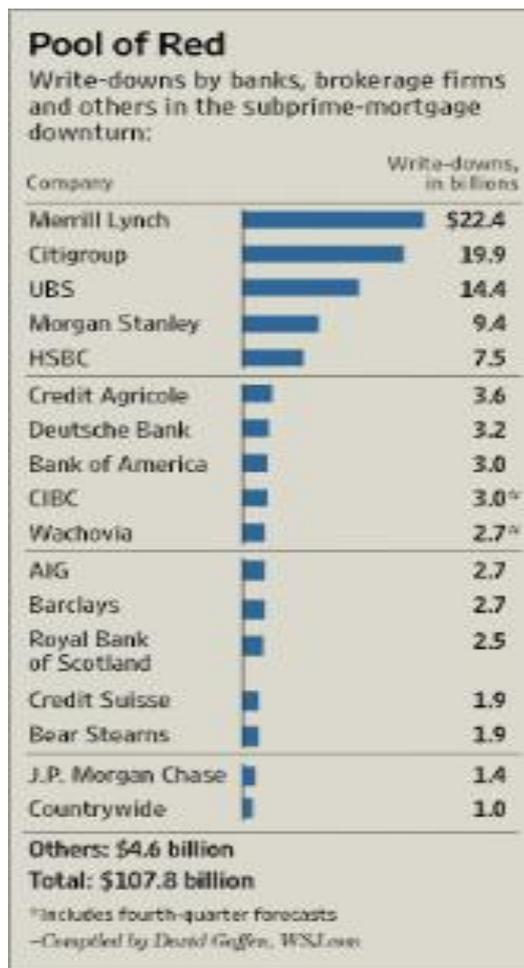
## **III- L'impact de la crise sur les systèmes financiers mondiaux**

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 effet, la banque britannique Northern Rock a annoncé

l'occurrence d'une ruée bancaire en septembre 2007. Seulement en trois jours, les clients de cette banque ont retiré 12 % des montants y déposés.

Figure II-3-3 : l'ampleur internationale de la crise



Source : [www.WSI.com](http://www.WSI.com)

L'ampleur des pertes n'est donc pas encore totalement connue avec précision en début de l'année 2008. 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.

### *1- L'ampleur sur les places boursières*

Une autre conséquence de cette crise bancaire est de diffuser ses 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 boursiers tel que DOW JONES (-7%), CAC (-12%), NIKKEI (-10%) et FTSE(-10%) . En effet, à titre d'exemple 21 Janvier 2008, la bourse de Paris a chuté de 6,83 % du jamais vu depuis le 11 septembre 2001.

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 ceux à cause des facteurs de transmission qui sont essentiellement : la transmission par titrisation des prêts hypothécaires et la transmission par les fonds d'investissement.

### *2- L'ensemble de la sphère financière gagnée par la défiance*

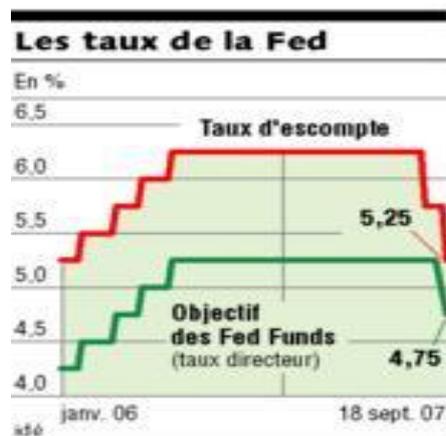
Ces défaillances ont entraîné des réactions en chaîne sur les marchés. La courroie de transmission : les véhicules de titrisation. Technique financière sophistiquée, la titrisation consiste à transférer des actifs ou les risques de crédit y afférents sous une forme structurée à des investisseurs tiers. Elle donne lieu à une émission de titres sur les marchés de capitaux, adossés aux actifs sous-jacents (crédits hypothécaires, par exemple) 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. Conséquence : certains fonds n'ont plus pu être cotés - parmi lesquels trois gérés par BNP Paribas. L'absence de demande pour certains titres contenus dans ces fonds a en effet empêché de calculer la valeur liquidative de ceux-ci - la valeur liquidative résultant de la confrontation de l'offre et de la demande.

BNP Paribas IP gèle trois fonds

Les 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 paper" - titres de créances négociables émis par les entreprises sur le marché monétaire donc de court terme -, qui représentent d'énormes montants. Les investisseurs n'ayant plus confiance dans ces actifs, ils s'en sont retirés - pour se reporter sur des instruments qu'ils jugeaient plus sûrs. Conséquence : cette chute de la demande a entraîné un assèchement de la liquidité sur les marchés.

### 3- Les banques centrales à la rescousse

Figure III-3-4 les taux de la fed



Devant ce déficit de liquidités, les banques centrales ont décidé d'intervenir pour casser une spirale baissière des marchés et fournir aux établissements bancaires et financiers les fonds dont ils avaient besoin pour leur activité. Concrètement, elles ont injecté massivement des liquidités dans le circuit monétaire. Au cours de la seule première semaine d'août, par exemple, les instituts d'émission américain, européen et asiatiques ont ainsi mené des actions concertées au cours desquelles elles ont fourni plus de 330 milliards de dollars aux marchés.

L'analyse de Christian de Boissieu, professeur des Universités et président du Conseil d'analyse économique :

« La Fed n'hésitera pas à baisser ses taux si nécessaire »

L'analyse de Patrick Artus, directeur de la recherche et des études de Natixis :

« Les banques risquent un mauvais troisième trimestre »

Outre ces injections de liquidités, les banques centrales ont agi via leurs taux d'intérêt directeurs. Le 18 septembre 2007, la Fed a donné un signal fort en réduisant d'un demi-point le niveau du taux d'objectif des "Fed funds", son principal taux d'intérêt directeur. Ce taux - que les banques américaines appliquent lors de leurs échanges entre elles pour emprunter des "Fed funds" - a été fixé à 4,75%. Son homologue européen a également fait preuve de pragmatisme en la matière. Alors que se profilait un resserrement de la politique monétaire dans la zone euro, la Banque centrale européenne (BCE) a, devant les turbulences des marchés, optés pour le statu quo en septembre.

#### **Section 4 : Mesures entreprise pour sortir de la crise**

##### **I- Le G20 s'engage à stabiliser l'économie et à réformer le système financier**

Les pays du G20 se sont engagés le 9 novembre à Sao Paulo à tout faire pour rétablir la stabilité et la confiance malmenées par la crise et à réformer en profondeur le système financier international en donnant davantage la parole aux économies émergentes.

Les ministres des Finances et les gouverneurs des banques centrales du G20 sont convenus de "tirer les leçons de la crise actuelle et de prendre toutes les mesures nécessaires pour restaurer la confiance des marchés et la stabilité et minimiser le risque d'une nouvelle crise", selon un communiqué publié à Sao Paulo, à l'issue d'une réunion de deux jours.

"Il y a un large accord et une vision commune sur les défis auxquels de nombreux pays font face", a commenté David McCormick, sous-secrétaire pour les Affaires internationales du Trésor américain, estimant que la réunion avait "préparé le terrain" pour une réforme de la régulation financière.

Le FMI doit jouer un rôle dirigeant

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".

Ce souhait correspond à celui exprimé par le directeur général du FMI, Dominique Strauss-Kahn, qui dans une lettre datée du 6 novembre a appelé les chefs d'Etat du G20 à repenser la régulation financière mondiale, et plaidé pour l'attribution d'un rôle central au FMI.

Les institutions de Bretton Woods, comme le FMI et la Banque mondiale, créées au lendemain de la Seconde Guerre mondiale, "doivent être réformées 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", ont d'autre part estimé les pays du G20. "Les économies émergentes et en développement doivent avoir une plus grande voix et représentation dans ces institutions", affirme le G20, alors que les puissances montantes comme le Brésil aspirent à jouer un rôle plus important dans ce système.

La ministre française de l'Economie, Christine Lagarde, a également souligné que "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 visait à préparer le sommet du G20 qui se tiendra le 15 novembre à Washington et doit jeter les bases d'une réforme du système financier international pour éviter que ce genre de crise se reproduise à l'avenir.

## **II- Le G7 veut stabiliser l'économie**

Les grands argentiers du G7 se sont retrouvés vendredi soir, le jour d'une avalanche de mauvaises nouvelles, dont une lourde aggravation de la récession au quatrième trimestre dans la zone euro, et en particulier en Allemagne et en Italie. "Les gens ne chantent et ne dansent pas vraiment sur les tables", les économies développées sont "en récession profonde" et "nous ne voyons pas de signe pour l'instant que 2009 pourrait être meilleur que ce que à quoi nous nous attendons", s'est alarmé vendredi soir le directeur général du Fonds monétaire international (FMI) Dominique Strauss-Kahn.

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.

Stabilisation. Le G7 a affirmé samedi 14 février à Rome que 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, alors que la crise s'aggrave, selon le communiqué final diffusé à l'issue de la réunion des ministres des Finances et des banquiers centraux des sept pays les plus riches (Etats-Unis, Japon, Allemagne, Grande-Bretagne, France, Italie, Canada).

"La stabilisation de l'économie mondiale et des marchés financiers reste notre plus haute priorité", indique ce communiqué d'une délégation. 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 palette complète d'outils politiques pour soutenir la croissance et l'emploi et renforcer le secteur financier", poursuit le texte.

Les ministres des Finances rappellent également que les mesures anti-crise "doivent être mises en oeuvre rapidement", être "substantielles", "temporaires" sans mettre en péril les finances publiques. Le G7 "se félicite" aussi des

réponses mises en oeuvre 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", alors que les Etats-Unis et la France ont été très critiqués dernièrement sur le sujet.

Autre point majeur des discussions: la réglementation financière. La crise a mis en lumière "les profondes faiblesses du système financier international" et rendu nécessaires d'"urgentes réformes", selon le communiqué. Le FMI, qui doit bénéficier de nouvelles ressources, a sur cette question un rôle "crucial" à jouer, selon le G7, qui juge par ailleurs qu'il faut soutenir 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 réglementaire, une résolution chère à la France.

Dans cette optique, le G7 a demandé la rédaction d'un rapport sur la constitution d'un corpus de règles communes sur la transparence et l'intégrité de l'activité économique et financière, l'"étalon-légal" promu par le ministre italien Giulio Tremonti. Ce G7 est considéré comme un point d'étape avant le sommet du G20 début avril à Londres qui réunira les pays riches et les principales économies émergentes pour dégager les grandes lignes d'une réforme du système financier international.

**Giulio Tremonti** a précisé que ce corpus minimum de règles, baptisé par Rome "étalon légal", en référence à l'"étalon-or", serait soumis au prochain G20 de Londres début avril et présenté lors du sommet du G8 des chefs d'Etat et de gouvernement en Italie en juillet prochain. Il a ajouté que ce thème, qui lui est

cher, avait été débattu, lors du dîner d'ouverture du G7 vendredi soir. "Cette réglementation ne se limitera pas aux marchés financiers", a-t-il précisé. Ses services avaient auparavant indiqué que ces règles viseraient aussi les paradis fiscaux et les fonds spéculatifs. Il a estimé lors de la conférence de presse qui a clôturé les travaux du G7 que de telles règles avaient fait défaut pour prévenir la crise actuelle.

Selon le président du Forum de stabilité financière (FSF), Mario Draghi, qui s'exprimait lors de la même conférence de presse, ce sera principalement 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, qui est également gouverneur de la Banque d'Italie. "Nous envisageons de rendre ces (visites) de contrôle obligatoire pour tous ceux qui adhèrent au FMI", a-t-il précisé.

Le 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).

Par ailleurs, cette crise a été l'occasion pour les acteurs du système financier mondial (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 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).

Ce document fait suite au numéro 2 de Documents et débats de la Banque de France consacré à la crise financière, publié en février 2009.

## **Conclusion**

Les crises sont inévitables. Tant qu'il y aura des marchés financiers, il y aura des cycles d'expansion et de récession.

Mais la vulnérabilité aux crises peut être limitée.

Premièrement, il faut améliorer l'information pour qu'il soit possible de suivre l'évolution de la situation et d'agir en temps opportun.

## **Troisième partie**

# **L'Intégration financière internationale et la vulnérabilité d'un pays aux crises**

*Etude de cas : Algérie, Chine et France*

## **Introduction**

*Les deux dernières décennies ont connu de vastes mouvements de libéralisation surtout en termes de capitaux internationaux, aussi bien pour les marchés développés que pour les marchés en développement. L'objectif 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 ce qui nous amène à parler du phénomène d'intégration financière international.*

*Nous allons essayer donc, dans le premier chapitre, d'étudier le phénomène d'intégration financière internationale dans un premier temps, en se basant essentiellement sur les facteurs qui la déterminent tel que l'ouverture au commerce extérieur, le développement du marché boursier, les flux de capitaux étrangers et l'inflation.*

*Trois marchés différents ; feront l'objet de notre étude :*

- 1- l'Algérie considéré comme un pays sous développé dont les exportations sont liées essentiellement aux hydrocarbures et dont la bourse est encore très en retard par rapport aux bourses du monde.*
- 2- la chine, en sa qualité de puissance économique naissante et qui a fait ses preuves ces dernières années dans divers domaines et dont le PIB ne cesse d'accroître d'une année à l'autre.*
- 3- la France, un pays développé de la zone euro.*

*Puis, nous allons traiter l'impact de la crise des subprimes d'octobre 2008 sur chacun de ces pays pour mettre en lumière la relation entre l'intégration financière internationale et la vulnérabilité d'un pays aux crises.*

Quant au deuxième chapitre, il traitera la stabilisation du système financier international à travers notamment quelques résolutions de sortie de crise.

## **Chapitre 1 : cas de l'Algérie**

### **Section 1 : L'intégration de l'Algérie au système financier international**

#### *1- ouverture de l'Algérie au commerce extérieur*

Il n'est pas facile d'entrer en relations d'affaires avec l'Algérie, notamment lorsqu'il s'agit du commerce extérieur car Le pays est classé à la 112e place en matière de facilitation du commerce extérieur sur une liste comportant 121 pays. Seulement cinq pays africains font pires que l'Algérie en matière de complication des procédures : Burundi, Nigeria, Zimbabwe, Côte d'Ivoire, Tchad.

Avec cette maigre performance, l'administration de l'OMC va mettre du temps avant qu'elle ne donne son feu vert pour que l'Algérie intègre cette organisation mondiale.

Le rapport du Forum économique mondial comporte, en effet, une série de contributions d'experts et d'acteurs des échanges internationaux qui examinent différents aspects liés à l'encouragement du commerce. Cette année, une importance particulière a été accordée aux formalités douanières, l'un des thèmes-clés des négociations de Doha sur la facilitation du commerce, L'on constate que l'Algérie impose beaucoup de barrières tarifaires, que ce soit pour les produits agricoles ou autres.

Aussi, l'Algérie n'est pas dotée d'infrastructures de transport et de télécommunications fortement développées pour assurer un transit rapide vers la destination finale, La faiblesse du classement de l'Algérie est due au manque de réformes structurelles pendant les deux décennies précédentes.

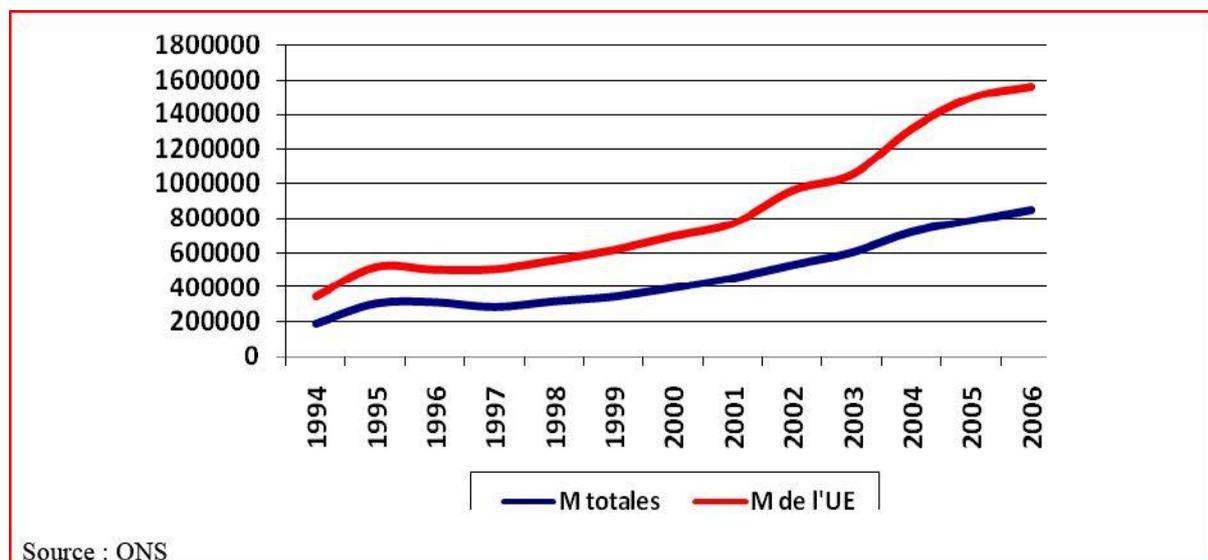
a. Importations en Algérie : Les modalités d'importation demeurent toujours floues notamment en ce qui concerne la lenteur des délais ainsi que le nombre

toujours croissant de documents nécessaires pour accomplir cette formalité à quoi s'ajoute une explosion des coûts.

Ceci dit, l'Algérie, importe une large gamme de produits :

- ◆ Biens d'équipement industriel : 3,34 milliards de dollars (véhicules de tourisme, véhicules de transport de marchandises, équipement de téléphonie...).
- ◆ Produits alimentaires : 1,88 milliards de dollars (sucre, blé, lait en poudre, huiles...)
- ◆ Demi-produits : 1,7 milliards de dollars (biens destinés à l'outil de production)
- ◆ Médicaments : 1,2 milliard de dollars
- ◆ Bien de consommation non-alimentaire : 0,83 milliard de dollars (statistiques de 2006).

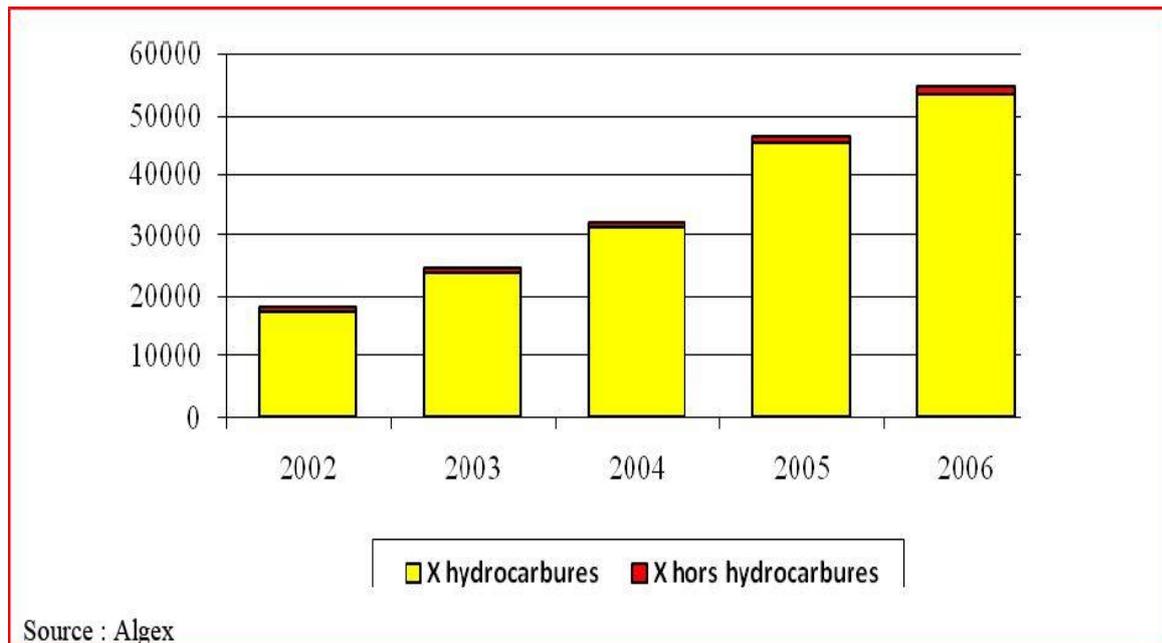
Graphique III-1- 1 : évolution des importations de l'Algérie



#### b. exportations en Algérie

L'exportation n'est pas mieux lotie car les opérateurs souffrent des mêmes maux (délai, procédures, documents).

Graphique III-1-2 : exportation en Algérie



A travers ce graph on remarque que l'Algérie n'exporte quasiment que des hydrocarbures ; ses exportations hors hydrocarbures représentent une part d'environ 2 % du total, correspondant à environ 1 milliard de dollars. Le pétrole et le gaz étant des produits spécifiques et hautement stratégique leur commerce a ses propres règles, de sorte que les efforts de l'Algérie en matière d'accroissement de ses exportations et de diversification de ses clients, ne portent que sur le petit milliard d'exportations hors hydrocarbures (sur lequel une bonne part est tenue par des dérivés du pétrole, d'ailleurs).

Le manque de transparence des taxes est aussi un mal dont souffre le commerce extérieur car celles-ci changent tout le temps tout comme leurs modalités de paiement.

Il n'y a pas eu de modernisation de l'économie ce qui a empêché l'amélioration de l'environnement des affaires et la mise en place de conditions idoines pour intégrer l'Algérie dans l'économie de marché.

## *2. Développement du marché boursier algérien*

Pour ce qui est de la Bourse d'Alger, le bilan en chiffres fait ressortir que le marché des actions en Algérie n'a enregistré aucune nouvelle émission d'actions en 2009. Le compartiment action de la Bourse d'Alger

comporte seulement les deux titres El Aurassi et le groupe Saidal, après le retrait Eriad-Setif en 2007. Le volume des ordres (achats et ventes) présentés sur le compartiment actions pour l'année 2009 est de 748.828 ordres, contre 1,45 million d'ordres en 2008, avec un volume transigé de près de 14 millions dinars en 2009, contre 21,4 millions de dinars en 2008. Concernant le marché des obligations, la Cosob a délivré, en 2009, deux visas sur deux notices d'information portant sur un montant de 31 milliards de dinars, contre trois visas en 2008 portant sur une émission d'obligations de 44,3 milliards de dinars. La Bourse d'Alger comprend également 7 intermédiaires en opérations de Bourse. Il s'agit de Stratégica Finance BNA, BADR, BDL, Cnep Banque, BEA et CPA. Les IOB, qui représentent les six banques publiques (BNA, BEA, CPA, BDL, BADR et CNEP), lesquels ont pour tâche de négocier les titres boursiers (actions et obligations). Les valeurs hors-Trésor admises aux négociations sur la Bourse d'Alger sont au nombre de cinq : deux titres en actions (El Aurassi et Saidal) et trois titres obligataires (Sonelgaz, Algérie Télécom et Air Algérie). Quant aux Obligations assimilables du Trésor (OAT), elles sont cotées à la Bourse d'Alger depuis février 2008.

Cependant l'Algérie veut intégrer le système financier mondial<sup>28</sup> en respectant les normes internationales ; elle vient de lancer un nouveau système de « service crédit garantie clientèle » qui entend participer activement à la restructuration et au développement de ce secteur stratégique pour le développement de l'économie nationale, le transfert de technologie pourrait ainsi contribuer à la mise à niveau des banques et des institutions financières en leur permettant de mieux gérer les millions de dossiers de comptes des clients en temps réel et à des coûts

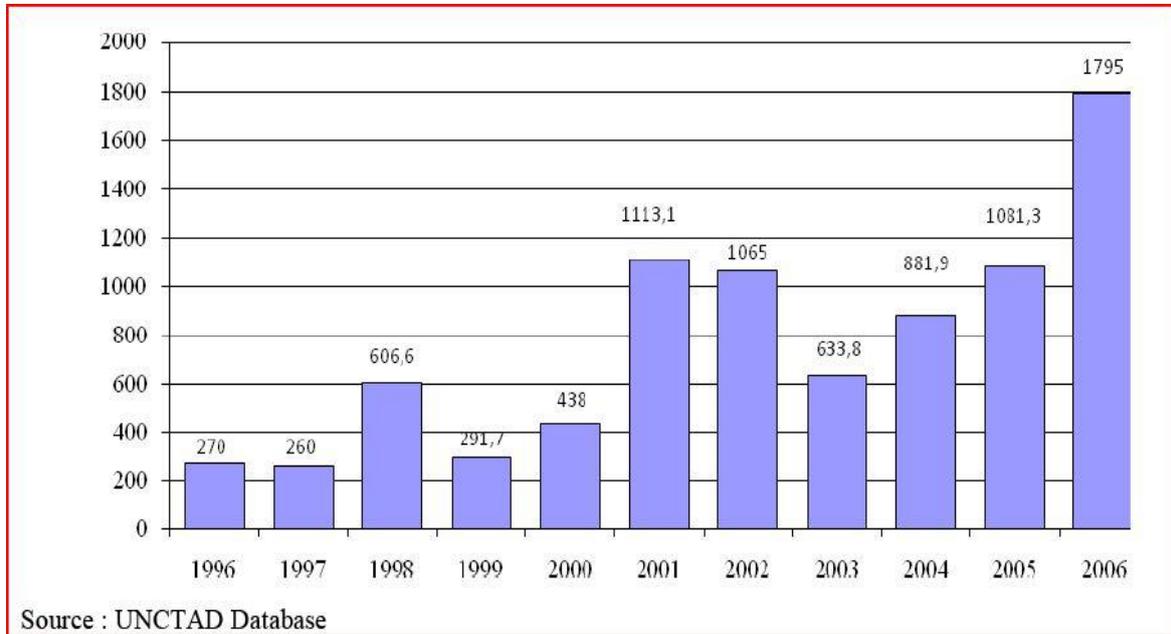
---

<sup>28</sup> Article écrit par Amar Aouimer, midi libre, quotidien national d'information édition du 27-06-2010

financiers moindres en faisant d'énormes gains en terme de temps et de traitement.

### 3. Flux des capitaux étranger

Graphique III-1- 3: Flux d'IDE en Algérie, en millions de dollars



La loi sur la monnaie et le crédit (LMC) est promulguée en 1990 et le Code des investissements en 1993, mais ce n'est qu'avec l'ordonnance d'août 2001 (modifiée et complétée en 2006) que le pays parachève son ouverture. C'est pourquoi les IDE sont insignifiants avant l'année 2006, mais c'est un fait que même après les investissements se stabilisent autour du milliard de dollars dont la part du lion va au secteur des hydrocarbures.

La situation sécuritaire est un élément fortement dissuasif à l'attraction des investissements étrangers (selon le forum économique mondial, l'efficacité des services de sécurité n'est pas trop visible : 62e place) car elle est en relation avec la tranquillité recherchée par les investisseurs étrangers qui préfèrent investir dans les pays voisins tels que le Maroc et la Tunisie.

La majorité des IDE en Algérie en 2009<sup>29</sup> ont été consacrés au secteur des hydrocarbures selon le dernier rapport du réseau Anima.

<sup>29</sup> Synthèse de Mourad, [www.algerie-dz.com](http://www.algerie-dz.com), D'après le Quotidien d'Oran, mardi 25 mai 2010.

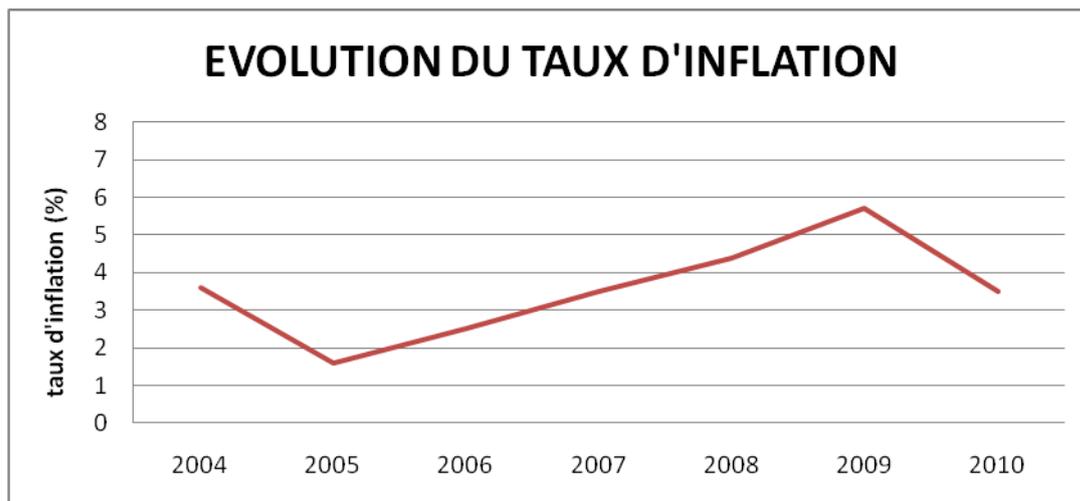
L'Algérie dont le tour de vis « nationaliste » qui s'est exprimé par l'obligation légale pour un investisseur étranger de s'associer à un partenaire majoritaire pour tout projet dans le pays a probablement eu un effet dissuasif sur les IDE hors hydrocarbures. Les auteurs du rapport n'hésitent pas d'ailleurs à mettre en exergue la détérioration du climat des affaires déjà déplorée par le Rapport « Doing Business 2010 » de la Banque mondiale. Mais l'image peu attractive de l'Algérie en tant que terre d'accueil des IDE n'a pas eu, au contraire semble-t-il, de conséquences sur les projets étrangers dans le secteur pétrolier et gazier.

L'évolution des IDE en 2009 est significative, les annonces d'investissements en Algérie passent de 1,5 à près de 2,5 milliards d'euros. Le rapport de l'AIN cite l'ANDI qui enregistrait une hausse de 40% au cours des 9 premiers mois de 2009. Signe du renforcement du caractère rentier de l'économie algérienne, ces résultats sont à mettre au crédit du secteur de l'énergie en Algérie, qui représente à lui seul 9 des 10 plus gros projets de 2009. A cette aune, la diversification de la production nationale reste un vœu pieux. Le retour à des niveaux d'investissements compatibles avec des objectifs de développement en ligne avec le potentiel et la démographie algérienne n'est pas encore perceptible.

#### 4- le taux d'inflation

Le taux d'inflation locale : selon Adler et Dunes (1983), Cooper et Kaplanis (1994) et Lewis (1999), plus les taux d'inflation sont élevés, moins les investisseurs investissent internationalement, ce qui explique le lien négatif entre l'inflation et l'intégration financière internationale.

Graphique III-1-4 évolution des taux d'inflation en Algérie



Source : chiffres tirés de l'ONS

D'après ces facteurs d'intégration on conclut que l'Algérie n'est pas encore intégrée au système financier international car l'économie algérienne n'est pas assez ouverte au commerce extérieur, ce qui se traduit par le manque d'IDE causé par le manque de confiance des investisseurs étrangers en plus on remarque que le marché boursier n'est pas développé. L'existence de deux titres seulement affaiblit l'attraction des investisseurs étrangers, et elle se caractérise par un total détachement vis-à-vis des marchés financiers mondiaux. Il n'y a point d'investissement en portefeuille étranger, en plus des taux d'inflation élevés qui ne favorisent pas l'investissement étranger.

## **Section 2 : Impact de la crise des subprimes d'octobre 2008 sur l'Algérie**

La crise des subprimes n'as pas eu d'incidences majeures sur la trésorerie de l'Algérie c'est ce qu'a déclaré le gouverneur de la banque d'Algérie.

« la réduction de la dette publique extérieure, l'accroissement soutenu du niveau des réserves officielles de change, leur gestion prudente au terme de risque ainsi que la diversification des devises de placement depuis 2004 ont permis à la banque d'Algérie de faire face, dans une grande mesure aux turbulences sur les marchés financiers internationaux. «En particulier, il importe de rappeler que l'Algérie a fait bon usage de ses réserves de change en consacrant une partie au remboursement par anticipation de la dette extérieure entre 2004 et 2006, c'est-à-dire à la veille de la crise financière internationale», souligne la Banque d'Algérie, ajoutant qu'une position financière extérieure confortable demeure requise pour s'assurer de la bonne réalisation du programme d'investissements

### *1. L'impact de cette crise sur les cours du pétrole*

Parmi les effets de la crise sur l'Algérie, la chute des cours de pétrole de 50%, la baisse continue du dollar qui constitue la monnaie de facturation des exportations du pétrole, occasionnent un manque à gagner de plus de 650 millions de dollar.

Afin de maintenir le niveau des prix à la hausse, L'OPEP dans ça dernière réunion décida de diminuer la production du pétrole de 1,5 million de Barils à 500 000 barils par jour.

Le dinar algérien n'est pas convertible, ce qui a permis de le renforcer quant à sa prudence à l'égard de l'entrée des flux de capitaux à court terme, qui sont considérés très volatils et dont les reflux auraient pu ruiner l'économie algérienne si ceux-ci s'avéraient brusques et massifs.

En ce qui concerne leur réseau bancaire, il est dominé par des banques à 90% par des capitaux nationaux. Il est vrai que certaines banques étrangères (Société Générale, BNP Paribas, Natexis...) implantées ont leur banque mère touchée par

la crise, cependant, les répercussions sur le système bancaire algérien ne sont pas significatives compte tenu de leur part de marché, qui demeure faible, et au final de la maîtrise de la situation par les banques mères. En revanche, le processus de privatisation partielle du CPA qui devait se réaliser au début de l'année 2008 a été retardée puis écartée lorsque la crise des subprimes a éclaté vers la fin 2007.

## *2. Impact sur l'économie réelle :*

-La baisse des IDE en Algérie : selon l'agence nationale de développement de l'investissement (ANDI), la baisse est de 7,6 milliards d'euros d'IDE en 2008.

-La réduction des exportations des hydrocarbures qui s'explique par l'effet volume mais aussi par l'effet prix. Il s'avère que la demande mondiale de pétrole accuse, selon l'Agence Internationale de l'Energie –AIE-, un net recul (-2,9%) en 2009. Aussi, le pétrole dont le prix du Brent était de 140 \$ à fin juillet 2008 du fait de la forte demande des pays émergents (notamment chinoise), des tensions anticipées sur les marchés pétroliers mais aussi de la lente réaction de l'offre, a chuté à moins de 60\$ en septembre 2008 puis à moins de 40 \$ au début février 2009, et se situe à moins de 60\$ le baril en juillet 2009, il enregistre ainsi un effondrement de plus de 50%.

Les exportations de produits pétroliers (pétrole brut et produits raffinés) pourraient être moins touchées que les exportations de GN, car elles sont diversifiées à l'échelle mondiale.

Cependant, les exportations algériennes de GN sont destinées avant tout à l'Europe (Italie, Espagne, France, Royaume-Uni) et ne peuvent pas être facilement redéployées vers d'autres marchés. Une récession plus aiguë en Europe pouvait donc freiner davantage les exportations de GN. Mais les réserves devraient continuer de couvrir plus de deux ans d'importations. Notons enfin, que les pertes sur les exportations des hydrocarbures sont plus importantes avec un dollar, principale monnaie de paiement, qui baisse.

On conclut de ce qui précède que la faible intégration de l'Algérie au système financier mondiale la protégé de la contagion, en effet Le marché financier de l'Algérie, est réduit et pas intégrés, raison pour laquelle la crise mondiale n'a atteint les rives du pays que lorsqu'elle a commencé à toucher l'économie réelle.

## **Chapitre 2 : cas de la chine**

### **Section1 : Intégration de la chine au système financier international**

#### *1- ouverture de la chine au commerce extérieur*

Contrairement à l'Algérie, le commerce extérieur chinois est rendu dynamique grâce au développement de l'économie productive excédentaire d'une part et la fluidité des procédures régissant les échanges internationaux d'autre part.

L'adhésion de la Chine à l'[OMC](#) en 2001 a confirmé sa place grandissante dans l'économie mondiale, se profilant comme un nouveau centre économique à l'instar des [États-Unis](#), de l'[Union européenne](#) et du [Japon](#).

*« Elle s'est engagée à ouvrir son marché en libéralisant ses importations de biens et services, suivant un calendrier qui s'étend sur la période 2002-2006, et qui, en résumé, inclut :*

*– sur les produits industriels, une baisse des droits de douane (de 17 % actuellement à 8,9 % en 2005), la réduction des pics tarifaires, la suppression de tous les quotas et licences d'importation ;*

*– une réduction de la protection du secteur agricole, avec une baisse des tarifs dans le cadre d'un élargissement de quotas tarifaires ;*

*– l'ouverture des services aux investissements directs étrangers (IDE), jusqu'ici essentiellement cantonnés à l'industrie manufacturière et à l'immobilier ; dans certains secteurs (commerce de gros et de détail, export-import), la*

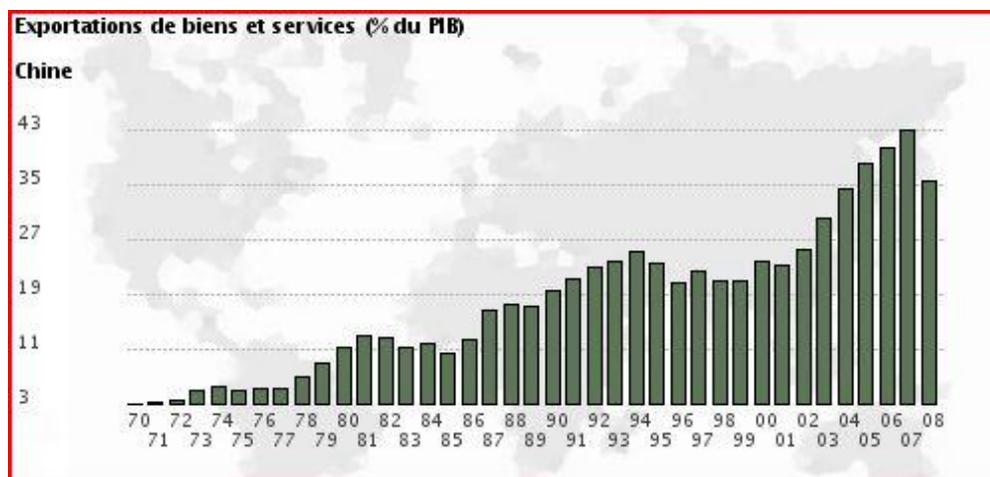
*libéralisation des IDE est complète en 2005 ; dans d'autres services (télécommunication, assurances), une limite est maintenue à la participation étrangère au capital ; »<sup>30</sup>*

Aussi, depuis 1979, la Chine a successivement créé les zones économiques spéciales, les villes littorales ouvertes et les zones d'exploitation, adoptant des mesures particulières plus souples et préférentielles en termes de contrôle de l'import-export, et de la politique sur les devises

a- Les exportations chinoises :

Les exportations chinoises sont très compétitives et génèrent d'immenses réserves de change.

Graphique III-2-1 : exportations chinoises de biens et service entre 1970 et 2008.



Source : <http://perspective.usherbrooke.ca/>

En moyenne, le volume des exportations a augmenté de 14% entre 1970 et 1999, et de 20,5% entre 2000 et 2008. Les importations ont progressé un peu moins vite : 13% par an pendant la décennie 1990, et 16% entre 2000 et 2008.

<sup>30</sup> Françoise LEMOINE in « la CHINE dans l'économie mondiale », page 5.

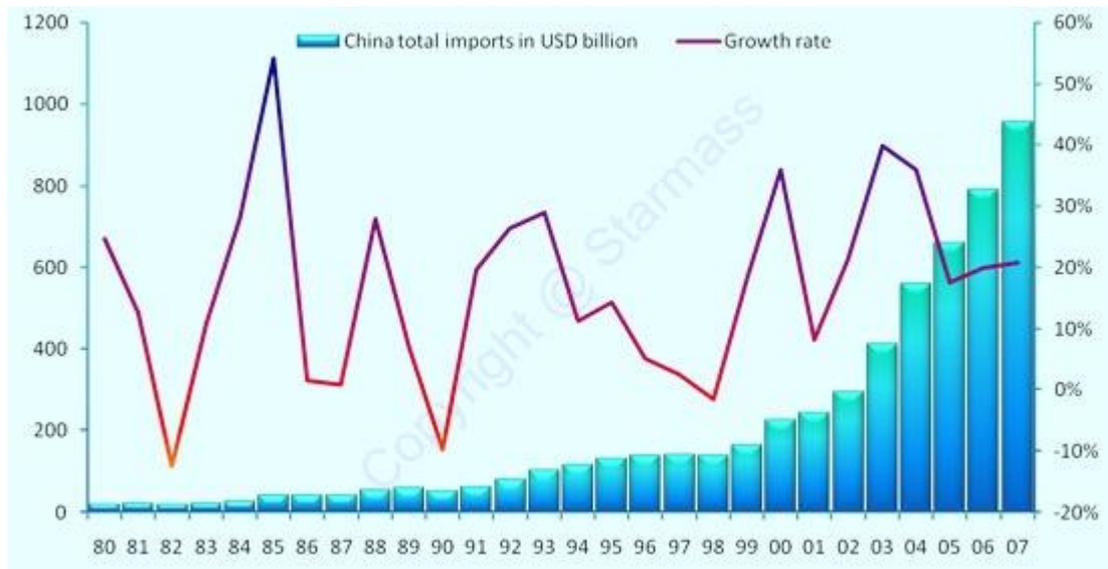
La Chine réalise environ 9% des exportations et 7% des importations mondiales en 2008, contre 1,2 et 1,1% en 1983.

La place de la Chine dans le commerce mondial varie selon les secteurs. Elle est plus grande pour les produits manufacturée, où le pays réalise 13% des exportations mondiales que pour les produits agricoles ou miniers. Au sein de l'industrie, il y a de grandes inégalités selon les produits. Ainsi, le pays effectue 33% des exportations mondiales de vêtement, mais seulement 3% de celles de denrées agroalimentaires et 2% de celles de produits automobiles. Un fait remarquable dans les années 2000 est la progression d'exportation à relativement forte teneur technologique. Ainsi, en 2008, la Chine a réalisé plus du quart des exportations en équipement de télécommunication mondiales.

#### b- Importations chinoise :

La Chine a eu une valeur totale de l'importation de 956 USD milliards en 2007, a raison de 25% d'augmentation annuelle moyenne depuis 2000. Cela est dû à l'augmentation du niveau de vie en Chine qui permet au peuple chinois d'importer des marchandises sur le marché international. En outre, l'influence de la hausse des prix sur le marché international et la baisse de la coutume résultats au niveau de l'impôt à la croissance de l'importation en Chine.

Graphique III-2-2 : importations de la Chine et de ses tendances de l'année 1980 - 2007:



c-

Source : [www.starmass.com](http://www.starmass.com)

## 2- Développement du marché boursier chinois

Qu'en est-il de la bourse chinoise ?

Il existe trois grandes bourses en Chine continentale : celle de Hong Kong, créée par les anglais au XIXe siècle, celle de Shanghai ou SSE, (en anglais: Shanghai Stock Exchange), La principale bourse du pays, créée en 1990, et celle de Shenzhen, créée la même année. Souvent, les grandes entreprises sont cotées en même temps à Hong Kong et à Shanghai : pour des raisons historiques et juridiques, la première attire davantage les investisseurs étrangers et la seconde les chinois.

Les fortes capitalisations boursières sont des entreprises contrôlées par l'État dans lesquelles ont été effectuées des ouvertures de capital. En mars 2009, sept d'entre elles figuraient parmi les vingt premières du monde. Il s'agit des banques ICBC, CCB et BOC, de l'opérateur téléphonique China Mobile ainsi que les groupes pétroliers Petrochina et Sinopec<sup>31</sup>.

<sup>31</sup> Financial times

La Bourse de Shanghai a flambé de 130% en 2006 puis de 97% en 2007, le dynamisme de l'économie de la Chine attirant alors des millions de nouveaux investisseurs sur le marché. En octobre 2007, le SSE Composite a culminé à 6 124 points. Depuis, l'impact de la crise financière s'est fait sentir avec un indice à 3189 au 19/07/2009.

Graphique III-2-3 : Bourse Chine : évolution de l'indice SSE Composite sur 10 ans.



Source : [www.bourse-investir.com](http://www.bourse-investir.com)

### 3- Flux des capitaux étranger :

Depuis son accession à l'Organisation mondiale du commerce (OMC) en 2001, la Chine est devenue l'une des principales destinations pour les investissements directs étrangers. « *La Chine a attiré un tiers des IDE à destination des pays en développement dans les années récentes. En 2006, les IDE vers la Chine s'établissent à 69 milliards de dollars, soit 10% des flux mondiaux.* »<sup>32</sup>

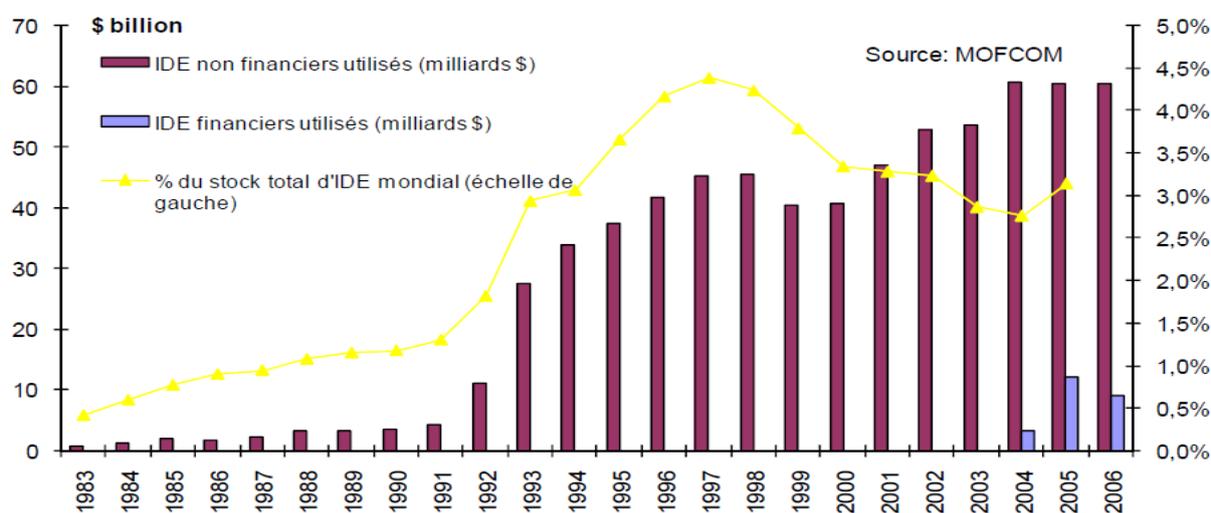
<sup>32</sup> Sandra PONCET in les investissements directes en CHINE

Aujourd'hui, la Chine est fréquemment surnommée « l'atelier du monde » car de nombreuses entreprises sous-traitent la fabrication de produits manufacturés et ainsi réduisent énormément leurs coûts. La plupart des usines ont à disposition une main-d'œuvre disponible en grand nombre et peu coûteuse.

« Aujourd'hui, 39 % des exportations en provenance de Chine sont réalisées par des entreprises dont le capital est à cent pour cent étranger et 20 % sont le fait de partenariat entre les sociétés étrangères et les sociétés chinoises. »<sup>33</sup>

Les entrées de capitaux ont presque doublé depuis 2001, pour atteindre près de 80 milliards de dollars, ces dernières années. La balance des capitaux de la Chine est révélatrice des liens qui unissent l'empire du Milieu au reste du monde.

**Graphique III-2-2 : Flux d'IDE vers la Chine: 1983-2006<sup>34</sup>**



Les investissements directs étrangers constituent donc la principale voie par laquelle la Chine accède aux marchés financiers internationaux. Comme le

<sup>33</sup> Quotidien : *Le Monde* du 23.05.2006

<sup>34</sup> Sandra PONCET in *Les investissements directes en CHINE*

montre le Graphique III-2-2, les flux nets d'investissements directs étrangers suivent une tendance à la hausse relativement stable depuis l'intégration de la CHINE à l'OMC en 2001.

En revanche, les placements en valeurs mobilières et autres formes de flux de capitaux mesurés en termes nets étaient relativement restreints jusqu'à tout récemment et, du fait de leurs fluctuations, on ne saurait dire s'ils s'inscrivent à la hausse ou à la baisse.

Par ailleurs, la Chine a un peu assoupli ses mesures de contrôle concernant les sorties de capitaux. En août 2004, la Commission chinoise des valeurs mobilières a désigné les premiers investisseurs institutionnels chinois qualifiés (programme QDII). Les compagnies d'assurance dont l'actif est supérieur à cinq milliards de RMB peuvent désormais investir à concurrence de 80 % de leurs devises dans des marchés de capitaux étrangers, sous réserve de certaines restrictions. Les investisseurs individuels ne peuvent pas acheter de titres étrangers, mais, en août 2007, l'Administration nationale des changes a annoncé que les investisseurs chinois pouvaient ouvrir un compte à la succursale de Tianjin de la Banque de Chine, pour la négociation des titres inscrits à la Bourse de Hong Kong, et indiqué qu'elle étendrait ce privilège à d'autres banques. Cette décision a toutefois été renversée par le premier ministre Wen, pour deux raisons : premièrement, d'aucuns craignaient que les flux de capitaux ainsi créés submergent le marché financier de Hong Kong et, deuxièmement, on estimait nécessaire de reformuler la proposition. Il semble que les investisseurs parviennent à contourner les contrôles, aussi stricts soient-ils. Plus particulièrement, on a parfois constaté des entrées de capitaux destinées à tirer parti d'une appréciation attendue d'où l'énorme marge prévue pour les erreurs et omissions enregistrées dans les chiffres de la balance des paiements pour 2003-2004.

On conclue que la chine occupe une place prépondérante dans l'échiquier mondial. Toutefois, malgré la fluidité de son commerce extérieur, l'importance

des investissements étrangers qu'elle attire, l'intégration de la Chine n'est pas encore totalement acquise dans le système financier international car des progrès sont appelés à renforcer le marché financier par de l'innovation et l'introduction de nouveaux produits financiers.

## **Section 2 : Impact de la crise des subprimes sur la Chine**

La Chine représente le quart de la croissance mondiale depuis quelques années, son économie étant grande consommatrice de minerai de fer, de pétrole et d'autres ressources énergétiques. Son économie devrait surpasser devant celle de l'Allemagne cette année et se classer au troisième rang mondial. Selon le ministre du commerce, l'accentuation de la crise mondiale et la volatilité de la situation économique ont fortement affecté l'économie chinoise et entraîné le ralentissement de sa croissance, une baisse des exportations qui n'avait pas été vue depuis des années, une faiblesse des investissements ; des difficultés dans la production industrielle et une baisse tant des bénéfices industriels et commerciaux que des rentrés fiscaux.

### *1) Impact sur le marché immobilier*

Le marché de l'immobilier résidentiel a débuté son ralentissement à Shanghai dès 2007. Il est désormais plus marqué que dans le reste de la Chine : la valeur des ventes de biens résidentiels a chuté de 22 % entre janvier et septembre 2008, par rapport à la même période de 2007. Shanghai a, en outre, été l'une des villes (après Shenzhen, touchée dès août 2007), où la baisse des prix de l'immobilier résidentiel s'est manifesté le plus tôt, dès janvier 2008.

Par ailleurs, l'immobilier de bureau souffre, comme dans d'autres villes, notamment de premier rang, d'un taux de vacance élevé et qui tend à s'accroître, hormis pour Pudong et les bureaux les plus prestigieux.

D'autres observations, tirées de secteurs particuliers, fournissent une image contrastée pour le marché interne, mais qui traduit un ralentissement de la demande à l'exportation.

## *2) Impact sur le secteur de la distribution*

Il en va notamment ainsi du secteur de la distribution, où les délais de paiement semblent s'allonger. Ainsi, les fournisseurs de vins signalent des retards de la part de leurs distributeurs, du fait de difficultés à écouler leur stock, motivant un nombre élevé de rabais ou de foires aux vins ; de même, plusieurs magasins de détail ont fermé. Toutefois, ces difficultés sont, pour partie, spécifiques au marché du vin.

Les hypermarchés signalent en effet une bonne tenue de leurs ventes. Leur programme d'ouverture de magasins en 2009, en Chine de l'Est comme ailleurs, reste ambitieux. Certains signalent même que la baisse de l'inflation stimule les volumes vendus.

De ce fait, la consommation a connu, au 1er semestre 2008, sa plus forte croissance depuis 1998 (+ 16,7 %), que n'explique pas seulement la hausse des prix alimentaires. La consommation, plus élevée que dans d'autres régions, constituera ainsi, à Shanghai, un facteur d'amortissement du ralentissement.

D'autres secteurs sont toutefois concernés par le ralentissement : notamment, les entreprises commencent à réduire, de manière drastique, leurs charges les plus immédiates (formation, séminaires, transport) ainsi que leurs dépenses en équipement informatique.

La croissance ralentit au 3e trimestre 2008, la Chine subit elle aussi la crise financière et le manque de confiance mondiale. Le taux de croissance annuelle de l'économie chinoise s'est essoufflé pour passer en dessous de la barre des 10% pour la première fois depuis au moins quatre ans, sous l'effet de la crise mondiale du crédit.

Selon le Bureau National des Statistiques, la croissance du Produit intérieur brut (PIB) a ralenti plus que prévu, pour s'établir à 9% en rythme annuel au troisième trimestre 2008, contre 10,1% au deuxième trimestre et 11,7% en 2007.

Par contre en 2009, la Chine a connu une croissance de 7,7%. Cette croissance, bien qu'elle soit en deca du seuil critique de 8%, est liée au plan de relance mais aussi aux banques chinoises qui ont fortement accru leurs prêts (75% de plus sur les neufs premiers mois de 2009 par rapport à l'année 2008)<sup>35</sup>.

Evoquant ces difficultés, le ministre a souligné que la croissance des exportations et des investissements avaient connu un déclin rapide et que le recul de la production industrielle était évident si on se fait aux chiffres de la consommation énergétique. Le secteur immobilier et celui de l'automobile manquent de dynamisme ; le chômage s'étend et l'agitation sur le marché international décourage les investisseurs sur le marché financier intérieur

### *3) Impact sur le commerce extérieur*

L'évolution la plus tranchée concerne néanmoins les entreprises tournées vers l'exportation ; à l'instar de l'ensemble de la Chine, elles connaissent un fort ralentissement de la demande, notamment à destination des Etats-Unis. Elles sont parfois contraintes d'arrêter leur production et de brader leur stock sur le marché intérieur. Ce tassement de la demande à l'export est perceptible à travers la baisse d'activité des industries amont : ainsi, l'activité des fabricants de containers et de porte-containers était restée soutenue durant les trois premiers trimestres 2008 ; elle s'est fortement dégradée juste après.

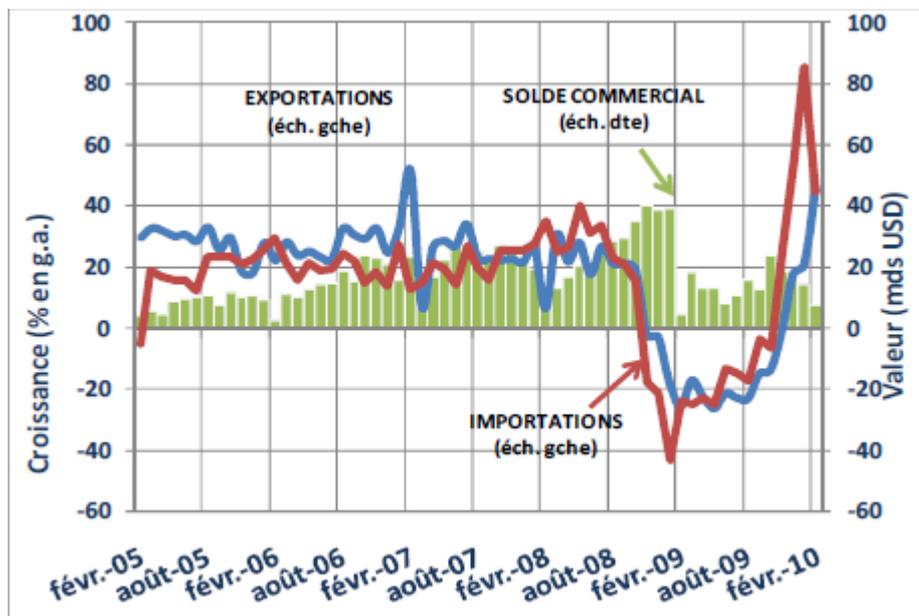
---

<sup>35</sup> Brice Pedroletti, "L'afflux de liquidités provoque encore une flambée boursière à Hongkong et en Chine", *Le Monde* du 3/11/2009

L'agence officielle Chine Nouvelle a souligné que, pour la première fois en dix ans, la progression des réserves avait ralenti. L'accumulation est passée de 43,3 % en 2007 à 27,3 % en 2008, selon les chiffres de la banque centrale.

Le commerce extérieur chinois après une baisse continue depuis le début de 2008 a repris sa tendance évolutive en février 2009, tel que le montre le graphique ci-dessous. Les exportations augmentent de 46% (g.a.) (contre 21% en janvier) à 95 mds USD tandis que la croissance des importations se modère à 45% (g.a.) (contre +86% en janvier) à 87 mds USD. L'excédent commercial se réduit à 7,6 mds USD contre 14,2 mds USD en janvier.

*Graphe III-2-3 : évolution du commerce extérieur chinois*



« source : [www.ambafrance-cn.org](http://www.ambafrance-cn.org) »

La Chine a connu au premier semestre de 2009 une croissance de 7,1%, bien loin des niveaux à deux chiffres auxquels elle était habituée avant la crise, entre 2003 et 2007

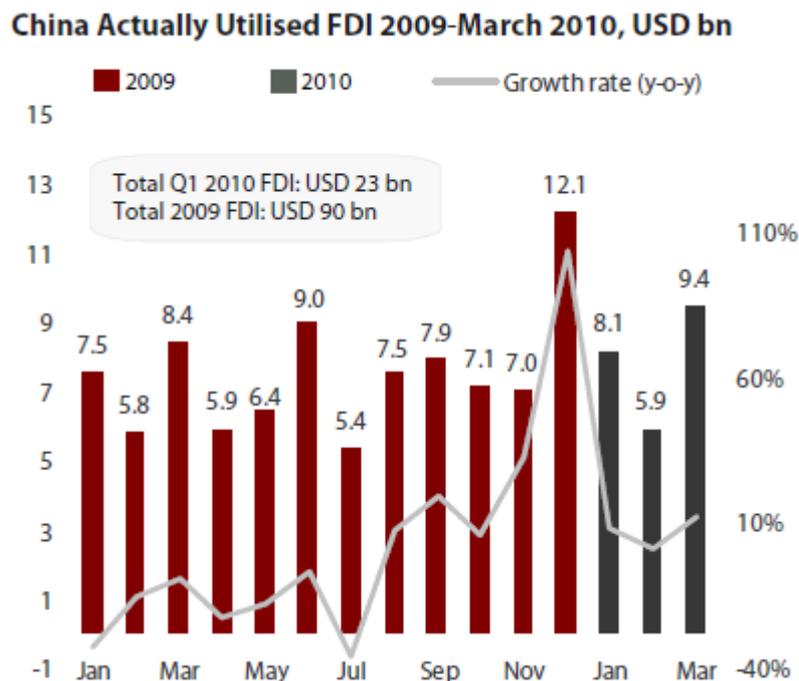
Le commerce extérieur chinois est soumis à la conjoncture internationale et ne pourra décoller qu'à la condition que les investissements étrangers et la demande extérieure reprennent.

#### 4) Impact sur les capitaux étrangers

Les répercussions de la crise économique mondiale sur l'économie chinoise se traduisent par le ralentissement des exportations et des IDE. La situation la plus grave est constatée dans l'industrie légère (près de 53% des entreprises exportatrices de jouets auraient fermées au cours de sept premiers mois de 2008)<sup>36</sup>. Les secteurs mécaniques et électroniques ne semblent pas être épargnés, même si ce dernier résiste encore.

Autre manifestation de la crise mondiale en Chine est la chute de 36,52% en glissement annuel des investissements directs étrangers (IDE), qui décéléraient depuis dix premiers mois de 2008, et ont représenté 5,32 milliards de dollars en novembre 2008. La reprise de l'attraction des IDE reprend en 2009.

Graphique III-2-4 : flux des capitaux étranger en chine entre jan 2009 et mars 2010



Source : national bureau of statistics. Mofcom, the Beijing Axis Analysis.

Les IDE en Chine ont représenté 34,05 milliards de dollars sur les cinq premiers mois de l'année 2010, soit un repli de 20,4% par rapport à la même période en

<sup>36</sup> **Compte rendu** de la réunion organisée dans le cadre du cercle de réflexion des économies asiatiques avec **Françoise Nicolas**, économiste de l'IFRI, et présidée par **Valérie Niquet**, Directeur du Centre Asie de l'IFRI.

2008. La Chine reste toutefois l'une des principales destinations privilégiées par les investisseurs étrangers.

Malgré la crise la Chine continuera à élargir l'accès à son marché pour les investisseurs étrangers en même temps qu'elle continuera à mieux gouverner les flux de capitaux étrangers.

### *5) Impact sur le marché boursier*

Le secteur financier chinois n'a pas été gravement touché, le développement des activités de titrisation étant balbutiant. Le pays dispose par ailleurs de réserves en devises confortables.

De façon générale, comme les banques chinoises possèdent peu de produits financiers liés aux subprimes, les pertes directes seront en rapport avec ce niveau de risque relatif. Cinq banques commerciales chinoises ont rendu public leur exposition directe à la banque Lehman Brothers, pour un montant consolidé d'environ 455 Ms USD<sup>37</sup>, soit un chiffre très faible par rapport à l'actif total de ces banques (moins de 0,02 %).

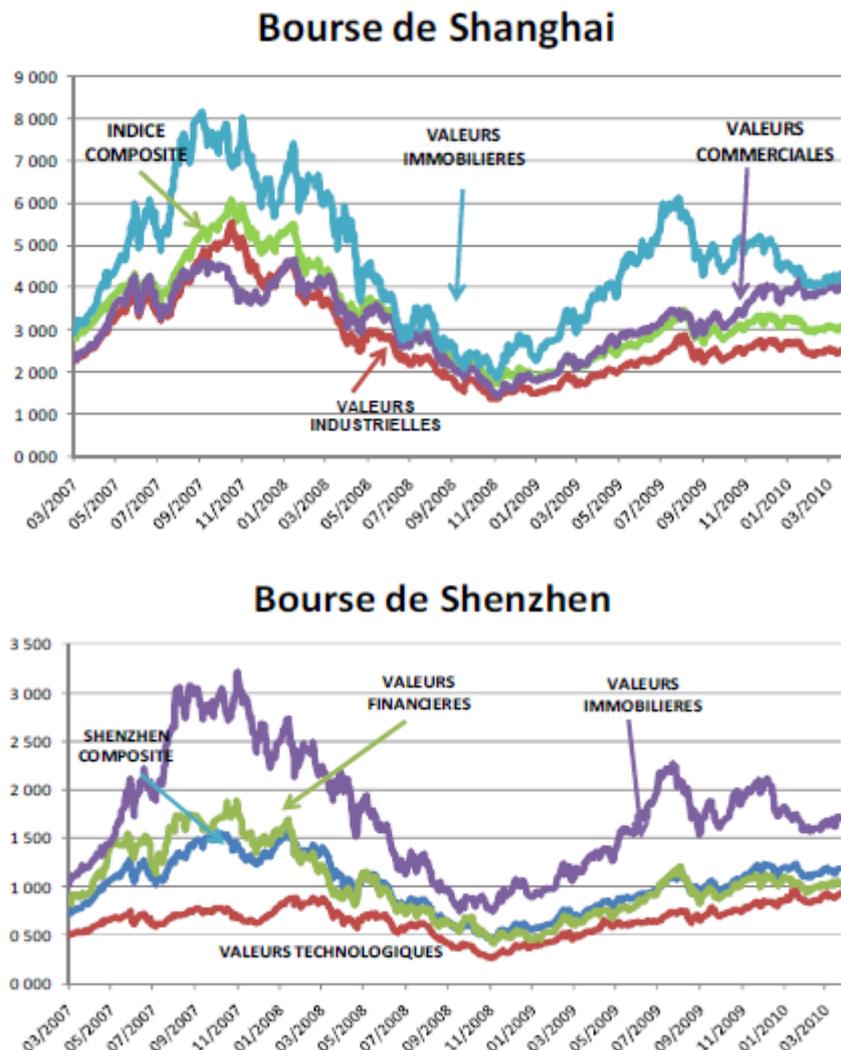
La Bourse de Shanghai après des flambées de 130% en 2006 puis de 97% en 2007, a particulièrement souffert de la crise financière de 2008 en perdant plus de 65,5 % de sa valeur en terminant l'année 2008 à 1 820, 81 points soit une perte de 3 000 milliards de dollars de capitalisation boursière.<sup>38</sup>(*cf graphique ci-dessous*).

---

<sup>37</sup> [www.ambafrance-cn.org](http://www.ambafrance-cn.org)

<sup>38</sup> *Le Monde*, 1er janvier 2009

Graphique III-2-5 : évolution des indices de la bourse de Shanghai entre 2007 et 2010



- Des deux indices boursiers de SHENZHEN et SHANGAI, il est clair que la perte de confiance a commencé à se ressentir vers le mois de novembre 2007 et poursuit sa décélération pendant 2008 et atteint son plus bas niveau vers la fin de l'année pour reprendre ensuite son rythme de croissance.
- Parmi les points positifs de la crise sur la Chine et le fait que sa bourse devient le deuxième marché boursier au monde, derrière les États-Unis et devant le Japon, en termes de volume de transactions. Selon la World Federation of Exchanges, le volume de transactions quotidien des actions de type A<sup>39</sup> sur les bourses de Shanghai et de Shenzhen a récemment dépassé celui de la bourse de

<sup>39</sup> Bourse de type A est une bourse d'opérateur locaux

Tokyo. En 2009, le volume de transactions quotidien des actions A était de 142 mds CNY (21 mds USD) soit une augmentation de 93% par rapport à 2008.

La Chine a traversé en 2009 une crise économique inédite depuis les grandes réformes engagées il y a trente ans. L'accentuation de la crise mondiale et la volatilité de la situation économique ont affecté l'économie chinoise et entraîné le ralentissement de sa croissance, une baisse, quoique légère des investissements étrangers, le retournement du marché immobilier mais aussi et surtout une baisse drastique des exportations qui n'avait pas été vue depuis des années car les clients principaux, les USA et le marché européen, sont aussi en crise et en ralentissement de consommation.

### **CHAPITRE 3 : CAS DE LA FRANCE**

#### **Section 1 : Intégration de la France au système financier international**

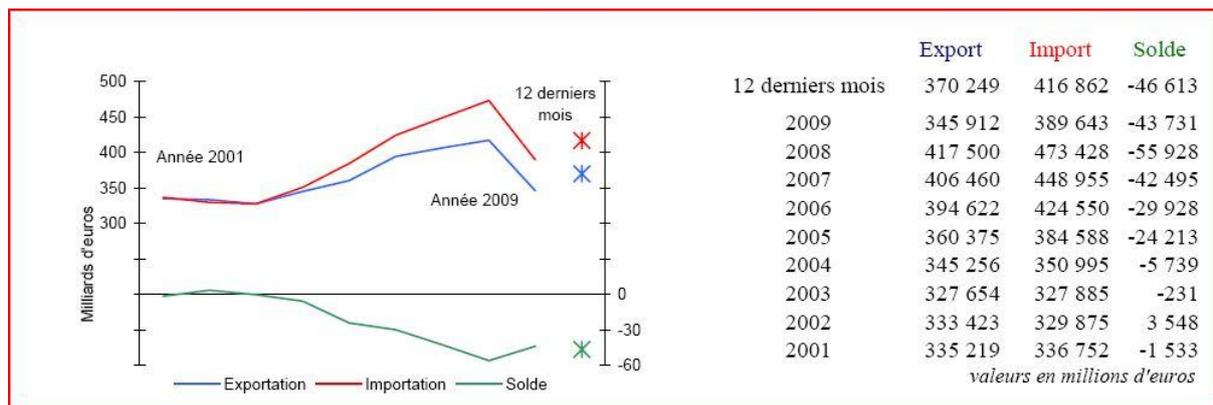
##### *1. Ouverture de la France au commerce extérieur*

L'économie française est une économie ouverte sur l'extérieur : elle exporte une part croissante de son produit intérieur brut (PIB) et ses importations alimentent une part croissante de la consommation et de l'investissement. Les échanges avec le reste du monde portent sur des marchandises mais aussi sur des services et des capitaux.

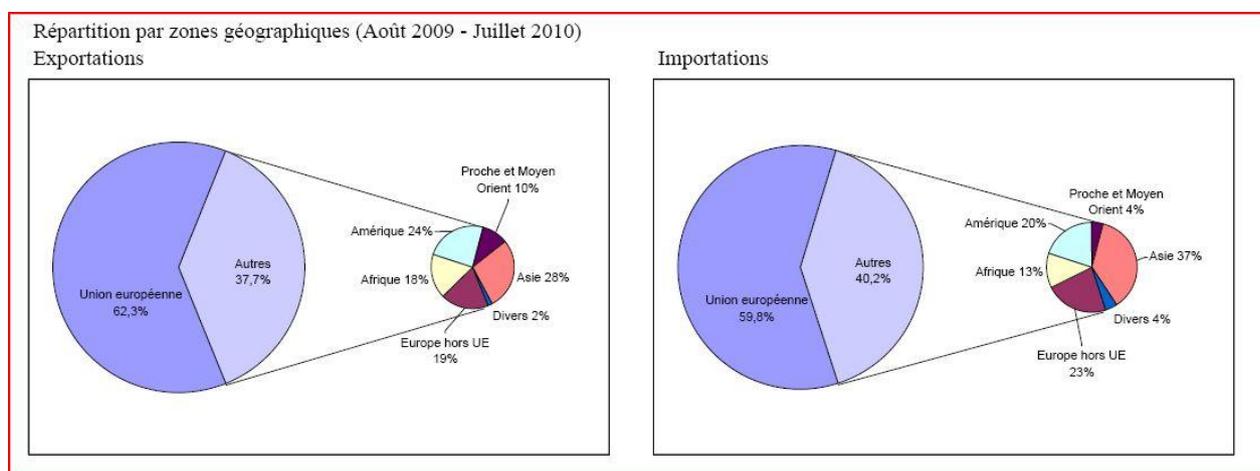
Le commerce extérieur de la France désigne l'ensemble des échanges de biens et services entre la France et le reste du monde.

La France est une grande nation commerçante : 4ème place des exportateurs de marchandises, avec 6% des exportations mondiales et 5ème place des importateurs dans le secteur des services. Le taux d'ouverture est de 23%

*GRAPHIQUE III-3-1 : Evolution des échanges de la France (2001-2009)*



GRAPHIQUE III-3-2 : répartition des exportations par zone géographique



Source :

<http://lekiosque.finances.gouv.fr/APPCHIFFRE/Etudes/tableaux/aperçu.pdf>

La France réalise plus de 62% de son commerce extérieur avec des pays européens ayant la même monnaie. Son premier partenaire commercial est l'Allemagne.

En dehors de la zone euro, la France établit des échanges commerciaux très dynamiques avec l'Asie, en l'occurrence avec la Chine, les pays européens ne faisant pas partie de l'union européenne.

## 2. Développement du marché boursier

La modernité de la place financière parisienne a ouvert la voie aux investisseurs étrangers. Ils sont aujourd'hui très présents à la Bourse de Paris. Un chiffre : en

quelques années, leurs achats de valeurs mobilières françaises ont été multipliés par quatre. On estime que les étrangers comptent entre le tiers et 40% de la capitalisation boursière des sociétés cotées en France.

Le marché des actions se place dans le groupe de tête du palmarès mondial, avec une capitalisation boursière qui dépassait les 5.400 milliards de francs à la fin du mois de mai 1998. Et la cote ne cesse de s'enrichir de nouveaux titres, avec les privatisées parmi les plus grosses sociétés, comme France Telecom qui, à lui seul, a représenté plusieurs dizaines de milliards de francs de titres mis sur le marché boursier.

La cotation est effectuée par informatique, la criée ayant disparu depuis plusieurs années au profit d'un système informatique. Le système électronique a été introduit à la Bourse de Paris dès juin 1986 dans une Bourse qui avait vécu des décennies de criée, avec ses groupes de cotation et sa fameuse corbeille disparue au milieu de 1987.

#### b. Les indices boursiers à la Bourse de Paris

Euronext Paris diffuse différents indices de marché ainsi que des indices sectoriels. À l'occasion de la fusion des différents compartiments actions (Premier Marché, Second Marché, Nouveau marché) qui ont donné naissance à Eurolist, de nouveaux indices ont vu le jour afin de rendre mieux compte de l'évolution des marchés.

Il s'agit essentiellement de CAC 40 qui a été créé en 1987 avec 1000 points de base. Il est aujourd'hui le principal indice boursier de Paris. Il est calculé à partir de l'évolution du cours de cotation des 40 sociétés les plus actives du marché parisien. Le CAC40 représente un échantillon significatif des entreprises cotées à Paris en termes de capitalisation boursière, mais également en terme sectoriel pour donner une meilleure visibilité du marché.

Accessoirement au CAC 40, d'autres indices boursiers ont aussi vu le jour à l'instar de CAC Next 20, CAC Mid 100, CAC Small 90, CAC Mid&Small190, IT.CAC, IT.CAC20 SBF 80, SBF 120, SBF 250.

### 3. Flux de capitaux étranger

Avec l'annonce de 523 implantations en 2008, les investisseurs ont maintenu un niveau relativement équivalent de projets (-3 % par rapport à 2007). Selon le Baromètre annuel Ernst & Young de l'attractivité européenne, la France reste ainsi à la deuxième place pour l'attraction des IDE après le Royaume-Uni et avant l'Allemagne.

Selon la base de données ORBIS, quelque 22 510 entreprises étrangères étaient présentes en France en 2008, employant 2,8 millions de personnes, soit 10 % de la population active.

La France est en 2009 la troisième destination mondiale des flux d'investissements directs étrangers, derrière les Etats-Unis et la Chine, selon la Conférence des Nations unies sur le commerce et le développement (Cnuced), avec un flux entrant de 63,5 milliards de dollars<sup>40</sup>. Cependant, ces flux d'IDE comptabilisent également les flux de rachat d'entreprises françaises par des entreprises étrangères et ne représentent pas réellement l'investissement productif réalisé sur le territoire français.

### 4. L'inflation

a) En 2006 l'inflation en France était de 1,6 % (moyenne des 12 mois)

b) L'année 2007 fut très contrastée avec les 8 premiers mois à +1.2% et une envolée en fin d'année avec décembre qui termine à +2.6%. tout de même l'inflation moyenne était de l'ordre de 1,5%.

Evolution par nature de dépenses :

- les services +2.6% (42% du budget moyen)

- les produits manufacturés +0% (31% du budget moyen)

- l'alimentation +1.4% (17% du budget moyen)

---

<sup>40</sup> Les multinationales investissent davantage dans les pays de l'OCDE », dans [Le Monde](#) du 30/06/2006

- l'énergie +1.7% (8% du budget)

## **Section2 : Impact de la crise des subprimes sur la France**

En France les conséquences de la crise des subprime américain a été concrète et visible entreprise, commerce, vie quotidienne, pouvoir d'achat.

La France subit de plein fouet l'impact de la crise avec l'entrée de la France dans la récession.

La crise des subprime a eu des répercussions négatives dans de nombreux domaine : la consommation des ménage souffre de la baisse des pouvoir d'achat, l'investissement des ménages essentiellement en logement a reculer de 2,5% sur l'ensemble de l'année 2009, La dégradation du marché de travail ayant pris le relais de la hausse des prix pétroliers et alimentaires

### *1. Commerce international et production industrielle*

À la mi-octobre 2008, le Baltic Dry Index qui permet d'évaluer l'activité maritime a baissé de 50% en une semaine alors que le resserrement du crédit rendait plus difficile l'obtention de lettres de crédit par les exportateurs.

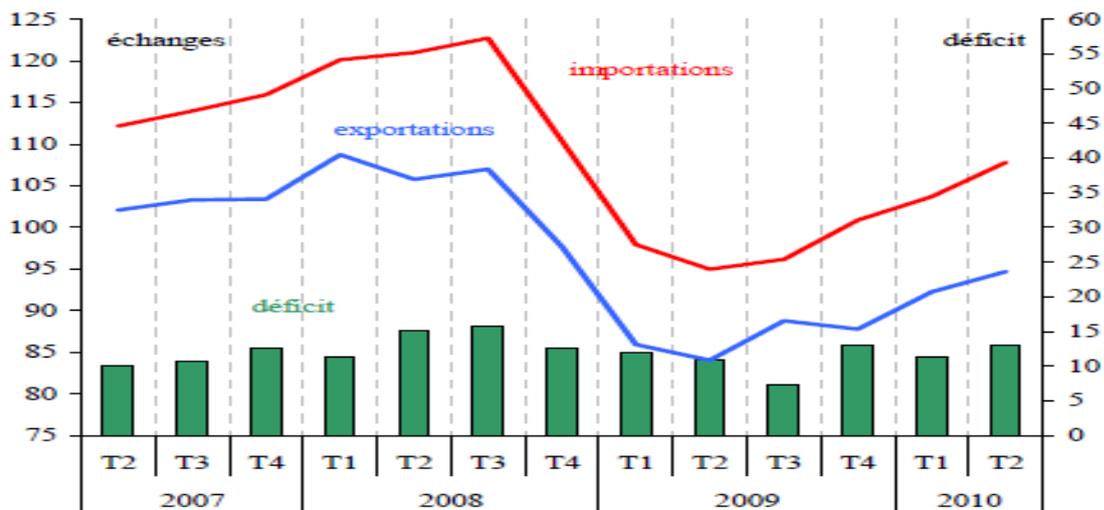
En février 2009, The Economist annonçait que la crise financière avait conduit à une crise de la production industrielle. Les plus fortes baisses d'activité se situant dans les pays tournés vers l'exportation.

Quelques analystes soutiennent même que nous serions entrés dans une période de démondialisation et de protectionnisme après des années d'intégration économique croissante.

L'année 2009 a été marquée par la crise et une contraction sans précédent du commerce mondial, se traduisant par une baisse de la demande mondiale adressée à la France du même ordre de grandeur. Aussi, les échanges extérieurs de la France n'ont pas été épargnés tel que montré dans le graphique ci-dessous :

***Graphique III-3-3 : évolution trimestrielle et déficit commercial.***

***(milliards d'euros)***

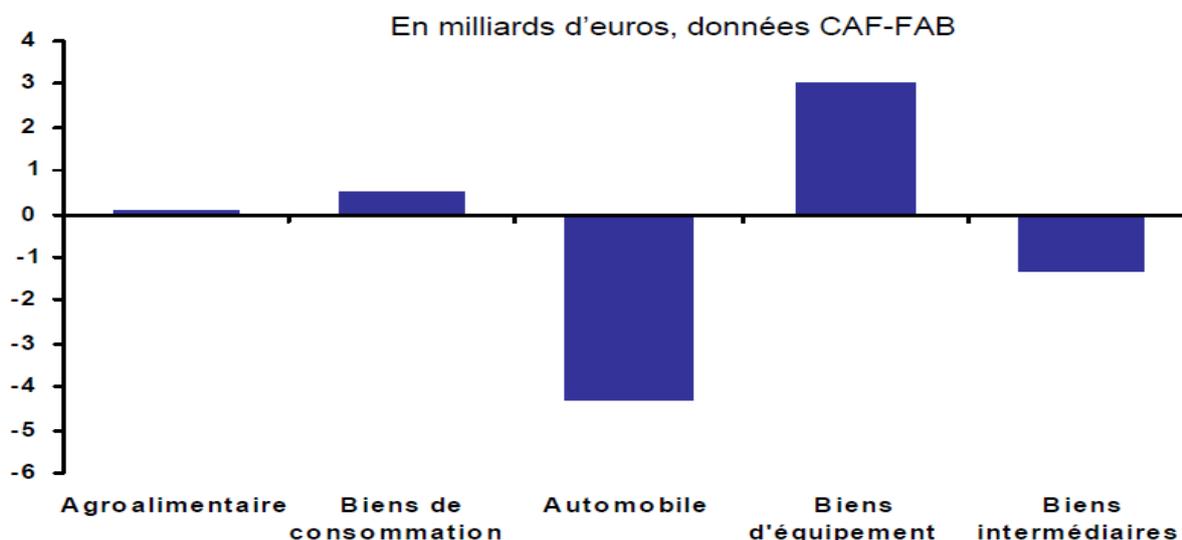


Source : douanes francaises

D'après de le graphique ci-dessus, 2008 avait plutôt bien commencé mais la tendance s'est totalement retournée à l'été 2008 avec une dégradation remarquable du commerce extérieur.

En 2009, le déficit commercial s'est nettement réduit pour s'établir à 43 milliards d'euros après 55,4 milliards d'euros en 2008. Ce recul résulte principalement de la baisse de la facture énergétique, en lien avec la baisse du prix du pétrole par rapport à l'année dernière.

GRAPHIQUE III-3-4 : Contribution des différents secteurs à l'évolution du solde commercial hors énergie entre 2007 et 2008



Source : DOUANE FRANCAISES

Les mauvais résultats du secteur automobile français, particulièrement sinistré, ont contribué à la dégradation du solde du commerce extérieur (plus de 12 milliards d'euros d'excédent en 2004 contre environ 3 milliards d'euros de déficit en 2008).

En revanche, il est intéressant de noter que, hors énergie et hors automobile, le reste des exportations françaises s'est plutôt bien comporté en 2008 notamment les biens d'équipement (grâce par exemple à l'activité d'Airbus...).

### *2. Impact sur le marché automobile*

Après un ralentissement durant l'été 2008, le marché automobile français est à son tour touché par la crise, accusant une chute de plus de 7% en octobre 2008. Les constructeurs annoncent alors des réductions de production et la mise en place de chômage partiel. Les ventes de voitures particulières neuves reculent pour les deux groupes français. De manière plus prononcée chez Renault que chez PSA Peugeot Citroën, selon les chiffres publiés par le Comité des constructeurs français d'automobiles (CCFA) (04/11/2008).

### *3. Impact sur le Marchés financiers*

#### *a- Impact sur le marché boursier : CAC 40 :*

Le choix du CAC 40 n'est pas fortuit car il est l'indice vedette de PARIS et donne une vue d'ensemble sur l'évolution de la bourse.

Le CAC 40 a subi un effondrement de ses cotations à partir du deuxième semestre de 2007 en creusant des pertes de près de 5000 points à fin 2008.

*GRAPHIQUE III-3-5: évolution de l'indice boursier CAC 40, depuis le déclenchement de la crise financière.*



Source : [www.boursier.com](http://www.boursier.com)

*b- impact sur les banques :*

Les banques françaises sont plus solides aujourd'hui que les institutions américaines, car elles s'assoient sur un modèle de banques universelles (sont la plupart du temps banques d'investissement et banques de détail). De ce fait, elles subissent moins les effets de la crise de liquidité sur le marché interbancaire (leurs dépôts leur assurent une certaine autonomie).

Toutefois, certaines d'entre elles n'ont pas échappé à la secousse, c'est le cas du crédit agricole et de la société générale et de NATIXIS ayant subi des pertes au total de 14 milliards d'euros (voire graphique ci-dessous).

*GRAPHIQUE III-3-6 : impact de la crise financière sur les banques françaises.*

	Impact de la crise (coût du risque + dépréciations) en milliards d'euros	Levée de capitaux* en milliards d'euros	Variation de l'action sur 1 an**
Crédit Agricole SA	5,37	5,90	-40 %
Société Générale	4,33	5,50	-50 %
Natixis	2,16	0,85	-41 %
BNP Paribas	1,71	Pas de levée	-25 %
Dexia	0,93	Pas de levée	-31 %
Total : 14,5 milliards d'euros			

\* Actions et dette \*\* au 15 mai

Source : Fédération Bancaire de France

Contrairement aux banques citées, la BNPP a tiré son épingle du jeu. Elle a même fait de belles affaires. Cette institution a réussi un coup de maître en rachetant les activités belges, luxembourgeoises et internationales de la banque belge Fortis pour 14,7 milliards d'euros. Elle met ainsi la main sur 1.100 agences et 3 millions de clients. Cette belle opération vient, de toute évidence, rassurer les épargnants et actionnaires de ses filiales en France et à l'international.

Un fort engagement des pouvoirs publics pour sauver les banques et par là le système financier. Cet engagement s'est traduit par une aide directe des États aux banques par voie de recapitalisation et de garanties apportées pour certains actifs et enfin baisse des taux d'intérêts des banques centrales (celles-ci bien que non directement liés à l'État de nos jours sont quand même la propriété de tous et ont pour mission de protéger le bien commun).

#### 4- Impact sur les IDE

La France a vu ses investissements directs étrangers (IDE) entrants reculer de 15% en 2009, tandis que les IDE sortants se sont repliés de 11%.

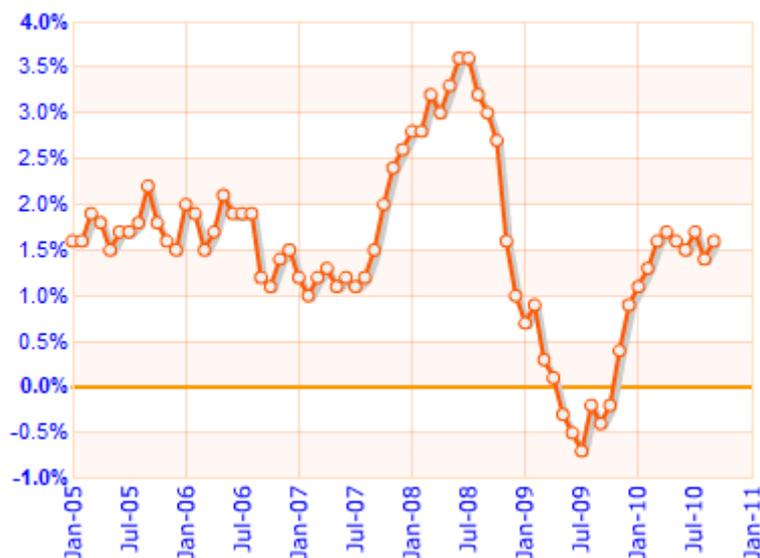
Les secteurs d'activité sont touchés différemment. Par exemple, l'édition de logiciels connaît une baisse de 18 % du nombre de projets et une chute de 47 %

des créations d'emplois. Alors que les projets des investisseurs étrangers dans les énergies renouvelables ont augmenté de 16 %.

#### *5- Impact sur l'inflation*

L'analyse du graphique ci-dessous fait ressortir que sur l'année 2008 l'inflation aura été atypique. Elle a suivi l'envolée du prix du pétrole qui a frôlé les 150 dollars mi-2008 puis ensuite chute sur le deuxième semestre. La baisse générale des prix des matières premières, suite au ralentissement de la demande mondiale avec la crise financière, a encore accentué la baisse de l'inflation. La baisse s'est poursuivie pour atteindre une déflation de 0,7% et remonter par la suite jusqu'à 1,50% d'inflation au mois de septembre 2010.

#### **GRAPHIQUE III-3-7 : inflation en France (2005-2010)**



Source : [www.France-inflation.com](http://www.France-inflation.com)

En 2008 l'inflation moyenne s'établit à 2.8%<sup>41</sup> avec de fortes fluctuations tout au long de l'année alors qu'en 2009 l'inflation moyenne était de 0,1%<sup>42</sup>. Certaines familles de produits ont assez fortement augmenté en 2008:

Les produits alimentaires + 5.1%

L'énergie pour le chauffage domestique + 9.6%

Les carburants + 12.1%

L'économie française au été affectée à plusieurs canaux de transmissions. L'impact négatif sera 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 subit 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 de paris a reculé de plusieurs points. Les banques qui ont subit des pertes pour certaines et une aubaine pour d'autres (exemple de BNPP), bien que soutenues par l'Etat sont toujours soucieuses de la qualité de l'emprunteur ce qui les amène à réduire le degré de leur implication dans le financement de l'économie.

<sup>41</sup> INSEE (Institut National des Statistiques et des Etudes Economiques)

<sup>42</sup> INSEE (Institut National des Statistiques et des Etudes Economiques)

## **Chapitre 4 : stabilisation du système financier international, Quelques résolutions :**

### **Section 1 : Participation du secteur privé à la prévention et à la résolution des crises**

Une participation accrue du secteur privé à la prévention et à la résolution des crises peut limiter l'aléa moral, renforcer la discipline de marché en facilitant une meilleure évaluation des risques, et améliorer les perspectives des débiteurs et des créanciers.

Les efforts de prévention doivent être axés sur la mise en oeuvre de politiques avisées, le renforcement des systèmes financiers et l'établissement d'un dialogue constructif avec les créanciers privés.

Le FMI encourage ses pays membres à profiter des périodes de relative accalmie pour mettre en place des mécanismes pouvant faciliter la résolution ordonnée des crises, tels que les clauses d'action collective dans les contrats d'émissions obligataires et les lignes de crédits préventives.

Lorsque des crises se produisent, ce qui est inévitable, il importe que les créanciers privés restent impliqués. Dans certains cas, on peut jouer de l'effet catalytique des concours du FMI ou d'autres sources officielles pour convaincre les créanciers privés de maintenir leurs engagements. Dans d'autres, il peut être nécessaire de recourir à des mécanismes tels que la restructuration de la dette pour faire en sorte que les programmes d'ajustement des pays soient intégralement financés, sans recours excessif aux sources de capitaux officiels.

D'autres initiatives visant à consolider les systèmes financiers nationaux de même que le système international consistent à aider les pays à prendre la mesure de leurs vulnérabilités externes et à se doter de régimes de change appropriés.

## **Section 2 : Redonner à la Bourse sa fonction initiale**

Il s'agit 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. Pire, les Bourses ont cessé de financer les besoins des entreprises et ont, au contraire, commencé à exiger des entreprises des efforts en vue de mieux rémunérer actionnaires et spéculateurs.

- Mieux encadrer l'encours des produits dérivés, voire supprimer les plus risqués pour la finance internationale. Déjà, par le passé, les dégâts provoqués par ces produits ont conduit les pays du G7 à recommander un suivi de leur évolution au niveau mondial.

- 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 la vocation principale est d'aider les pays demandeurs à trouver des solutions au déficit de leur balance des paiements.

- Mettre en place une réglementation sévère pour sanctionner les délits d'initié.

- Mettre également en place une réglementation qui réprime les manipulations d'informations visant à embellir les comptes des entreprises cotées pour susciter, à tort, la confiance des investisseurs et des épargnants, à l'instar de ce qui s'est passé dans l'affaire Enron ou World Com. Cette réglementation doit réprimer les agissements de certaines agences de notation qui ont contribué à la diffusion des risques à l'échelle mondiale dans la crise des subprimes.

- Le Prix Nobel français Maurice Allais propose, quant à lui, en plus d'une réforme en profondeur des règles régissant l'octroi des crédits, une réforme du système financier qui aboutirait à la création d'une monnaie internationale. Pour lui, en effet, l'utilisation du dollar comme monnaie de référence a pour effet de financer les déficits des USA par la communauté internationale.

## **Section 3 : Régime du change viable**

On a souvent associé les crises financières au manque de cohérence entre le régime de change et les autres politiques économiques. Les discussions portant sur l'architecture ont mis l'accent sur la tendance des pays à opter 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, être accompagnés par des politiques extrêmement rigoureuses.

Même dans ces conditions, les régimes de parité fixe peuvent être durement éprouvés par les mouvements de capitaux lorsque ces derniers sont libéralisés sans préparation adéquate ou bien ordonnée. Comme l'expérience récente l'a démontré, la décadence de régimes de parité fixe ou leur abandon dans des circonstances incontrôlées peuvent être très coûteux.

Le FMI conseille donc à chacun de ses membres de choisir le régime de taux de change qui répond le mieux à ses besoins, compte tenu des caractéristiques et des circonstances de son économie et du niveau de développement de ses institutions. Toutefois, quel que soit le régime retenu, c'est la rigueur des politiques sous-jacentes et la solidité des institutions qui, en dernière analyse, seront garantes d'une croissance soutenue et la stabilité financière.

#### **Section 4 : Renforcement de la supervision financière et de la régulation**

Un Conseil de la stabilité financière se substituerait au Forum de stabilité financière (FSF) (instance de coopération et de discussion créé en février 1999 à l'initiative des ministres des finances et des gouverneurs des banques centrales des pays du G7. Le FSF regroupe les autorités monétaires et financières, les superviseurs et les régulateurs des grandes places financières, ainsi que diverses institutions ou organisations internationales). Il sera chargé, en coopération avec le FMI, d'établir un mécanisme d'alerte sur les risques macroéconomiques et financiers et de proposer des mesures pour y faire face.

La supervision serait étendue à tous les acteurs du marché, notamment aux hedges funds. Les agences de notation seraient régulées. Le "hors-bilan" des banques devra être intégré dans le calcul des ratios prudentiels, de sorte que l'endettement des banques n'échappe plus à tout contrôle.

### **Section 5 : Détection et contrôle de la vulnérabilité externe**

Dans le cadre de son mandat de surveillance des politiques économiques et leur évolution à l'échelle internationale, 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. L'absence de données fiables (notamment sur les réserves de changes) était au cœur des crises survenu aux Mexique en 1995 et en Thaïlande en 1997 et c'est la raison pour la quel le FMI insiste sur l'importance de disposé en tant voulu de statistiques exactes et complètes.

Les travaux d'amélioration du système de données et des dispositifs institutionnels entreprise dans chaque pays dureront dans bien des cas de nombreuses années. Il s'agit la d'un domaine ou l'assistance technique et particulièrement importante évidemment la qualité des données et un contrôle permanent ne suffisent pas. Comme toujours, il reste essentiel que chaque pays mène une politique macroéconomique saine et maintienne ses réserves internationales à un niveau adéquat.

### **Section 6 : Renforcement des systèmes financiers**

En mai 1999 le FMI et la banque mondiale ont lancé de concert un programme d'évaluation du secteur financier (PESF) ayant pour objectif de déterminer les points forts, les risques et les vulnérabilités des systèmes financiers nationaux et

de déterminer les besoins des pays en matière de développement et d'assistance technique. Ce programme a déjà été mis en œuvre dans plus de 24 pays et on souhaite maintenant l'étendre chaque année à 24 autres, en commençant par ceux qui sont important pour la santé du système financier mondiale.

Le FMI commence également à s'intéresser aux places financières off shore, et il examine, en collaboration avec la banque mondiale, comment ces places financières pourraient contribuer à la lutte contre les abus financiers, en particulier le blanchiment d'argent.

### **Section 7 : L'adhésion a des normes et codes internationaux de bonne conduite**

L'importance croissante du marché international des capitaux, en tant que source potentielle du financement des investissements et du développement a travers le monde, a mis en lumière l'importance de la réputation des débiteurs comme facteur d'attraction ou de répulsion des capitaux. Les crises des années 1990 ont aussi révélé a 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<sup>43</sup>

De la est issu un foisonnement d'initiatives, publiques et privés, tendant a codifier les meilleurs pratiques en usage dans les différents domaines susceptibles d'influencer la stabilité financière et a recommander l'adhésion a ces code et normes de la part des autorités concernées.

L'adhésion a 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.

---

<sup>43</sup> Institution économiques internationales, P156, JEAN-JACQUES Rey ; 3<sup>e</sup> Edition.

Les principales réalisations, qui mettent l'accent sur le rôle du FMI, sont les suivantes :

Amélioration progressive de la qualité et de l'exactitude des données économiques diffusées par les autorités nationales et d'autres institutions;

Application croissante de codes de bonnes pratiques qui sont essentiels pour le bon fonctionnement de l'économie; création de la facilité de lignes de crédit préventives (LCP), permettant au FMI, pour la première fois, d'accorder des prêts à titre préventif, afin d'éviter une crise.

Les cinq grands domaines de coopération internationale en matière de réforme sont énumérés ci-après. Nombre de ces initiatives supposent un renforcement de la surveillance dont le FMI est chargé, et au travers de laquelle il fournit aux pays membres une évaluation et des avis sur leur économie. La réforme des institutions financières internationales telles que le FMI s'inscrit donc dans les travaux entrepris afin de faire face aux mutations rapides de l'économie mondiale.

En juillet 2002, un règlement européen a confirmé la décision de la commission européenne d'imposer à toutes les sociétés européennes l'élaboration de leurs états financiers consolidés conformément aux normes comptables IAS/IFRS. Ces nouvelles règles s'appliqueront dans un premier temps à environ 7 000 entreprises, dont près de 1100 groupes français et 29000 filiales. A titre optionnel, elles pourraient également toucher les quelque 8000 groupes français non cotés établissant des comptes consolidés, ainsi que leurs filiales dès 2005. A terme, toutes les entreprises pourraient relever de cette normalisation.

Dans ces normes, l'information financière ne repose plus sur la notion du coût historique mais sur celle de la « juste valeur ».

Cette notion répond à l'optique financière des IFRS qui vise à satisfaire, en premier lieu, les besoins informationnels des investisseurs. Elle survient suite aux nombreuses critiques adressées au coût historique. En effet, les défenseurs du principe de juste valeur reprochent à la comptabilisation en coût historique sa

myopie vis-à-vis de l'évolution des marchés financiers et son incapacité à traduire la réalité économique et l'image fidèle du patrimoine de l'entreprise.

La notion de juste valeur implique un changement important sur les postes du bilan de l'entreprise. Les actifs et les passifs sont enregistrés à leur juste valeur, qui englobe aussi bien la valeur de marché, si l'actif ou le passif est échangé sur un marché actif, que sa valeur d'utilité dans le cas contraire. Bien évidemment, les actifs et passifs ne sont pas tous concernés par la juste valeur. En effet, les actifs et passifs à court terme ne requièrent pas d'actualisation, cependant la notion de juste valeur, et plus généralement la nouvelle normalisation internationale, privilégie la réalité économique à la forme juridique, ce qui implique l'intégration dans le bilan des éléments considérés par l'ancien dispositif comptable comme des éléments hors bilan.

En consultation avec d'autres institutions, le FMI a élaboré des normes ou des codes de bonnes pratiques dans ses principaux domaines de compétence: la norme spéciale de diffusion des données, le code de bonnes pratiques en matière de transparence des finances publiques, le code de bonnes pratiques pour la transparence des politiques monétaire et financière, ainsi que des directives concernant la solidité du secteur financier (voir ci-dessous).

D'autres organismes de normalisation s'efforcent d'élaborer, de renforcer et faire largement adopter des normes internationales dans les domaines suivants : comptabilité et vérification des comptes; faillites; gouvernement d'entreprise; réglementation des marchés de valeurs; et politique sociale.

Pour aider les pays à appliquer ces «codes de conduite», le FMI a préparé à titre expérimental des rapports sur l'observation des normes et codes (RONC) qui décrivent la façon dont les règles économiques et financières internationalement reconnues sont appliquées par les pays concernés.

L'encadré suivant mentionne les principaux codes et normes publiés, en indiquant à la fois le domaine concerné et l'agence publique et privée qui en assume la responsabilité.

Tableau III-3-1 : codes et normes internationales.

Domaine	Code et norme	Instance
Politique monétaire et financière	Code de bonnes pratiques pour la transparence des politiques monétaire et financière	FMI
Politique budgétaire	Code de bonnes pratiques en matière de transparence des finances publique	FMI
Diffusions des données	Normes spéciales de diffusion des données système général de diffusion des données.	FMI
Gouvernance d'entreprise	Principes relatifs au gouvernement d'entreprise.	FMI
Comptabilité	Normes de vérification internationales (ISA)	FMI
Audit	Normes de vérification internationales (ISA)	FMI
Paiement et règlement	Principes fondamentaux pour les systèmes de paiements d'importance systémique	CSPR
Intégrité des marchés	40 recommandations du groupe d'action financière sur le blanchiment des capitaux	GAFI
Contrôle bancaire	Principes fondamentaux pour un contrôle bancaire efficace.	CBCB
Operations sur titres	Objectifs et principes de la régulation financière	OICV
Compagnies	Insurance core principes	

d'assurances		
--------------	--	--

Source : Institution économiques internationales, P156, JEAN-JACQUES Rey ; 3<sup>e</sup> Edition.

Bien que l'on s'accorde généralement que le système financier international et l'économie mondiale vont bénéficier de l'élaboration et l'adoption de codes et normes internationale reconnus, les défis dans la réalisation de cet objectif sont considérables. En outre, les participant au marché privé ont pour leur part d'effort pour que cette approche pour que améliorer le système financier international et de produire le type de résultats, dont les partisans de la mondialisation peuvent être fières.

D'autre effort doivent être déployé pour faire en sorte que le système financier mondial donne une solide assise au développement économique et humain. Mais il faux dire en toute justice que la façon dont la politique économique et les affaires financières sont conduites de part le monde est entrain de changer parce que la reforme du système financier international est en marche.

## **Conclusion**

On constate que même si l'intégration financière internationale améliore l'accès aux marchés financiers et les possibilités de diversification des risques, Cependant, la crise récente a également affiné notre compréhension du risque de destabilisation de l'intégration financière. De ce fait, nous constatons que l'intégration financière augmente la probabilité d'une crise financière et aggrave l'impact de celle-ci, et peut aussi augmenter les possibilités de contagion de la crise entre les pays.

la comparaison des effets de la crise des subprimes sur trois pays dans cette étude de cas, nous montre qu'effectivement , plus le pays est intégré au système financier international plus il est affecté par la crise, on peut l'expliquer par la contagion entre pays qui augmente avec l'intégration financière internationale d'un pays, alors que l'intégration financière n'est pas une force de destabilisation en soi, les risques d'instabilité peuvent apparaître si les forces motrices sous-jacentes plus forte intégration financière internationale reflète les déséquilibres économiques mondiaux. Il est raisonnable de soutenir que le boom d'avant la crise du marché immobilier américain et les marchés de titrisation reflète dans une certaine mesure la demande étrangère pour les actifs américains de haute sécurité résultant de "l'épargne mondiale excédentaire" dans le contexte de persistance des déséquilibres mondiaux.

Par conséquent, la demande d'actifs étrangers, non seulement fait baisser le taux d'intérêt américains à risque, mais aussi compressé les primes de risque sur les actifs risqués. Le faible coût de financement favorisé à son tour une augmentation du niveau d'endettement du secteur financier domestique qui a exacerbé le risque systémique. Cette interprétation des événements soulève une question importante, à savoir que l'augmentation de la stabilité du système financier mondial ne devrait pas être fait en repoussant la mondialisation financière, mais d'abord régler le problème des déséquilibres mondiaux.

Ce travail ne met pas en cause l'intégration financière. Au contraire nous pensons toujours que l'ouverture financière peut stimuler la croissance économique dans les pays hôtes à condition qu'elle soit bien régulée.

Il est donc primordial que les dispositifs de stabilité financière suivent le rythme avec le degré d'intégration financière. Ces arrangements devraient être particulièrement ambitieux dans l'UE et la zone euro, qui sont caractérisés par un degré très élevé d'intégration financière.

## **Conclusion :**

L'évolution du système financier international, depuis 30 ans, se caractérise bien sûr par une expansion énorme en volume et en types d'activité, mais surtout par l'imbrication de plus en plus conséquente des acteurs.

La fragilisation de l'ensemble vient de la faiblesse du système lorsqu'un de ses maillons cède, un risque qui augmente avec la croissance de l'interdépendance. La volatilité des taux de change et des taux d'intérêt, à la fois cause et effet de la marchandisation, est révélatrice de cette situation. La politique monétaire, limitée à la seule variation des taux d'intérêt, loin d'atténuer le problème, l'accentue.

La stabilité financière est un bien public mondial. Les crises financières internationales de ces deux dernières décennies sont la preuve, et montrent l'importance d'une coopération étroite et rapide entre les autorités gouvernementales et monétaires des états avec leurs homologues internationales. Sans intensification de la coopération internationale, il ne peut y avoir un système financier stable, réactif et durable. La communauté internationale s'est employée à mettre en place un cadre de politique économique propre à réduire la fréquence et l'ampleur des crises futures.

La mise en place d'un système financier international plus solide et plus stable réduira la vulnérabilité du monde à des crises financières dévastatrices et permettra à tous les pays de bénéficier des avantages de la mondialisation, et de l'intégration financière internationale phénomène dont la capacité à accélérer la croissance et à améliorer le niveau de vie est bien établie.

# *Bibliographie*

## Bibliographie

### Documentation en Français

#### I- Livres

- 1- JEAN Marie Le Page, *crises financières internationales & risque systémique*, Edition de Borck & Larcier S.A., première Edition, 2003.
- 2- JACQUES-HENRI David, *Crises financières et relations monétaires internationales*, Edition Economica, 1985.
- 3- CROZET Yves, ABDELMALIKI Lahcen, DUFOURT Daniel, SANDRETTO René, *Les grandes questions de l'économie internationale* ;deuxième Edition, Nathan vent Edition, 2001.
- 4- FLANDREAU Marc, *Economie internationale*, La revue du CEP II N° 78, 2° Trimestre, La documentation française - Paris, 1999.
- 5- *GUIDE DE LA BANQUE MONDIALE*, 1° Edition, De Boeck & Larcier S.A, 2005.
- 6- DROUIN Michel ; *Le système financier international*, Armand Colin, HER, Paris, 2001.
- 7- ARNAUD De Savigny, IVAN Zelenko, *Economie Financière*, DUNOD, Pris, 1999.
- 8- A. Benachenhou, *Développement et coopération internationale*, Office des publications universitaires, 1982.
- 9- JEAN-JAQUES Rey, DUTRY Julie, *Institutions Economiques Internationales*, 3° Edition, Bruylant Bruxelles, 2001.
- 10- Alain BEITONE, Christine DOLLO, Jean-Pierre GUIDONI, Alain LEGARDEZ ; *Dictionnaire des Sciences économiques*, Armand Colin Editeur, PARIS 1991.
- 11- Michel AGLIETTA, *l'économie mondiale*, Édition la découverte, collection repères, paris, 1999.

- 12- ANDRE Dumas, *l'économie mondiale*, 2<sup>e</sup> Edition, De Boeck & Larcier s.a. 2003.
- 13- ANDREW Harrison, ARTUGRUL Dalkiran, ENA Elsey, *business international et mondialisation*, 1e Edition De Boeck & Larcier s.a, 2004.
- 14- Suzanne DE BRUNHOFF, Richard FERNETTI, Robert GUTTMANN, Dominique PLHON, Pierre SALAMA, Claude SERFATI ; *la mondialisation financière « genèse, cout et enjeux »* ; Edition SYROS ; 1996.
- 15- André DUMAS, *l'économie mondiale «Commerce\*Monnaie\*Finance » 2<sup>e</sup> édition*, De Boeck & Larcier s.a, 2003.
- 16- Christian AUBIN, Philippe NOREL, *Economie internationale « fait, théorie et politiques »*, Editions du seuil, Mars 2000.
- 17- Yves LE DIASCORN, Didier BLONDEEL, « *le nouveau désordre économique mondiale « le capitalisme et ses crises »*, Ellipses 1995.
- 18- Pierre DALLEENNE, Luc LECRU, « *Croissance et mutations de l'économie mondiale depuis 1945 »*, Ellipses Edition marketing S.A., 2003.
- 19- Philippe D'ARVISENET, Jean-Pierre PETIT, *économie internationale « la place des banques »*, DUNOD, Paris, 1999.
- 20- MICHEL Jura, « *Technique Financière Internationale »*, 2<sup>e</sup> édition, DUNOD.
- 21- Jean-Didier LECAILLON, Jean-Marie LE PAGE, Christian OTTAVI, « *Economie contemporaine : Analyse et diagnostics »* ; De boek université, 3<sup>e</sup> édition, 2008.
- 22- J-L Bailly, Collectif, *économie monétaire et financière*, édition Bréal ; 2006.
- 23- Emmanuel NYAHOHO, *finances internationales : théorie, politique et pratique* ; presse de l'université du Québec, 2<sup>e</sup> Édition ; 2002.

- 24- Frédéric MISHKIN ; « *monnaie, banques et marchés financier* », 9eme édition, pearson 2010.
- 25- Laurent CARROUE, Didier COLLET, Claud RUIZ ; Edition Bréal ; 2006.

## **II- Mémoires :**

- 1- Crises financières et contagion: cas de subprime  
par zouari zeineb et hammami samir IHEC Sousse - Maitrise en Actuariat et Finance
- 2- Le FMI et la crise financière internationale depuis les années 80  
par Jean Bruno RAKOTOMALALA  
Université Montesquieu Bordeaux IV - DEA

## **III- Articles et revues :**

- 1- *La crise des subprimes, Rapport Patrick Artus, Jean-Paul Betbèze, Christian de Boissieu et Gunther Capelle-Blancard*, Réalisé en PAO au Conseil d'Analyse Économique par Christine Carl, La Documentation française. Paris, 2008.
- 2- Bernard ÉLIE, « *l'évolution du système financier international et son impact dans les années 1990* », 1992.
- 3- Andre Cartapanis « *La Nouvelle Architecture Financiere Internationale Economie Politique Internationale Et Règles Procédurales* ».
- 4- Article Elaboré par : Riabi Walid, Rebi Makrem, Riehi Aymen ; Intégration financière internationale ; Université de Tunis El Manar ; Faculté des Sciences Economiques et de Gestion de Tunis ; 2006-2007.
- 5- Article élaboré par : Abdelatif Kerzabi Maître de conférences, Abdelatif Chelil Maître de conférences, Mohamed Saidani Chargé de cours ;

Faculté des sciences économiques et de gestion Université de Tlemcen  
ALGERIE.

- 6- REVUE DE LA BANQUE DU CANADA • ÉTÉ 2008 ; L'intégration de la Chine au système financier mondial ; *Paul Masson, Wendy Dobson et Robert Lafrance*
- 7- Evolution et effets incitatifs des stock-options: cas du marché financier français, Elmarzougui Abdelaziz, Mars 2006
- 8- ANIMA :Invest in Med, Etude n° 1, mai 2008. Investissement Direct Etranger vers MEDA en 2007Barthe (Marie A.) : Economie de l'Union Européenne, 2e ed. Economica, Paris, 2003.
- 9- Publication du professeur KHELADI Mokhtar, L'Union pour la Méditerranée vue d'Algérie : mythe et limites.
- 10- Françoise LEMOINE in « la CHINE dans l'économie mondiale ».
- 11- Brice Pedroletti, "L'afflux de liquidités provoque encore une flambée boursière à Hongkong et en Chine", *Le Monde* du 3/11/2009
- 12- Compte rendu de la réunion organisée dans le cadre du cercle de réflexion des économies asiatiques avec Françoise Nicolas, économiste de l'IFRI, et présidée par Valérie Niquet, Directeur du Centre Asie de l'IFRI.

#### IV- Sites internet :

- 1- [www.wikipedia.org](http://www.wikipedia.org)
- 2- [www.bourse-investir.com](http://www.bourse-investir.com)
- 3- [www.guiderachatcredit.info](http://www.guiderachatcredit.info)
- 4- [www.droit-finances.commentcamarche.net](http://www.droit-finances.commentcamarche.net)
- 5- <http://lekiosque.finances.gouv.fr>
- 6- <http://perspective.usherbrooke.ca/>
- 7- [www.ambafrance-cn.org](http://www.ambafrance-cn.org)

## **Documentation en anglais :**

### ***I- Books***

- 1- Dilip K. Das, *international finance: contemporary issues*; edited by dilip k.das, 1992.
- 2- Kluwer EAW; *the international financial system :policy and regulations, 2009.*

### ***II- articles***

- 1- Speech by José Manuel González-Páramo, Member of the Executive Board of the ECB International and European Affairs, Dublin 19 February 2010.

المراجع باللغة العربية:

- 1 الدكتور ميثم عجام، التمويل الدولي، زهران للنشر، 2006.
- 2 علي عبد الفتاح ابو شرار، الاقتصاد الدولي : نظريات و سياسات، دار المسيرة للنشر والتوزيع و الطباعة، 2007.

# TABLE DES MATIERES

Remerciements.....	I
Introduction générale .....	II
Sommaire.....	III

## PREMIERE PARTIE

### Le Système Financier International

Introduction .....	4
--------------------	---

#### CHAPITRE 1

<b>Constitution du Système Financier International (SFI) .....</b>	<b>5</b>
--	----------

<i>Section 1 : Définition .....</i>	<i>5</i>
-------------------------------------	----------

<i>Section 2 : La Globalisation et intégration financière internationale</i>	
--	--

.....	7
-------	---

1. Globalisation financière .....	7
-----------------------------------	---

2. L'intégration financière internationale .....	12
--	----

<i>Section 3 : mouvement internationaux des capitaux .....</i>	<i>20</i>
--	-----------

1- Les flux internationaux des capitaux .....	20
---	----

2- Les euromarchés .....	25
--------------------------	----

3- Les centres offshores .....	27
--------------------------------	----

#### CHAPITRE 2

<b>Les Mutation qui ont affectés le système financier international.....</b>	<b>31</b>
--	-----------

<i>Section 1 : L'émergence du système financier international 1946-1974 .....</i>	<i>32</i>
---	-----------

1. L'esprit de BRETTON WOODS .....	32
------------------------------------	----

2. Les caractéristiques formelles du SMI issu de Bretton Woods .....	35
--	----

3. La fin du système monétaire de Bretton Woods 1973 .....	38
--	----

<i>Section 2 : L'endettement généralisé (1973-1981).....</i>	<i>40</i>
--	-----------

Section 3 : La financiarisation de l'économie mondiale (depuis 1982....	43
1- Le développement des flux de capitaux internationaux.....	43
2- La « fragilisation » du système financier international.....	43
a. La marchandisation du financement .....	43
b. L'innovation financière et les instruments financiers dérivés.....	44
c. Un risque généralisé croissant.....	45

### **CHAPITRE 3**

<b>Architecture Du Système Financier International.....</b>	<b>49</b>
Section 1 : La Banque Mondiale .....	50
e. Les cinq institutions du groupe de la banque mondiale .....	50
f. Historique de la SFI.....	51
g. L'organisation du groupe de la banque mondiale .....	52
h. Le fonctionnement du groupe de la banque mondiale .....	52
<i>Section 2 : Fonds Monétaire International.....</i>	<i>54</i>
1. L'évolution de la structure financière du FMI .....	54
2. le rôle du FMI.....	55
3. Création des <u>droits de tirage spéciaux</u> .....	57
<i>Section 3 : Les Autres Enceintes .....</i>	<i>59</i>
1. Groupe des Sept.....	59
2. Groupe des Huit... ..	60
3. Groupe des Dix.....	61
4. Groupe des Vingt .....	62

5. Groupe des Vingt-quatre.....	63
6. Club de Londres .....	63
7. Club de Paris.....	63
8. L'organisation de coopération et de développement économiques...	64
9. La banque des règlements internationaux.....	64

## **DEUXIEME PARTIE**

### **Fragilité du système financier international Et diffusion des crises**

Introduction.....	65
-------------------	----

#### **CHAPITRE 1**

##### **Facteurs de fragilité du système financier international.....66**

*Section 1 : Mutation, libéralisation et globalisation chemin vers l'instabilité de la finance internationale .....*

1. Mutation financière.....	66
2. Libéralisation des mouvements internationaux des capitaux .....	66
3. La globalisation	

*Section 2 : Facteurs de fragilité financière.....*

1. Le rôle du dollar .....	69
2. La financiarisation des déficits de balance des paiements .....	71
3. La fragilité des structures des économies émergentes.....	72

*Section 3 : Les déséquilibres macroéconomique.....*

1. L'inégale répartition de la production mondiale.....	73
2. Le marasme japonais .....	74

3. L'épargne international .....	74
4. Le triangle d'incompatibilité de mundell .....	75
5. Le piège de Peg .....	76

## **CHAPITRE 2**

### **Diffusion des crises dans les pays émergent au cours des années**

<b>90.....</b>	<b>78</b>
<i>Section 1 : définition de crises financières .....</i>	<i>78</i>
<i>Section 2 : crises des pays émergents .....</i>	<i>80</i>
1. La crise mexicaine de 1994 (crise tequilla) .....	80
2. La crise asiatique .....	83
3. La crise russe .....	94
4. La crise argentine 2001 .....	101
<i>Section 3 : Eclatement de la bulle internet et crise financière en 2002</i> .....	<i>104</i>

## **CHAPITRE 3**

### **Crise des subprimes octobre 2008 ..... 106**

<i>Section 1 : Définition et cause déclenchement de la crise des</i> <i>«subprimes ».....</i>	<i>106</i>
1. Définition de la crise des subprimes .....	106
2. Les causes de la crises .....	107
<i>Section 2 : Déroulement et transmission de crise et sa propagation ...</i>	<i>110</i>
1. Déroulement de la crise .....	110
2. Les mécanismes de transmissions .....	111
<i>Section 3 : Les conséquences de la crise sur le marché américain.....</i>	<i>115</i>
1. L'impact de la crise sur les ménages .....	115
2. L'impact sur le dollar .....	116
3. L'impact sur les systèmes financiers mondiaux .....	116

<i>Section 4 : Mesures entreprise pour sortir de la crise.....</i>	120
1. Le G 20 s'engage a stabiliser le système financier mondiale .....	120
2. La réunion du G7 en février a Rome.....	122
Conclusion.....	127

## **TROISIEME PARTIE**

### **Intégration financière international et vulnérabilité des pays aux crises étude de cas l'Algérie, la chine et la France**

Introduction .....	128
--------------------	-----

#### **CHAPITRE 1**

##### **Cas de l'Algérie.....130**

<i>Section 1 : intégration de l'Algérie au système financier international.....</i>	130
1. ouverture de l'Algérie au commerce extérieur.....	130
2. Développement du marché boursier algérien.....	133
3. Flux des capitaux étranger .....	134
Section 2 impact de la crise des subprimes sur l'Algérie.....	138
1. L'impact de cette crise sur les cours du pétrole.....	138
2. Impact sur l'économie réelle .....	139

#### **CHAPITRE 2**

##### **Cas de la chine ..... 141**

<i>Section 1 : intégration de la chine au système financier international .....</i>	141
1. ouverture de la chine au commerce extérieur.....	141
2. Développement du marché boursier chinois.....	144
3. Flux des capitaux étrangers .....	146

<i>Section 2 impact de la crise des subprimes sur la chine .....</i>	148
1. Impact sur le marché immobilier .....	149
2. Impact sur le secteur de la distribution .....	149
3. Impact sur le commerce extérieur .....	151
4. Impact sur les capitaux étrangers .....	153
5. Impact sur le marché boursier .....	155

### **CHAPITRE 3**

#### **Cas de la France .....158**

<i>Section 1 : intégration de la France au système financier international.....</i>	158
1. Ouverture de la France au commerce extérieur .....	158
2. Développement du marché boursier .....	159
3. Flux de capitaux étranger .....	161
4. L'inflation .....	161
5. La croissance de la production industrielle.....	162

#### *Section 2 impact de la crise des subprimes sur la France .....162*

4. Commerce international et production industrielle .....	162
5. Impact de la crise sur le marché de travail .....	165
6. Impact sur le marché automobile .....	165
7. Impact sur le Marchés financiers .....	165

### **CHAPITRE 4**

#### **Stabilisation du système financier international, quelques résolutions ... 171**

Section 1 : participation du secteur privé a la prévention et a la résolution des crises .....	171
Section 2 : redonner à la bourse sa fonction initiale .....	172
Section 3 : régime de change viable.....	173
Section 4 : renforcement de la supervision financière et de la régulation .....	174
Section 5 : détection et contrôle de la vulnérabilité interne .....	174
Section 6 : renforcement des systèmes financiers.....	175
Section 7 : l'adhésion a des normes et code de bonne conduite .....	176
Conclusion .....	165
CONCLUSION.....	184
LISTE DES TABLEAUX ET DE LA FIGURE.....	185
TABLE DES MATIERES.....	

## **Liste des tableaux**

### **Deuxième partie :**

Tableau II-1-1 : Quelques indicateurs du Mexique 1990-1994(en milliards de dollars) .....	81
Tableau II-1-2: Flux de capitaux privés dans cinq pays asiatiques (Corée, Indonésie, Malaisie, Philippines, Thaïlande, en milliards de dollars).....	87
Tableau II-1-3 Évolution des indices boursiers et des taux de change des devises par rapport au dollar américain de janvier à octobre 1997.....	88
Tableaux II-3-1 exposition des banques aux métiers de titrisation et au financement LBO (en % du résultat du groupe, en 2006).....	120
Tableau III-3-1 : codes et normes internationales.....	179

## **Liste des schémas, figures et graphiques**

### **Première partie :**

Schémas I-1-1 définition du système financier international.....	6
Graphique I-1-1 : les flux bruts mondiaux de capitaux.....	23
Graphique I-1-2 : Flux de capitaux dans le monde, milliard de dollars.....	23
Graphique I-2-1 l'évolution de la dette extérieure des PED en trente ans...	41
Graphique I-2-2 : évolution du Prime Rate entre 1970 et 1981.....	42
Graphique I-2-3 : les taux d'intérêt et les revenus d'exportation .....	43

### **Deuxième partie :**

Schémas II-3-1 définition de titrisation .....	111
Schémas II-3-2 : Processus de création du CDO.....	113
Figure II-3-3 : l'ampleur internationale de la crise.....	117
Figure III-3-4 les taux de la fed.....	119
Graphique II-2-1 les variations de l'indice boursier Nasdaq entre 1990 et 2002 .....	104
Graphique. II-3-1 : Evolution du taux de défaut.....	109
Graphique.II-3-2 : croissance du marché des crédits hypothécaires.....	110

### **Troisième partie**

Graphique III-1- 1 : évolution des importations de l'Algérie .....	131
Graphique III-1-2 : exportation en Algérie.....	132
Graphique III-1- 3: Flux d'IDE en Algérie, en millions de dollars.....	134
Graphique III-1-4 évolution des taux d'inflation en Algérie .....	136

Graphique III-2-1 : exportations chinoises de biens et service entre 1970 et 2008.....	142
Graphique III-2-2 : importations de la Chine et de ses tendances de l'année 1980 – 2007.....	144
Graphique III-2-3 : Bourse Chine : évolution de l'indice SSE Composite sur 10 ans.....	145
Graphique III-2-2 : Flux d'IDE vers la Chine: 1983-2006.....	147
Graphique III-2-3 : évolution du commerce extérieur chinois.....	152
Graphique III-2-4 : flux des capitaux étranger en Chine entre jan 2009 et mars 2010.....	154
<i>Graphique III-2-5 : évolution des indices de la bourse de Shanghai entre 2007 et 2010.....</i>	<i>156</i>
Graphique III-3-1 : évolution des échanges de la France (2001-2009).....	158
Graphique III-3-2 : répartition des exportations et des importations par zones géographiques .....	159
Graphique III-3-3: Evolution du nombre des plans d'attributions des stock-options attribués par les 18 entreprises du CAC40.....	163
GRAPHIQUE III-3-4 : Contribution des différents secteurs à l'évolution du solde commercial hors énergie entre 2007 et 2008.....	164
Graphique III-3-5 : l'évolution de la valeur des stock-options attribuées aux dirigeants de 18 firmes du CAC 40 entre 1994 et 2001.....	166
<i>GRAPHIQUE III-3-6 : impact de la crise financière sur les banques françaises.....</i>	<i>167</i>
GRAPHIQUE III-3-7 : inflation en France (2005-2010).....	169

## RESUME

### **Le système financier international en temps normal et en temps de crises**

Ce mémoire a pour objectif d'étudier Le système financier international, ce système qui ne cesse de connaître des mutations et des évolutions profondes dans le temps et dans l'espace. Plusieurs phénomènes peuvent être mis en œuvre pour expliquer et identifier l'importance des transformations qu'a connues le système financier international, en effet, y a trente ans, le monde économique est passé d'un système de change fixe au système de change flottant, et pendant la période qui a suivi, il est aussi passé d'un régime de quasi autarcie-financière en un régime de quasi-totale intégration financière avec la globalisation.

Le monde économique a cependant connu des déséquilibres qui se sont manifestés à travers plusieurs crises qui ont frappé de plein fouillé le système financier international ; des crises qui sont de plus en plus grave avec des conséquences de plus en plus lourdes et qui se propagent de plus en plus vite. Dans ce cadre on a essayé de répondre à une question cruciale : es-que l'intégration financière internationale a contribué à rendre le système financier international plus vulnérable aux crises ?

### **Abstract**

#### **The international financial system under normal circumstances and in times of crises**

This report has for objective to study The international financial system, this system which does not stop knowing transformations and deep evolutions in the time and in the space. to explain and identify the importance of the conversions which knew the international financial system, indeed, thirty years, the economic world is crossed from an exchange fixed system to the floating exchange system, and during the period which followed, it is also spent from a diet of almost autarky-financier to a regim of quasi-total financial integration with the globalization.

The economic world however knew imbalances which showed themselves has fault several crises which struck of searched height the international financial system; crises which have heavy consequences and which propagate faster. In this frame we try to answer for a crucial question: that the international financial integration contributed to make the international more vulnerable to the crises?

### المخلص

الهدف من هذه المذكرة هو دراسة النظام المالي الدولي هذا التضام الذي عرف تحولات في الزمان و المكان هناك عوامل عديدة تبين مدى أهمية هذه التحولات التي عرفها النظام المالي الدولي ففي الثلاثين سنة ماضية انتقل العالم الاقتصادي من نظام سعر الصرف الثابت إلى نظام سعر الصرف العائم و في الفترة التي تلت هذه التغيرات فقد انتقل النظام من مغلق إلى نظام اندماج مالي شبه كامل بين الدول و ذلك بظهور العولمة.

يعرف العالم الاقتصادي اليوم عدة اضطرابات و اختلال تجلى من خلال عدة أزمات التي تعرض لها النظام المالي الدولي هذه الأزمات التي أصبحت أخطر و ذات خسائر ثقيلة حيث أصبحت تنتقل بسرعة بين دول العالم. في هذا الإطار حاولنا الإجابة على السؤال التالي: هل يجعل الاندماج النظام المالي الدولي أكثر عرضة للازمات المالية. و كيف يمكن تجنبها