

REPUBLIQUE ALGERIENNE DEMOCRATIQUE ET POPULAIRE

MINISTERE DE L'ENSEIGNEMENT SUPERIEUR ET DE LA
RECHERCHE SCIENTIFIQUE

UNIVERSITE ABOU BAKR BELKAID - TLEMCEM

FACULTE DES SCIENCES ECONOMIQUES ET DE GESTION

THESE DE DOCTORAT
ES SCIENCES ECONOMIQUES

**ANALYSE DES CRISES DES PAYS EMERGENTS :
PROPOSITION D'UN MODELE EXPLICATIF**

Par
Mr. TCHIKO Faouzi

Le jury de soutenance :

Pr. BENDIABDELLAH Abdessalem	Professeur	Université Tlemcen	de	Président
Pr. BENHABIB Abderrezak	Professeur	Université Tlemcen	de	Rapporteur
Pr. DERBAL Abdelkader	Professeur	Université d'Oran		Examineur
Pr. BENBOUZIANE Mohamed	Professeur	Université Tlemcen	de	Examineur
Pr. YAICI Farid	Professeur	Université de Bejaia		Examineur
Dr. LABARONNE Daniel	Maitre conférences	de Université Bordeaux	de	Examineur

Année universitaire 2009-2010

*Analyse des crises des pays
émergents : Proposition d'un modèle
explicatif*

A ma femme,

à mes enfants

et à la mémoire de mes parents.

Sommaire

Introduction générale	5
Chapitre 1 : Historique, fréquence des crises et déroulement des crises des pays émergents	20
Chapitre 2 : Analyse théorique des crises financières et revue de la littérature	77
Chapitre 3 : Analyse des manifestations extérieures des crises des pays émergents et de leurs causes possibles	151
Chapitre 4 : Modèle explicatif de la manifestation des crises des pays émergents et des scénarios possibles de leur déclenchement	302
Conclusion générale	357
Bibliographie	395
Tables des matières	402

Introduction générale

"Celui qui croit qu'une croissance exponentielle peut continuer indéfiniment dans un monde fini est un fou, ou un **économiste**."
(Kenneth Boulding, 2008)

Il y a environ deux siècles, les crises financières touchaient, principalement, les pays émergents qui semblent, jusqu'à aujourd'hui, rebelles à toutes médications. Les pays développés sont, par contre, sortis relativement indemnes de ces crises.

Dans les années 1980, la crise de la dette de l'Amérique Latine révèle au monde la première crise financière frappant un pays émergent. Pourtant, cette crise ne laissait pas indiquer l'avènement d'un problème structurel profond touchant les pays émergents et qui va apparaître plus tard.

En 1994, la crise mexicaine annonce la première véritable crise d'un pays émergents. Elle a eu des effets dévastateurs sur les pays de la région. En deuxième semestre de l'année 1997, la crise financière asiatique s'est propagée de la Thaïlande aux autres pays de la région. Plus récemment, la crise russe en août 1998, la crise brésilienne en janvier 1999, la crise turque en 2000 et la crise d'Argentine en 2001 se sont, aussi, manifestées en produisant des conséquences néfastes sur les économies de ces pays.

Toutes ces crises se sont caractérisées par le développement de puissants processus de contagion, principalement régionaux, comme la crise russe et brésilienne, mais parfois aussi transrégionaux, comme la crise mexicaine et asiatique.

Après la crise asiatique, ces crises ont fait l'objet de nombreuses recherches et analyses qui n'ont pas, jusqu'à ce jour, apporté toute la lumière sur la façon de leur déclenchement et la manière de leur manifestation.

I. Le thème central de recherche

Les crises des pays émergents se présentent comme des crises de change doublées par des crises bancaires et boursières. Elles apparaissent sous forme de crises jumelles qui posent plusieurs problèmes économiques touchant non seulement les pays émergents mais aussi les pays en développement.

Il y a, d'abord, les problèmes d'afflux de capitaux vers les pays émergents. On peut trouver, aussi, les problèmes touchant le règlement des soldes des balances courantes et d'ajustement des balances des paiements. En dernier, on peut citer les problèmes des politiques économiques des pays émergents.

Le problème des flux de capitaux est un des thèmes de recherche qui a retenu beaucoup d'attention de la part des économistes. Dans leurs analyses, ils font le lien entre l'insuffisance de l'épargne intérieure et l'afflux des capitaux extérieurs. Mais, cette épargne extérieure ne peut pas remplacer l'épargne intérieure et provoque des dysfonctionnements structurels favorisant l'apparition des crises des pays émergents.

Aussi, les crises des pays émergents touchent aux problèmes de règlement des soldes des balances courantes et d'ajustement des balances des paiements. Les déficits répétitifs de la balance courante et de la balance des paiements ont entraîné des insuffisances d'épargne qui renforcent le surendettement des pays émergents.

Finalement, les problèmes des politiques économiques des pays émergents se présentent comme celles qui sont à l'origine de l'éclatement des crises financières. Les théories explicatives de ces phénomènes soulèvent la thèse de la mauvaise gestion macroéconomique des pays touchés par ces crises. Cette thèse est liée aux politiques économiques suivies par ces pays. Il s'agit de remettre en cause le modèle de développement de ces pays qui a fait qu'ils sont des pays émergents.

Les crises des pays émergents est au centre de ces thèmes de recherche évoqués. On peut, à cet effet, traiter le problème des crises sous plusieurs angles.

Le thème central de notre recherche s'appuie sur la relation entre les politiques économiques des pays émergents touchés par les crises et le phénomène des crises. L'idée centrale est d'essayer de comprendre ce phénomène à travers la mise en exergue une liaison logique entre la mauvaise gestion macroéconomique des pays émergents et les crises financières. Nous posons, donc, l'idée selon laquelle les pays émergents sont sous la menace des crises financières parce que leur modèle de développement qui leur permet d'émerger dans l'économie mondiale peut poser un problème. Nous essayons de montrer cette idée par l'analyse des manifestations extérieures de ces crises et des causes possibles de leur déclenchement.

II. L'intérêt du sujet

L'intérêt du sujet émane d'un paradoxe que vivent actuellement les pays émergents. Ces pays ont un rôle de plus en plus croissant dans l'économie mondiale et, en même temps, ils sont sous la menace des crises financières puisque ces phénomènes viendraient essentiellement des ces pays.

Deux arguments préfigurent, donc, la nécessité de faire l'étude des crises financières des pays émergents. Le premier argument concerne le rôle croissant des pays émergents dans l'économie mondiale. Le second argument porte sur les caractéristiques intrinsèques de ces pays qui engendrent une fragilité économique favorisant l'apparition des crises financières dans ces pays.

Les crises des pays émergents concernent des pays qui ont un rôle croissant sur la scène internationale et dans l'économie mondiale. Cette position des pays émergents est justifiée par des grandes performances économiques.

L'accumulation d'excédents de balance des paiements courants atteignit par les pays émergents est spectaculaire. Les chiffres sont d'une portée économique considérable. Le déficit des Etats-Unis a atteint 6,2 % du PIB de ce pays en 2006 et 5,7 % pour 2007. Quant à l'excédent de la Chine, il a représenté 9,4 % de son PIB en 2006 et 11,7 % pour 2007.

En effet, traditionnellement, c'étaient les pays industrialisés qui connaissaient des excédents de balance des paiements et exportaient leurs surplus vers les pays en développement. Aujourd'hui, nous assistons à un phénomène inverse. Ce sont les pays émergents qui sont devenus les créanciers du monde industrialisé dans son ensemble. L'Union Européenne est en équilibre et le Japon en excédent, mais des Etats-Unis dont le déficit courant est entièrement compensé par les apports de capitaux des pays émergents.

Les pays émergents disposent des trois quarts des réserves mondiales. Les augmentations intervenues depuis une dizaine d'années dans les réserves extérieures de ces pays grâce, en grande partie, à la succession de leurs excédents courants, sont saisissantes. Du fait de ces changements, le montant total des réserves détenues par les pays émergents dépasse 3 trillions de dollar contre moins d'un trillion en 2000 et représente 72 % des réserves mondiales contre 59 % en 2000. C'est là un changement profond dans l'équilibre financier international. Les Etats-Unis sont maintenant un débiteur net face à des pays comme la Chine qui jouissent d'une position fortement créditrice. Les conséquences de ces changements font que le « *pouvoir financier* » mondial est entrain de changer de main.

Cette place prédominante des pays émergents dans la scène internationale est le produit d'une croissance économique rapide. Les pays émergents ont été les principaux bénéficiaires du phénomène de globalisation. Avec l'ouverture des frontières commerciales, ces pays ont pu exporter sur le marché mondial de plus en plus de biens et de services, mettant ainsi à profit l'avantage compétitif de leurs bas salaires. Cette croissance, tirée par les exportations, a renforcé le poids de ces pays dans l'économie mondiale.

Malgré leurs excédents de la balance courante, les pays émergents demeurent encore importateurs nets de capitaux privés en provenance des pays industrialisés. Ce paradoxe est le fait des grands besoins de ces pays de capitaux pour financer leurs économies et assurer leur croissance. Ainsi, si les excédents courants des principaux pays émergents ont atteint 420 milliards en 2007, les flux nets de capitaux à destination de ces mêmes pays auront atteint 620 milliards.

Cette défaillance des pays émergents est une des facteurs qui ont contribué à l'éclatement des crises financières dans ces pays. Ces crises sont entrain cde devenir une caractéristique qui marque les économies de ces pays.

La menace des crises financières sur les pays émergents résulte de la fragilité de la structure de l'économie de ces pays. A l'origine, ces pays sont des pays en développement qui ont hérité une structure économique archaïque. Au début des années 1960, ces pays se ressemblaient beaucoup plus dans leur approche de la politique commerciale, de la politique macroéconomique et des modes d'intervention dans l'économie.

En comparaison avec les économies industrialisées, ces pays en développement se heurtent à une pénurie des facteurs de production essentiels dans l'industrie moderne : le capital et le travail qualifié. La relative de ces facteurs contribue à un bas niveau de vie.

Après la globalisation, les choses se mettent à changer pour ces pays. Les pays de l'Asie de l'Est abandonnent leur politique de substitution d'importations et s'engagent dans un développement basé sur l'effort d'exportation. Plus tard, les pays d'Amérique Latine réduisent, aussi, leurs barrières commerciales, essayant en même temps de restreindre l'emprise du gouvernement sur l'économie, de briser la haute inflation chronique et de s'ouvrir aux flux privés de capitaux.

Si beaucoup de pays en développement ont ainsi réorganisé leurs économies pour se rapprocher des structures qui ont fait le succès des pays industriel, le processus reste incomplet et la plupart des pays en développement tendent à

se doter des caractéristiques : l'intervention de l'Etat, l'appauvrissement de la population, l'adoption d'un taux de change fixe, la fragilité des institutions financières de crédit. De ce fait, le phénomène des crises des pays émergents reste inexplicable si on considère que ces pays réalisent des performances économiques surprenantes.

III. La controverse théorique

La question des « *crises financières* » a fait l'objet de nombreuses études et analyses suite à la crise asiatique. Avant cette crise, les économistes n'ont pas donné à ces phénomènes le même intérêt porté sur les autres questions économiques.

Les économistes classiques et les néo-classiques n'ont pas développés des théories sur les crises financières mais ils avaient élaboré des théories qui expliquent approximativement les crises économiques. On peut remonter jusqu'à 1873 pour voir Stuart Mill défendre l'idée de l'implication de la *consommation* dans le déclenchement des crises. Par contre, Malthus (1803) et Sismondi (1824) soutiennent l'implication de *l'excès de l'épargne* par défaut de la *consommation*.

La théorie néoclassique a construit une théorie sur les crises économiques autour l'idée des *fluctuations des prix*. Stanley Jevons (1862) avance l'idée des *fluctuations commerciales*. Dans la même ligne de pensée, Léon Walras (1952) relie les crises à des phénomènes de déséquilibres. Kunt Wichsel (1898) met en relation les mouvements des prix aux cycles d'affaires. A partir de ces essais, d'autres thèses ont été proposées : la théorie de sous-consommation, la théorie de l'insuffisance d'épargne et la théorie de l'accélération.

Le terme de « *crises financières* » commençait à apparaître dans les analyses théoriques qu'après la crise de 1929. Les premières études sérieuses ont été l'œuvre de Keynes (1930) par sa théorie de l'insuffisance, de Fisher (1933) par

sa théorie de surendettement et de Minsky (1992) par sa théorie de la fragilité financière et instabilité économique.

A partir de 1997, ce terme trouve un intérêt particulier à la suite de la crise asiatique qui a suscité de nombreux modèles théoriques et empiriques explicatifs du phénomène.

Dans la littérature économique sur les crises financières, on retient particulièrement les modèles explicatifs sur ces phénomènes. On peut citer les modèles de crises de la première génération, de la deuxième génération et de la troisième génération. Ces modèles ont le mérite de tenter d'expliquer les crises financières.

Les modèles de crises de la première génération sont l'œuvre de Krugman (1979) et de Flood & Garber (1984). Ces modèles portent sur les fondements de base du déclenchement des crises financières, notamment dans les pays émergents. Au départ, ces modèles sont utilisés pour expliquer les crises du système monétaire européen (SME).

Ces premiers modèles démontrent qu'une crise financière peut déclencher dans un pays dès qu'il veut maintenir un système de change alors que les données fondamentales de son économie se dégradent. Pour ces modèles, ces crises débouchent sur des crises de change.

Par contre, les modèles de crises de deuxième génération ont été initiés par Obstfeld (1994) et (1996) suite, aussi, aux crises du SME de 1992-1993. Ces modèles considèrent qu'il existe plusieurs situations possibles à l'équilibre, soit dans le cas de crise ou dans le cas de non crise, selon la psychologie des agents : pessimistes ou optimistes.

Ils expliquent que la crise est la conséquence des interactions stratégiques entre les intentions futures des gouvernements et les interprétations hétérogènes des spéculateurs. La crise intervient dès qu'une vague de pessimistes profonds gagne un groupe d'investisseurs provoquant une sortie de capitaux. C'est le

jeu stratégique entre le gouvernement et les marchés qui forment le scénario de la crise.

En dernier, les modèles de crises de la troisième génération ont fait leur apparition après la crise asiatique de 1997. Krugman (2001) considère que ces modèles viennent pour expliquer les « *crises jumelles* ». Ces modèles de la troisième génération ont privilégié l'idée des crises jumelles associant les crises de change et les crises bancaires.

Ces modèles se décomposent en deux catégories de modèles. Il y a les modèles des crises bancaires et les modèles des crises de change doublés par des crises bancaires. Les premiers modèles veulent expliquer la crise asiatique comme étant une crise bancaire. Ces modèles sont basés sur le modèle de référence de Diamond & Dybvig (1983). Kaminsky & Reinhart (1999) défend l'idée de l'implication du secteur bancaire dans l'avènement de la crise. Furman & Stiglitz (1998) proposent des modèles qui mettent en cause les fluctuations des capitaux dans le déclenchement des crises. Mac Kinnon & Krugman (1998) présentent des modèles basés sur l'aléa moral pour expliquer la crise. Chang & Velasco (1998b) produisent un modèle qui montre le rôle de la fragilité financière dans l'apparition de la crise.

La seconde catégorie de modèles est les modèles de crise de change doublés de crise bancaire. Gavin & Hausman (1996) analyse la relation entre les phases d'expansion du crédit et les crises financières en Amérique Latine. Goldfajn & Valdes (1997) étudient la relation entre les crises bancaires et la balance de paiements en Finlande, Mexique, Suède et Chili. Kaminsky & Reinhart (1999) montrent que les crises bancaires constituent des indicateurs avancés des crises de change.

Selon la problématique proposée dans ce travail de recherche, nous privilégions les modèles de la première génération associés aux modèles de crises de change doublés de crise bancaire.

Le choix des modèles de crises de la première génération est justifié parce qu'ils reposent sur l'hypothèse de la mauvaise gestion macroéconomique qui

entraîne la détérioration des grandeurs fondamentales. Les économistes s'accordent à considérer que ces modèles ont réussi à donner une explication à la crise mexicaine de 1994 mais pas aux autres crises.

Ils expliquent que la crise mexicaine de 1994 représente le type des crises qui peut être expliquée par une mauvaise gestion macroéconomique. Les effets induits par les fortes entrées de capitaux se sont révélées incompatibles avec le maintien du cours du change fixe. Pour la crise asiatique, les aspects fondamentaux de la gestion macroéconomique dans les cinq pays asiatiques touchés par la crise (Thaïlande, Corée, Malaisie, Indonésie et Philippines) étaient restés sains depuis le début des années 90.

D'autre part, la fixation sur les modèles de crises de change doublés de crise bancaire trouve d'explication dans les travaux de Burnside, Eichenbaum & Rebelo (2000) qui définissent les crises jumelles en tant qu'une occurrence conjointe d'une détérioration des fondamentaux et des prophéties auto-réalisatrices. Dans leur vision, l'éclatement de la crise est en fonction des grandeurs fondamentales.

IV. Problématique et hypothèses

Ce travail de recherche pose un certain nombre d'interrogations qui alimentent l'idée principale de la problématique.

- *La première interrogation* : les pays émergents sont-ils vraiment sous la menace des crises financières puisqu'elles viendraient essentiellement de ces pays ? La mauvaise gestion macroéconomique dont-ils font preuve, peut-elle appuyer cette idée ?

- *La deuxième interrogation* : les modèles théoriques des crises basés sur la mauvaise gestion macroéconomique expliquent-ils mieux les crises des pays émergents ? Ces crises sont-ils la conséquence d'une politique économique inappropriée à un système de change fixe ?

- *La troisième interrogation* : l'étude des manifestations extérieures et des causes possibles des crises des pays émergents peut-elle démontrer que l'origine de ces crises est la mauvaise gestion macroéconomique qui s'appuie sur une politique économique inappropriée aux capacités réelles de ces économies ?

Ces interrogations soulèvent la problématique suivante : « **à partir de l'analyse des manifestations extérieures et des causes possibles des crises des pays émergents, peut-on démontrer, sous forme de modèles explicatifs et de scénarios possibles, que les crises des pays émergents sont la conséquence d'une mauvaise gestion macroéconomique provoquée par une politique économique inappropriée aux capacités réelles des économies de ces pays ?** »

Cette problématique se fonde sur quatre hypothèses.

- *La première hypothèse* : les crises financières viendraient essentiellement des pays émergents. Ces pays sont sous la menace des crises financières parce qu'ils présentent une mauvaise gestion macroéconomique alors qu'ils s'appuient sur une politique de change fixe et rigide.
- *La deuxième hypothèse* : les modèles théoriques des crises qui se basent sur la mauvaise gestion macroéconomique arrivent à mieux expliquer le phénomène des crises des pays émergents. Ils développent des thèses selon lesquelles une politique économiques inappropriée à un système de change fixe conduit à une crise de change qui s'accompagne d'une crise bancaire et/ou boursière.
- *La troisième hypothèse* : On peut déceler la mauvaise gestion macroéconomique des pays émergents à travers l'étude des pays émergents touchés par les crises avant et pendant ces crises.

- *La quatrième hypothèse* : l'analyse des manifestations extérieures des crises des pays émergents, pendant la crise, permettra de comprendre la réaction de ces pays face à la crise et la manière dont ils ont pu gérer ce phénomène. Aussi, l'étude des causes possibles du déclenchement des crises des pays émergents, avant la crise, donnera une idée sur les problèmes macroéconomiques qui ont entraîné le déclenchement de la crise. Ces problèmes sont l'émanation d'une politique économique inappropriée aux capacités réelles de l'économie ou d'une mauvaise gestion macroéconomique.

V. Méthodologie

Le traitement de ce sujet de recherche nécessitera de mener une méthodologie composée de plusieurs étapes de recherche.

- *Etudier et analyser les pays émergents touchés par les crises financières de la crise mexicaine de 1994 à la crise argentine de 2001.* Les pays faisant l'objet de cette étude sont le Mexique (crise mexicaine de 1994) ; la Thaïlande, l'Indonésie, les Philippines, la Malaisie et la Corée du Sud (crise asiatique de 1997-1998) ; la Russie (crise russe de 1998) ; le Brésil (crise brésilienne de 1999) ; la Turquie (crise turque de 2000) ; l'Argentine. Il s'agit d'un échantillon de 10 pays émergents. Dans cette étude, on utilisera des statistiques tirées par des bases de données du FMI, de la Banque Mondiale et de l'OCDE.
- *Observer et analyser les manifestations extérieures et les causes possibles des crises des pays émergents.* Cette analyse aura comme objectif de ressortir les éléments macroéconomiques susceptibles d'éclairer sur une possible mauvaise gestion macroéconomique.

- *Etudier ces éléments macroéconomiques dans leur ensemble.* Il sera question de déterminer des liaisons, de type « cause à effet », entre ces éléments qui peuvent donner une explication logique et homogène sur la gestion macroéconomique de la période d'avant crise et la période de la crise.
- *Etablir un modèle explicatif des manifestations extérieures et des scénarios possibles qui illustrent les liaisons possibles existantes entre les causes possibles des crises des pays émergents.* Cela permet de comprendre comment ces pays touchés par les crises ont fait preuve de mauvaise gestion macroéconomique avant et pendant la crise.

Ces étapes de recherche seront organisées autour de quatre chapitres :

- Premier chapitre sera consacré sur *« l'historiques, la fréquence des crises et le déroulement des crises des pays émergents »*. Ce chapitre aura pour objet d'introduire le sujet des « crises financières ». Il sera question de définir cette notion, de démontrer les différentes formes que prennent ces crises, d'exposer succinctement l'historique de ces crises depuis la crise de la « *Tulipomanie* », de montrer que ces crises sont de plus en plus fréquentes à partir des années 90 et, finalement, de présenter le déroulement des faits qui marquent les crises des pays émergents.

L'objectif principal de ce chapitre est de faire introduire le phénomène des « crises financières ». Cette introduction nous amène à faire la différence entre les crises économiques et financières, à faire savoir que les crises financières ne se manifeste pas de la même manière, à faire savoir que ces phénomène ne datent pas d'hier et qu'ils remontent loin dans le temps depuis 1637 et à démontrer que ces crises se répètent fréquemment surtout depuis l'avènement de la globalisation et dans les pays émergents.

- Deuxième chapitre consiste à faire « *l'analyse théorique des crises financières et revue de la littérature* ». Ce chapitre aura pour objet d'exposer les théories des crises existantes dans la pensée économique, les modèles théoriques explicatifs des crises et les théories des imperfections des marchés financiers. L'objectif de ce chapitre sera de voir si les crises financières en tant que phénomène économiques ont eu le même intérêt donné aux autres phénomènes. Plus précisément, on cherche à savoir si les crises des pays émergents ont eu suffisamment d'intérêt de la part des économistes et des analystes.
- Troisième chapitre fera « *l'analyse des manifestations extérieures des crises des pays émergents et de leurs causes possibles* ». Ce chapitre aura pour objet de faire l'observation et l'analyse des événements qui ont causé et qui ont traduit ces crises. L'objectif de ce chapitre sera de savoir comment se sont comportés les pays émergents avant et pendant les crises.
- Quatrième chapitre sera consacré au « *modèle explicatif de la manifestation des crises des pays émergents et des scénarios possibles de leur déclenchement* ». Ce chapitre aura pour objet de développer une représentation qui montre comment les crises des pays émergents se produisent et pourquoi elles se déclenchent. L'objectif de ce chapitre sera de montrer quelles sont les situations possibles font rapprocher ces pays vers une situation de crise.

VI. Résultats attendus

D'une manière générale, ce thème de recherche vise à comprendre pourquoi les crises financières frappent beaucoup plus les pays émergents que les pays développés. Il s'agit d'apporter une réponse à l'idée selon laquelle les pays

émergents sont sous la menace des crises financières puisqu'elles viendraient essentiellement de ces pays.

L'analyse des manifestations extérieures et des causes possibles pointe comme objectif d'explorer la situation économique qui a permis à la crise de s'éclater.

De cette analyse, l'idée espérée à atteindre est que les crises se déclenchent fréquemment dans les pays émergents parce que le modèle de développement de ces pays basé sur l'exportation et les flux de capitaux étrangers est en cause. C'est avec ce modèle de développement que ces pays ont voulu devenir des pays émergents.

De ce fait, ce modèle d'émergence est, ainsi, mis en cause dans la fréquence des crises dans ces pays.

Chapitre 1.

Historique, fréquence des crises et déroulement des crises des pays émergents

Section 1 : Définition et différents types
des « crises financières »

Section 2 : Historique et fréquence des
crises financières

Section 3 : Déroulement des crises des
pays émergents

« *On peut être intelligent toute sa vie et stupide un instant.* » (Proverbe chinois)

Introduction

Ce premier chapitre vise à introduire le phénomène des « crises financières ». Il sera organisé autour de trois sections. Dans la première section, il sera question de définir la notion de « *crises financières* » et de déterminer les différentes formes que prennent ces crises pour se manifester. Dans la deuxième section, on s'intéresse à l'histoire de ces crises où on constate leur fréquence régulière depuis 1637, et leur accélération à partir des années 1990. Il s'agit de démontrer qu'à partir de cette date le monde commençait à connaître des crises touchant principalement des pays émergents. La dernière section sera, donc, consacrée à l'étude de ces crises des pays émergents. Il s'agit de présenter le déroulement de ces crises.

Dans ce chapitre, on cherche à atteindre trois objectifs par rapport aux trois sections. Le premier objectif s'attache à faire comprendre le phénomène des crises financières. Pour cela, on essaie de définir la notion de « crises financières » et de montrer les différentes formes de ces crises.

Le deuxième objectif cherche à montrer que le phénomène n'est pas le produit de la mondialisation mais il se répète régulièrement depuis le 16^{ème} siècle. Néanmoins, il réapparaît de plus en plus à des intervalles très courts dans les années 90. Le dernier objectif consiste à montrer les crises qui se sont multipliées à partir de cette date. Il s'agit de voir comment se sont déroulées ces crises dans les pays émergents.

I. Définition et différents types des « crises financières »

Les crises financières ont, tout le temps, rythmé l'histoire du capitalisme en prenant des formes diverses. Cette diversité a fait qu'il n'est pas facile d'en tirer des enseignements généraux permettant de conceptualiser et de sortir des définitions et des explications sur les phénomènes touchant de près les crises financières. Toutefois, le regain d'intérêt des économistes a permis de multiplier et renouveler les études historiques. Pour chaque cas de crises financières, les analystes ont tenté de trouver des interprétations et des explications.

L'opération par laquelle on définit un concept économique est toujours difficile parce qu'on doit obligatoirement énumérer tous ses caractères. Il s'agit de le faire comprendre, le rendre clair et développer le sens qu'il véhicule.

Quand il s'agit du concept « crises financières », la difficulté est d'autant plus présente car on fait face à un phénomène qui change dans le temps et qui prend des aspects différents selon les lieux où il s'annonce.

Pour tenter d'apporter au mieux une explication correcte à ce concept, on exploite les définitions les plus répétées et on utilise les différents types de ce même concept pour comprendre plus ses caractères et son fonctionnement.

A. Définition du concept « crise financière »

Initialement, le mot « crise » tirée du mot grec « krisis » qui veut dire « jugement », s'est révélé, pour la première fois, dans l'usage médical. La notion de « crise » a, ensuite, été empruntée de l'usage médical par la science

économique pour décrire une situation où l'expansion de l'activité économique est interrompue sensiblement.

Au fur et à mesure que l'utilisation de ce mot se confirme dans la science économique, il est associé à l'activité économique et à l'activité financière et se découvre par la notion de « crise économique » et de « crise financière ».

Pour approcher la notion de « crise financière », les économistes ont formulé des définitions expliquant le phénomène. Quelques unes sont proposées et qu'on présente comme suit :

- i. *Première définition* : « La crise financière est une situation de perturbation généralisée telle que les marchés financiers sont dans l'incapacité d'allouer efficacement les fonds vers les agents de bonne cote de crédit et susceptibles de réaliser les investissements productifs »¹.

Cette définition tente de décrire l'attitude de la crise financière une fois déclenchée et ses conséquences éventuelles sur les marchés financiers.

Le terme « perturbation » est utilisé pour laisser entendre que les crises financières empêchent le fonctionnement et le déroulement normal des marchés financiers. Ce même terme est choisi pour montrer à quel point les marchés financiers sont bouleversés et incapables d'exercer le rôle qui leur est attribué.

- ii. *Deuxième définition* : « La crise financière est définie comme la dévalorisation brutale du prix d'actifs financiers conduisant à une altération des circuits de financement, recouvrait un champ assez large »².

Cette définition décrit la crise financière comme une crise boursière qui provoque des détériorations dans l'ensemble du système financier.

¹ Nyahoho E. (2002), « *Finances internationales : théorie, politique et pratique* », Presse de l'Université du Québec, 2^e édition, Québec, 2002, p. 57.

² Gilles P. (1996), « *Crises et cycles économiques* », Ed. Armant Colin, Paris, 1996, p.28.

La chute des prix d'actifs financiers est utilisée comme une caractéristique importante dans l'explication de la crise. Suite à ce fait, le financement de toute l'économie est arrêté.

iii. Troisième définition : « La crise financière apparaît généralement lors d'une attaque spéculative contre la monnaie nationale du pays, qui oblige les autorités monétaires, notamment la banque centrale à intervenir pour défendre le taux de change en achetant la monnaie nationale contre des devises. En cas d'échec de l'action des autorités monétaires, le pays subit une dévaluation ou une forte dépréciation de la monnaie »³.

Cette définition renvoie la crise financière à un problème entre les autorités monétaires du pays et les agissements des investisseurs étrangers qui les amènent à lancer leurs attaques spéculatives contre la monnaie de ce même pays.

Cette définition a le mérite de faire comprendre que la crise financière est une conséquence de la mauvaise gestion macroéconomique qui conduit les investisseurs étrangers à vendre subitement leurs avoirs libellés de la monnaie nationale et demander à acheter des devises étrangères. Cela provoque l'incapacité du pays à offrir suffisamment de devises pour répondre aux demandes brusques et croissantes. Par conséquent, la valeur de la monnaie baisse et le pays subit une profonde perturbation qui fait déclencher la crise.

En général, il n'existe pas une définition « conventionnelle » et partagée par tous les théoriciens et les analystes des crises financières. Par contre, on peut parvenir à une définition plus acceptée en définissant deux concepts liés à la crise financière. Souvent, les économistes utilisent les concepts de stabilité et d'instabilité financière pour mieux expliquer le phénomène de crises financières⁴.

³ Krugman P. & Obsfeld M. (2006), « *Economie internationale* », Ed. Pearson Education, 7^{ème} édition, Juillet 2006, p. 225.

⁴ Tovar C. E. (2006), « *Les pays émergents pourront-ils emprunter dans leur monnaie ?* », Problèmes économiques, 1^{er} février, p. 25.

La stabilité financière signifie le fonctionnement « normal » du système de financement d'une économie. Ce qui exprime une adéquation systémique entre les besoins et les ressources de financement sans grandes perturbations dans les prix et quantités des actifs. Dans un sens contraire, l'instabilité financière est, selon une conception étroite, le résultat de fluctuations importantes sur les marchés d'actifs internationaux.

Si on tient à cette interprétation, la crise financière peut paraître comme un cas extrême d'instabilité financière. C'est-à-dire qu'une crise financière peut être définie comme un « cas où le fonctionnement de l'une des composantes du système financier ou de plusieurs est perturbé amplement et soudainement à travers des fluctuations de même aspect »⁵.

Cette définition de la notion de « crise financière » fait ressortir l'aspect " rupture " qui caractérise une " crise " et qui justifie le changement brusque. De ce fait, une crise financière est considérée comme un point de retournement lors d'un " cycle financier " et qui sépare deux phases d'évolution à sens contraires.

Cette relation « crise financière - cycle financier » renvoie la définition qui consiste à concevoir la crise financière comme point de retournement ou de rupture entre les deux grandes phases. Cette dernière définition est la plus retenue par la plupart des manuels et théories.

Une meilleure compréhension de cette notion de « crise financière » rend indispensable de citer les autres concepts associés et qui se répètent à chaque fois que ce phénomène se manifeste. En effet, de nombreuses crises financières ont été associées à la panique bancaire, et de nombreuses récessions ont coïncidé avec ces paniques. D'autres situations qui sont, souvent, appelés crises financières sont des crashes boursiers et le produit d'éclatement des bulles financières.

La panique bancaire est un phénomène, souvent auto-réalisateur, dans lequel un grand nombre de clients d'une banque craignent qu'elle ne devienne

⁵ Idem, p. 25.

insolvable et en retirent leurs dépôts le plus vite possible. Lorsque cette « course » des épargnants concerne une grande proportion des banques et que la banque centrale ne parvient pas à fournir des liquidités assez rapidement aux banques privées, le phénomène peut évoluer vers une crise financière. Quant aux crashes boursiers, il s'agit d'un effondrement brutal des valorisations d'une classe d'actifs, comme par exemple les cours sur un marché financier à la suite d'un afflux massif d'ordres de vente. Un krach intervient, souvent, suite à l'éclatement d'une bulle spéculative, comme en 2000 lors de la bulle Internet. Le krach préfigure parfois une crise financière et une crise économique profonde. Par contre, des bulles spéculatives sont des niveaux de prix d'échange très excessifs par rapport à la valeur fondamentale des biens ou actifs échangés. Cette situation « exubérante » où les prix s'écartent de la valeur économique habituelle peut provoquer une crise financière.

Ce concept de « crises financières » peut se clarifier d'avantage en définissant les différentes formes que prennent ces crises.

B. Les différents types des crises financières

Les crises financières se révèlent sous plusieurs formes. Elles se configurent selon les marchés et les institutions qu'elles frappent. Du fait, on peut observer des crises de change, des crises bancaires, des crises boursières, des crises immobilières et les crises de la dette publique. Aussi, on peut observer des crises jumelles qui sont, essentiellement, l'association des crises de change avec des crises bancaires.

a. Les crises de change

Ces crises représentent des situations où apparaissent de brusques variations des taux de change, prenant forme de dévaluation forcée ou de flottement de la monnaie dans le cas d'un régime fixe, ou d'une dépréciation forte ou subite

dans le cas d'un régime de change plus flexible⁶. Au-delà du changement brutal du taux de change, une crise de change est, généralement, caractérisée par un assèchement rapide des réserves de change.

La décennie des années 1990 a connu plusieurs épisodes de crises de change, tant dans les pays développés que dans les pays émergents, notamment avec les crises du SME (1992-1993), mexicaine (1994-1995), asiatique (1997-98).

b. Les crises bancaires

On parle de crise bancaire lorsque certains événements débouchent sur la mise en difficultés financières de plusieurs banques, voir leur faillite. Krugman (1999)⁷ donne une explication à ce type de crise par le mécanisme de « l'aléa moral »⁸.

Il observe que les banques ont tendance à développer des prêts et des placements très risqués parce qu'elles souffrent de l'asymétrie d'information et elles bénéficient de garanties du moins implicites de la part des autorités monétaires.

c. Les crises boursières

Il s'agit de phénomène qui désigne l'effondrement brutal des prix des actifs est appelé " krach boursier ". Il est considéré comme conséquence inévitable de la " bulle " que constitue l'évolution positive continue des prix, et qui est généralement liée à un comportement spéculatif des opérateurs sur le marché boursier⁹.

d. Les crises immobilières

⁶ Boyer R., Dehove M. et Plihon D. (2004), " *Les crises financières : analyses et propositions*" , Conseil d'Analyse Economique, Paris , p. 45.

⁷ Krugman P. (1999), " *Balance Sheets, the Transfer Problem and Financial Crises* ", in ISARD P., Razin A. & Rose A. (eds), *International Finance and Financial Crises: Essays in Honor of Robert Flood*, Kluwer Academics Publishers.

⁸ L'aléa moral est un phénomène qui se produit lorsque la fourniture d'une garantie contre un risque encourage un comportement plus risqué.

⁹ Boyer R., Dehove M. et Plihon D. (2004), " *Les crises financières : analyses et propositions*" , Conseil d'Analyse Economique, Paris , p. 45.

Les crises du secteur de l'immobilier peuvent s'agir d'un déséquilibre entre l'offre et la demande sous forme d'une incapacité de l'offre à faire face à l'ampleur de la demande ou d'une incapacité de la demande à faire face à l'offre. Ce qui fait que les prix de l'immobilier peuvent faire l'objet d'une forte baisse et brutale de la valeur des titres immobilier.

e. Les crises de la dette publique

Ce type de crises financières prend l'apparence d'un défaut de paiement de la dette extérieure par un pays vis-à-vis de ses créanciers non résidants, ou lorsqu'elle est libellée en monnaies étrangères.

Une crise de la dette extérieure peut toucher deux types de débiteurs nationaux ou résidants selon leur nature. Lorsque le débiteur est l'Etat, la dette est dite "souveraine", la crise se manifeste généralement par l'annonce d'un "moratoire" sur le remboursement qui exprime une déclaration officielle et définitive de la cessation de paiements. La communauté financière internationale peut se mobiliser dans ce cas, sous l'égide du FMI, pour le rééchelonnement de la dette, et fréquemment des facilités de financement sont avancées par celui-ci sous contraintes d'amorce de mesures de stabilisation d'ordre monétaire à très court terme et de programmes d'ajustement structurels à moyen terme. Le Mexique a fait l'expérience suite à la situation de cessation de paiement en 1982 et en 1994, et par la suite la Russie en août 1998.

Une crise de la dette souveraine peut être déclenchée, aussi, par suite à une crise bancaire dans la mesure où le coût, souvent élevé, du sauvetage des banques est financé par des emprunts de la part de l'Etat. Ces difficultés peuvent survenir dans le cas d'un pays surendetté en devises par rapport à sa capacité d'exportations, ou dont les dépenses publiques sont incompatibles avec les recettes, ou dont les exportations ne couvrent pas les importations à long terme, où même dont la monnaie est instable. A partir de ces facteurs, des indicateurs pertinents en termes de prévision de crise peuvent être élaborés par diverses combinaisons.

Les acteurs privés peuvent être, aussi, touchés par une crise de la dette extérieure. Dans ce cas, le problème est généralement causé par des dettes à court terme aggravant la fragilité financière des débiteurs¹⁰. Des perturbations de recettes, par exemple, peuvent être à l'origine de l'insolvabilité de ces agents économiques, et par conséquent du déclenchement d'une crise. Un autre scénario peut survenir lorsque la dette contractée est libellée en monnaie étrangère, et que des crises de change éclatent affectant ainsi la valeur de la dette en termes de monnaie locale. Beaucoup de pays du sud-est asiatique ont en fait l'expérience pendant la crise de 1997-1998.

De ces différents types crises financières, les théoriciens distinguent, particulièrement, les trois premiers. Ils s'appuient sur deux principales raisons pour différencier ces trois types de crises par rapport aux autres. Ils évoquent ces deux raisons pour limiter la notion de crises financières aux seuls marchés financiers et aux seuls intermédiaires financiers¹¹ :

- la crise immobilière, par exemple, ne débouche pas nécessairement sur une crise financière que si elle a un impact sur les marchés financiers et les intermédiaires financiers à travers de la contrainte de liquidité ;
- les données et les informations disponibles et fournies par les approches statistiques et les études quantitatives sur les crises ont privilégié les crises boursières, de change et bancaires [(Bordo & al, 2001) ; (Stone et Weeks, 2001) ; (FMI, 1998) ; (Kaminsky & Reinhart, 1999 et 2000)].

Les économistes reconnaissent, donc, qu'il y a que ces types de crises qui touchent directement leurs marchés respectives et qu'il faut bien distinguer avec assez de précision et de pertinence.

¹⁰ Edwards S. (1999), "On Crisis Prevention: Lessons from Mexico and East Asia", NBER Working Paper 7233, Juillet, p. 58.

¹¹ Boyer R., Dehove M. & Plihon D. (2004), « *Les crises financières* », Rapport du Conseil d'Analyse Economique, La Documentation française, Paris, 2004, p. 14

Pour le marché des changes, deux solutions sont habituellement retenues. Le premier consiste à considérer « qu'une monnaie subit une crise de change lorsque sa valeur exprimée dans une monnaie de référence subit une dépréciation au cours d'une année supérieure à un certain seuil égal, en général, à 25% »¹². La seconde consiste à « construire un indicateur de pression spéculative, combinant la variation du change aux variations des réserves officielles et du taux d'intérêt supposées représenter l'intensité de la défense de la parité par les autorités monétaires et à considérer qu'au-delà d'un certain seuil de variation de cet indicateur par rapport à sa valeur moyenne, choisie en général à 1,5 fois l'écart-type, le marché des changes subit une crise spéculative»¹³.

De même pour les crises boursières, deux méthodes sont indiquées pour identifier les crises financières. La première méthode de repérage consiste à considérer un marché boursier est en crise lorsque la variation de l'indice du cours a dépassé un certain seuil, au cours d'une période donnée, dite « fenêtre », dont la valeur choisie est 20%, en général, par référence aux krachs de 1929 et 1987. La seconde méthode s'appuie sur une variable de tension égale au rapport des cours à l'instant "t" au maximum du cours pendant une période précédente prise comme référence. Un écart supérieur à un certain seuil à 1,5 ou 2 écarts-types de cette variable signale une crise¹⁴.

Pour les crises bancaires, les économistes repèrent des évènements pouvant être considérés comme crises financières à partir de données financières bancaires, notamment les taux d'actifs non performant, lorsqu'elles existent, des informations de diverses sources (presse, études), des dires d'experts, d'indices de panique (gel de dépôts, fermeture de banques, garantie générale des dépôts) ou l'existence du plan de sauvetage organisé par les pouvoirs publics¹⁵.

¹² Idem, p. 15.

¹³ Idem, p.15.

¹⁴ Idem, p. 15.

¹⁵ Idem, p. 15.

Ces trois formes des crises financières sont, désormais, les plus vues à travers l'histoire des faits économiques. Par contre, les crises immobilières et de la dette publique apparaissent comme des événements conduisant à des crises financières qui se manifestent soit par des crises bancaires, soit par des crises de change ou soit par des crises bancaires. L'analyse historique des crises financières et leur fréquence confirment cette idée.

II. Historique et fréquence des crises financières

A travers l'histoire, les crises financières se présentent comme des faits qui se produisaient régulièrement et à rythme procyclique. Les économistes ont multiplié les analyses pour comprendre comment ces phénomènes se répètent à intervalle plus ou moins réguliers.

L'étude historique des crises financières vise à comprendre les origines de ces faits et donner une explication pouvant justifier leur fréquence. Pour cela, deux points seront étudiés. Dans le premier point, un récit historique des principales crises aura pour objectif de faire une idée précise sur le phénomène de la répétition. Ensuite, une explication devra être donnée pour leur fréquence, notamment à partir des années 1990, à la lumière des théories et des analyses faites par les économistes.

A. Historique des crises financières

Les crises financières ne datent pas d'hier et ne sont pas des phénomènes économiques nouveaux. L'histoire des faits économiques retiendra au moins 38 crises financières de l'an 1637 à ce jour¹⁶. Il s'agit des crises qui ont le plus

¹⁶ Kindleberger C. P. (1984), « *Histoire financière de l'Europe occidentale* », Ed. Economica, Paris 1985, p. 15.

marqué l'histoire et qui ont suscité beaucoup d'analyses par les économistes. De ces crises recensées, on cite quelques unes.

a. La Crise de la « Tulipomanie » de 1637

En février 1637, l'histoire a révélé la première véritable crise financière. Il s'agit de la crise du marché de la tulipe aux Pays-Bas. Après plusieurs années de spéculation sur le cours des bulbes de tulipes, ce marché a connu un effondrement brusque des prix des bulbes, ce qui a provoqué la ruine de nombreux spéculateurs.

Au 17^e siècle, la fleur de la Tulipe devient un article de luxe convoité et un signe de richesse que tout le monde souhaite acheter. Il s'agit d'un bien très demandé et que son exploitation peut s'avérer une affaire très rentable. La Hollande est saisie d'une fièvre spéculative autour de la tulipe qui terminera en catastrophe. Les classes moyennes s'endettent pour acheter ce bulbe dans le but unique de le revendre au prix fort. **En un mois, le cours de la tulipe est multiplié par 20.**

Brutalement, la fleur perd de sa rareté et le marché se retourne en 1637. La tulipe perd 90% de sa valeur en 6 semaines. En conséquence, des familles sont ruinées et des défauts de paiement se sont multipliés¹⁷.

b. Le Krach de 1720

En 1720, deux crises financières se déclenchaient, à quelques mois d'intervalle, en France et en Angleterre. Elles concernaient les titres de compagnies exploitant les ressources du Nouveau Monde. Il s'agit de la « Compagnie des

¹⁷ Pour savoir plus sur cette crise, consultez les références suivantes : Shiller R. J. (2005), "Irrational Exuberance", Princeton University Press, Princeton, 2005. Cet ouvrage est traduit en français : Robert J. Shiller, « Exubérance Irrationnelle », Ed. Valor, Paris ; Mackay C. (2008), "Charles Mackay, Memoirs of Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowds", Wilder Publications, 2008 ; Kindleberger C.P. et Aliber R. (2005), "Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises", 5th ed., John Wiley & Sons, Hoboken, New Jersey, 2005. La 4^e édition de cet ouvrage est disponible en français : Kindleberger C. P. (2005), « Histoire des crises financières », Ed. Valor, 4^e édition, Paris, 2005 Garber P.M. (2008), « Tulipmania », Journal of Political Economy, vol. 97, n° 3, 1989. Garber P. M. (2000), « Famous First Bubbles », MIT Press, Cambridge, 2000, pp. 35–54. Goldgar A. (2007), "Tulipomania: Money, Honor, and Knowledge in the Dutch Golden Age", University of Chicago Press, Chicago, 2007. Dash M. (1999), "Tulipomania: The Story of the World's Most Coveted Flower and the Extraordinary Passions It Aroused", Gollancz, Londres, 1999.

mers du Sud » et de la « Compagnie du Mississippi de John Law », connues à cette époque sous le nom « *South Sea Bubble* » et « *Mississippi Bubble* ». Une crise boursière se produisait en Grande-Bretagne en 1720, suite à la bulle des mers du Sud entre 1711 et 1720. Cet événement constituait l'un des premiers krachs de l'Histoire¹⁸.

L'origine de ces deux crises était la Compagnie des mers du Sud, fondée en 1711, qui se voyait confier le monopole sur le commerce avec les colonies espagnoles en Amérique. Ce monopole a fait augmenter ses titres en Bourse et a poussé les investisseurs à acheter ses actions.

Le premier voyage commercial pour l'Amérique se faisait en 1717, mais rapportait très peu. En 1718, les relations entre l'Espagne et la Grande-Bretagne se détérioraient, ce qui assombrit encore les perspectives à court terme de la compagnie. Cependant, la compagnie expliquait que ses actions seront rentables à long terme.

En 1717, elle se tournait vers la dette publique de la Grande-Bretagne et elle prendrait à sa charge deux millions de livres supplémentaires de sa dette publique contre une nouvelle émission de titres. Elle échangeait, de cela, des actions contre des titres de dette publique. Elle pensait que cela pourrait récompenser les pertes des voyages commerciaux en considérant que les titres de dette publique pourraient rapporter à ses actions les bénéfices attendus. Elle avait voulu renégocié l'achat des titres de la dette publique sur la base de l'augmentation de ses actions. Mais, de nombreuses difficultés se sont mises sur sa route et elle ne réussira pas son affaire et met nombreux investisseurs en faillite. Elle est restructurée et subsiste jusqu'en 1850¹⁹.

c. La Crise monétaire de 1797

Le 26 février 1797, une première panique bancaire s'est révélée en Angleterre. La Banque d'Angleterre se trouvait à court de réserves et décide de suspendre

¹⁸ Kindleberger C. P. (1984), « *Histoire financière de l'Europe occidentale* », Ed. Economica, Paris 1985, p. 20.

¹⁹ Kindleberger [C.P.](#) et Aliber R. (2005), " *Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises* ", 5th ed., John Wiley & Sons, Hoboken, New Jersey, 2005, p.82.

les paiements en espèces devant l'afflux des demandes de conversion auxquelles les banques du pays sont confrontées. Alors, des bruits d'invasion ont conduit une foule de particuliers, fermiers et petits commerçants à réaliser leurs avoirs auprès des banques de province. La banqueroute de plusieurs, d'entre elles, renforceront le mouvement de panique²⁰.

d. La Crise de 1810

En 1810, le système de crédit s'effondrait, en Angleterre, et provoquait de nombreuses faillites. Les causes de cette crise en sont multiples. L'économie anglaise a subi des difficultés qui ont commencé par le détachement de l'or pour ne pas augmenter les impôts en dépit de la situation de guerre qui était minée par l'abus du crédit par l'inflation. Ensuite, l'Angleterre était confrontée à des difficultés de recouvrement de ses ventes en Amérique du Sud. Parallèlement, la politique des licences et la contrebande avaient conduit à une réduction des réserves bancaires. Enfin, le pays est soumis au blocus de Napoléon. L'ensemble de ces événements a engendré la crise de 1810²¹.

e. La Crise de 1819

La crise de 1819 est considérée comme la première crise financière de grande ampleur aux États-Unis. Elle marquait la fin de l'expansion qui a suivi la Guerre de 1812, dont le financement avait asséché les réserves bancaires et conduisait à une suspension des paiements en espèces en 1814²². Il en résulte une inflation des émissions monétaires privées qui se sont investies dans des placements fonciers spéculatifs avant que la Banque centrale n'engage une politique restrictive qui provoquerait une vague de faillites et une profonde récession dans le secteur agricole et industrielle.

f. La Crise de 1825

²⁰ Idem, p. 83.

²¹ Idem, p. 85.

²² Idem, p. 86.

En 1825, le monde connaît l'une des premières crises boursières de l'histoire qui a touché la Grande-Bretagne. A la suite de spéculations intenses sur les investissements latino-américains « banques, assurances, armement de bateaux, construction de canaux... », le cours de ces valeurs s'effondre à la Bourse de Londres. De nombreuses banques font banqueroute et, dans la seule année 1826, environ 3300 entreprises font faillite²³.

g. Le Krach de 1836 et la Panique de 1837

En 1836, l'Angleterre était, de nouveau, frappé par un krach boursier à la suite de la décision du président américain Andrew Jackson de subordonner la vente de terre d'Etat à un paiement en métaux précieux. Cette décision donnait un brusque coup d'arrêt à la spéculation foncière en Amérique. Les banques américaines ayant contracté des emprunts à Londres, la crise financière ont touché durement le Royaume-Uni et auront des répercutions jusqu'en Allemagne²⁴. Peu après, le 10 mai 1837, la bulle spéculative éclatait aux États-Unis lorsque les banques américaines suspendront leurs paiements en espèces²⁵.

h. Le Krach de 1847

L'Angleterre et la France ont subi un Krach, en 1847, suite à l'effondrement des cours de la Bourse. Cela était la conséquence d'un engouement pour les actions des compagnies de chemin de fer et la sous-estimation du coût des travaux d'investissement qui ont fait monter les actions à des cours démesurés. Mais, cette compagnie a fait de nouveaux appels de fonds pour financer ces investissements et mettait fin à la confiance faite sur la valeur de ses actions. Une crise du crédit se révélait et provoquait une panique bancaire et la faillite de nombreuses banques ainsi que la suspension de l'activité de plusieurs

²³ Idem, p. 90.

²⁴ Idem, p. 95.

²⁵ Idem, p. 96.

compagnies. Peu après, la révolution politique en France engendrait une panique boursière qui entraînait une nouvelle vague de faillites²⁶.

i. La Crise de 1857

En 1857, un certain nombre de banques aux Etats-Unis est confronté à des difficultés financières. En août 1857, la banque « Ohio Life & Insurance Company » souffrait d'une forte demande de crédit et suspendait ses paiements. Elle était rapidement suivie par les banques de New York, du Maryland et de Pennsylvanie, puis par d'autres banques importantes à Baltimore, Philadelphie et Boston. Le taux de l'escompte s'accroît fortement et, dans le courant de septembre, les actions de chemin de fer enregistraient une forte baisse à la Bourse de New York. La crise américaine se propageait immédiatement en Angleterre sous la forme d'une crise de change qui se compliquait rapidement d'une crise de crédit intérieur. Bien que moins violente, elle atteignait également la France où la Bourse de Paris connaissait une forte baisse. Elle est suivie d'une récession économique dans tous les pays unis par des liens monétaires, financiers et économiques²⁷.

j. La Crise de 1866

En 1866, l'Angleterre connaît de nouveau une crise financière majeure. Elle trouvait son origine dans la spéculation ferroviaire qui suivait la déréglementation des activités du secteur bancaire de 1862 et faisait suite au ralentissement boursier qui s'était propagé à travers toute l'Europe au début de l'année. Formellement, elle est provoquée par la faillite de la maison d'escompte « *Overend & Gurney* » le 10 mai 1866 due à un défaut de paiement de la « *Mid-Wales Railway Company* ». Il en résultait un krach boursier de grande ampleur dès le 11 mai, jour qui s'était connu sous le nom « *Black*

²⁶ Idem, p. 102.

²⁷ Gérard Marie H. (2003), « *Les crises au XX siècle (1873-2003)* », Ed. Belin Sup., août 2003, p. 72.

Friday ». Cette panique bancaire entraînait une crise de liquidité, une série de faillites en chaîne et une crise bancaire²⁸.

k. Le Krach de 1873

Le 9 mai 1873, la Bourse de Vienne en Autriche connaît un krach après une période de « grande stagnation » de l'économie mondiale entre 1873 et 1896. Ce krach était une conséquence directe du retournement de conjoncture enregistré quand l'Exposition universelle de 1873 se révélait, en fait, être décevante économiquement. La chute des cours se transmet en Allemagne et aux États-Unis²⁹.

l. Le Krach de l'Union Générale de 1882

En France, une banque connue sous le nom de « Union Générale » connaît des difficultés financières au cours du janvier 1882. Le 19 janvier, le cours de ces titres s'effondrait provoquant sa faillite et une crise boursière et bancaire de grande ampleur essentiellement circonscrite à la France. Créée quatre ans plus tôt, l'Union Générale avait fondé un développement fulgurant sur des investissements hasardeux, notamment dans les mines, les assurances et les sociétés foncières, en particulier en Russie, en Autriche-Hongrie et dans les Balkans, et la spéculation boursière³⁰.

m. La Crise Baring de 1890

En 1890, l'Angleterre connaît une crise bancaire touchant la plus ancienne banque britannique nommée « Baring ». Celle-ci avait acheté massivement des titres de la dette publique. En raison du surendettement de l'Argentine, elle se trouvait en défaut de paiement et la Banque « Baring » coule, en conséquence, et se met en faillite. La Banque d'Angleterre, soutenue par la Banque de France, viendra à son secours pour éviter des faillites en chaîne. Mais, les banques londoniennes contribuaient à transmettre la panique en voulant vendre

²⁸ Kindleberger C. P. (1984), « Histoire financière de l'Europe occidentale », Ed. Economica, Paris 1985, p. 105.

²⁹ Idem, p. 85.

³⁰ Idem, p. 88.

des titres qui avaient une relation avec les titres de la dette souveraine de l'Argentine, sur la place de New York³¹.

n. La Panique bancaire américaine de 1907

En 1907, l'Amérique connaît une panique bancaire, nommée « Panique des banquiers ». Elle survenait lorsque le marché boursier s'effondrait brusquement, perdant près de 50% de la valeur maximale atteinte l'année précédente. Partie de New York, la panique se propageait à tout le pays et de nombreuses banques et entreprises étaient à la faillite³².

o. L'hyper-inflation allemande de 1923

En Allemagne, une hyper-inflation s'était réalisée, en novembre 1923, et atteignait des niveaux supérieurs. Sa cause immédiate était l'exigence française de réparations de guerre. Comme gage, l'armée française occupait la première région industrielle du pays, appelée la « Ruhr », et la paralysait. En quelques mois, les denrées s'achetaient en milliards de marks. La crise monétaire s'était installée avec une aggravation d'une agitation à intérieure. Américains et Britanniques, qui ont de gros intérêts en Allemagne, convainquaient la France de réduire ses prétentions et d'évacuer la région de la « Ruhr »³³.

p. Le Krach de 1929

Entre 24 octobre et le 29 octobre 1929, le New York Stock Exchange a connu un Krach qui entraînait une crise bancaire et précipitait la Grande dépression aux Etats-Unis. Les événements de ces journées déclenchent la plus grave crise économique mondiale du XX^e siècle.

q. La Crise américaine du Crédit de 1966

Après plusieurs années de forte croissance de l'économie, les banques américaines se trouvent à court de réserves, en 1966, dans un contexte où la Réserve Fédérale conduit une politique restrictive afin de contenir l'inflation.

³¹ Idem, p. 90.

³² Idem, p. 93.

³³ Idem, p. 98.

La crise se traduirait par une chute des cours boursiers, une baisse des liquidités et une hausse des taux d'intérêts provoquant un fort ralentissement de l'activité économique. Elle est considérée comme la première crise moderne, des épisodes similaires de resserrement du crédit se reproduisant en 1969 et 1974³⁴.

r. La Crise de la Dette des PVD de 1982

Les pays en voie de développement s'étaient lourdement endettés. Cet endettement servait principalement à couvrir des déficits budgétaires, pas à financer l'investissement. La hausse des taux courts américains décidée fin 1979 a considérablement alourdi la charge de la dette. Le pays où la situation de la balance des paiements s'est dégradée le plus rapidement a été le Mexique, qui a fait défaut brusquement en août 1982³⁵.

s. La Crise japonaise de 1990

A partir du mois de décembre 1989, le marché japonais connaît une bulle spéculative qui fait entrer le pays dans une crise qui durera une décennie. Le point culminant a été atteint le 29 décembre 1989 sur le marché japonais des actions où l'indice Nikkei a réalisé son plus haut niveau.

t. La Crise du Système monétaire européen (SME) de 1992

En 1992, l'Europe a connu une crise de son système monétaire. Il s'agit d'un mercredi noir où la livre sterling, la lire italienne et la peseta espagnol crèvent le taux plancher des marges de fluctuations définies. La livre sterling est chassée du mécanisme par la spéculation, la lire subit le même sort le 17 septembre et la peseta est dévaluée. Cette crise tient à la conjugaison de facteurs politiques et économiques. Le référendum du traité Maastricht a suscité des perturbations sur la crédibilité de l'union monétaire *européenne*. Le non des Danois, le 02 juin, au traité de Maastricht et l'approbation si courte des Français lors du référendum du 20 septembre ont porté atteinte à la crédibilité

³⁴ Idem, p. 102.

³⁵ Idem, p. 107.

de l'intégration européenne et généré une incertitude importante sur l'avenir de l'union monétaire européenne.

A la suite de cette crise, d'autres crises financières ont réapparu en frappant des pays émergents à partir de 1994 jusqu'à 2001. Récemment, le monde vient de connaître une nouvelle crise, dite crise des « *Subprimes* », qui a débuté en Etats-Unis à partir de 2007 et qui se transforme en crise économique touchant tout les économies du monde.

B. La fréquence des crises financières

Le bref récit historique des crises financière vient approuver l'idée que ce phénomène réapparaît régulièrement et d'une manière prcyclique. Cette idée confirme la fréquence des crises financières. Kondratiev (1926)³⁶ a abordé dans sa théorie du cycle économique cette tendance Il explique que l'activité économique est marquée par le phénomène des cycles. Il estime qu'après chaque entre 40 ou 60 ans, il y a un retournement de conjoncture qui indique la fin d'un cycle et le début d'un autre cycle³⁷.

Après l'effondrement de Bretton Woods, les économistes constatent que les crises financières sont devenues de plus en plus fréquentes. Bordo et *al.* (2001) ont démontré que la « fréquence des crises financières »³⁸, notamment crises bancaires ou de change, s'est accrue après 1971. Cette date coïncidait avec le

³⁶ Voir Kondratiev N.D (1993), « *Les grands cycles de la conjoncture* », Economica, Paris, 1993.

³⁷ Selon Kondratiev, la phase ascendante s'accompagne progressivement d'un excès d'investissement réalisé par les entreprises pour faire face à la concurrence, ce qui provoque une hausse des prix. Les industriels répercutant leurs coûts de production sur les produits, et des taux d'intérêt qui augmentent face à la forte demande de monnaie. Il s'ensuit donc un déclin de l'activité économique durant laquelle les prix baissent, du à excès d'offre et à une baisse de la demande, ainsi que les taux d'intérêts, la baisse de la consommation et des investissements entraîne une baisse de la demande de monnaie, ce qui permet une purge du système et prépare le terrain pour une nouvelle phase de croissance.

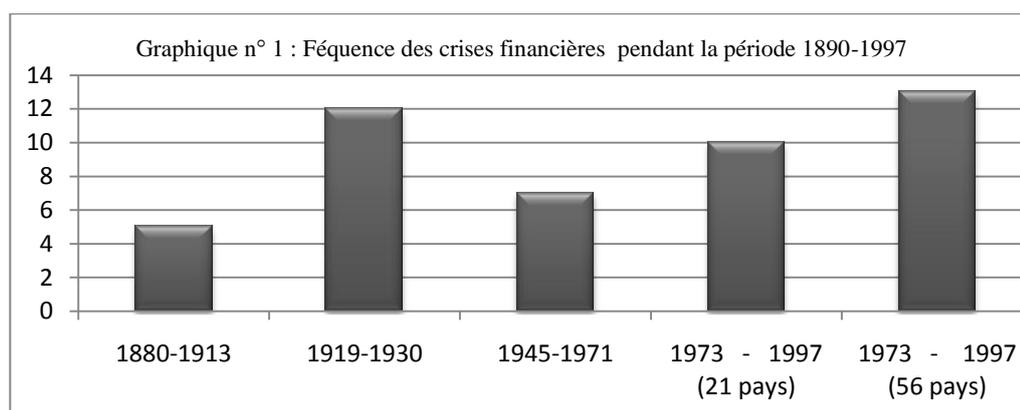
³⁸ Selon Bordon et al (2001), la fréquence des crises financières est égale au nombre de crises divisé par le nombre d'années multiplié par le nombre de pays pour chaque période.

début de l'abandon du système de Bretton Woods qui régissait les relations internationales et avait institué le régime de taux de change fixes.

Ces économistes ont étudié et analysé les crises financières, pendant 120 ans, et ont arrivé à prouver qu'elles sont plus fréquent dans nos jours que dans les décennies passées. Ils concluent qu'il y a des événements de plus en plus troublant dans notre âge et qui font que ces phénomènes se produisent de plus en plus et à des périodes peu distancées. Leur analyse porte sur une longue période (1880-1997) et s'applique sur un échantillon de pays industrialisés et émergents. Ils distinguent en particulier cinq périodes ³⁹:

- les périodes de 1880-1913 significants périodes d'étalon-or ;
- les périodes de 1919-1939 considérées comme périodes d'entre-deux guerres ;
- les périodes de 1945-1971 observées comme périodes de régime de Bretton Woods ;
- et les périodes de 1973-1997 qualifiées de périodes post Bretton Woods en fonction des périodes retenues, la taille de l'échantillon varie entre 21 et 56 pays.

Ils parviennent à des résultats sur la fréquence des crises financières selon leurs types pendant la période 1890-1997 qu'on reproduit dans le graphique n°1.



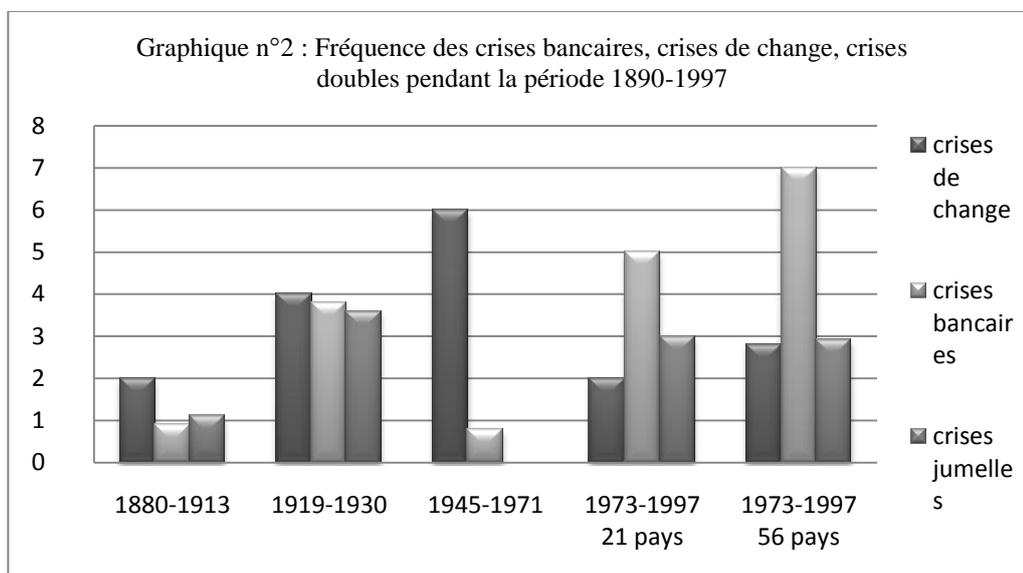
Source : Bordo & al. (2001)

³⁹ Bordon M., B. Eichengreen, D. Klingebiel et M.S. Martinez-Peria (2001), “ *Is the crisis problem growing more severe ?* “, *Economic Policy : A European Forum*, n° 32, Avril 2001, p. 53-82. Disponible sur le site : http://econweb.rutgers.edu/bordo/Crisis_Problem_text.pdf

Les résultats figurant dans ce graphique illustrent que la fréquence des crises a presque doublé durant la période post 1973. La probabilité de subir une crise de change ou une crise bancaire pendant la période 1973-1997 s'élevait à 10% ou 13% environ alors qu'elle n'était que 7% sur la période de 1945-1971. Cette fréquence de plus en plus élevée des crises affiche une ressemblance entre la période moderne et celle de l'entre-guerre et se distingue fortement de la période 1880-1913 qui est, particulièrement faible, de 5%.

Ces travaux permettent, effectivement, de constater que la fréquence des crises financières serait passée d'un peu plus de 6% dans la période de Bretton Woods à près de 13 % dans la période postérieure à 1973.

Dans cette même étude, ils révèlent la réapparition des crises bancaires à partir des années soixante-dix et le retour des crises doubles qui étaient quasiment absentes dans la période 1945-1971. Le graphique n°2 montre la fréquence de ces crises sur la base de ces résultats.



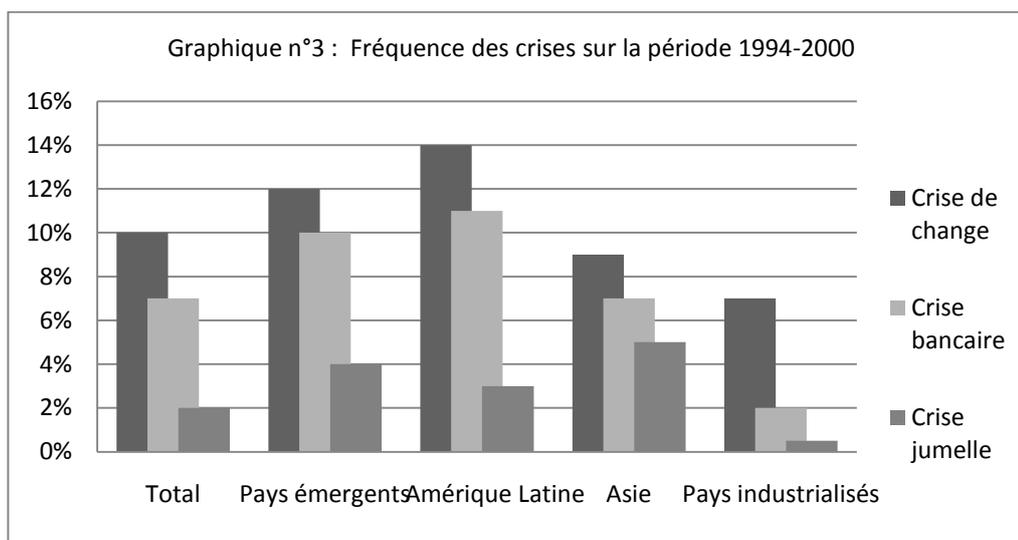
Source : Bordo & al. (2001)

On retient dans ces conclusions que de nouveaux pays sont touchés par ces crises. En passant de l'échantillon de 21 pays à 56 pays, les crises bancaires ont augmenté pendant la période 1973-1997 de 5 à 7 fois.

Aussi, Boucher (2003)⁴⁰ confirme cette même évolution dans le temps par une analyse faite sur un siècle des crises boursières. Il a montré que la « fréquence des périodes de crises »⁴¹ tend à diminuer aux cours des deux premières décennies du XXème siècle, avant d’atteindre des niveaux, sans précédent dans les années trente. Dans les années cinquante, soixante et quatre-vingt-dix, les crises boursières s’éclipsent pour réapparaître dans les années 2000.

Egalement, Stone & Weeks (2001)⁴² ont conclu, dans leurs travaux, que les crises financières, bancaires ou de change, n’ont pas accéléré au cours des années quatre-vingt-dix dans les pays industrialisés mais elles deviennent plus nombreuses dans les pays émergents sur l’ensemble de la période 1997-1999.

Benabdellah M. & Diallo K. (2004)⁴³ ont fait, similairement, l’étude de la fréquence des crises financière pendant la période 1994 -2000 et ils ont parvenu à des résultats qu’on illustre dans le graphique n°3.



Source : Benabdellah & Diallo (2004)

⁴⁰ C. Boucher (2003), « *Identification des crises boursières* », Document de travail, Université Paris XIII, 27 mars.

⁴¹ Selon Boucher (2003), la fréquence est égale au nombre de mois qui présentent un effondrement d’au moins 20% du cours divisé par le nombre de mois de la période considérées.

⁴² Stone M.R. et M. Weeks (2001), “*Systemic financial crises, balance sheets, and model uncertainty*”, International Monetary Fund Working Paper, n° 162, Washington DC, October. Disponible sur : <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/wp01162.pdf>.

⁴³ Benabdellah M. & Diallo K. (2004), « *Incidence des crises financières : une analyse empirique à partir des pays émergents* », les journées de recherche GDR « Les crises financières internationales », Université d’Orléans, 6-7 mai 2004.

Le graphique montre que la fréquence est plus élevée dans les pays émergents que dans les pays industrialisés quel que soit le type de ces crises⁴⁴. Ainsi, il existe une probabilité de 12%, soit une chance sur 8, d'avoir une crise monétaire dans un pays émergent au cours d'une année contre 7% dans les pays industrialisés. Ensuite, pour les pays émergents, on constate que les pays d'Amérique Latine sont plus susceptibles de connaître une crise monétaire ou bancaire que les pays d'Asie du-Sud-Est. Au niveau d'ensemble, on constate que la fréquence d'une crise monétaire est plus élevée que celle d'une bancaire.

Ces analyses illustrent parfaitement le phénomène de la répétition des crises financières dans les pays émergents. De 1994 à 2001, ces crises ont touché à intervalle d'une année, tour à tour, le Mexique, les pays asiatiques, la Russie, le Brésil, la Turquie et l'Argentine. Cette fréquence des crises dans les pays émergents a suscité nombreuses études.

III. Déroulement des crises des pays émergents

Au début des années quatre-vingt dix, le monde connaît une série de crises financières touchant principalement les pays émergents. De la crise mexicaine en 1994, à la crise asiatique en 1997, passant par la crise russe en 1998, à la crise brésilienne en 1999, à la crise turque en 2000 pour finir sur la crise 2001. Cette chronologie rend nécessaire l'étude de la façon dont ces crises se sont déroulées.

Dans cette étude, trois phases seront analysées. La phase de l'avant-crise, la phase de la crise et la phase de l'après-crise.

⁴⁴ Les auteurs considèrent l'Australie, la Belgique, le Canada, le Danemark, l'Espagne, la Finlande, la France, l'Allemagne, le Japon, le Pays-Bas et le Portugal comme des pays industrialisés.

A. La crise mexicaine de 1994

La crise mexicaine de 1994 se présente comme la première crise financière touchant un pays émergents, au début du XIX^e siècle. Mais, elle se remarque plus par sa position comme la première d'une série de crises qui vont toucher la plupart des économies émergentes.

a. Avant la crise

Avant la crise, l'économie du Mexique ne laissait guère présager une crise. Elle se portait très bien au cours de la dernière décennie qui a précédé cette crise. Le pays avait mis en place de nombreuses réformes d'inspiration libérale. Il avait libéralisé les échanges, supprimé le contrôle des changes, modernisé son marché, levé les restrictions sur les investissements étrangers et procédé à une dérégulation de son économie⁴⁵.

Au lendemain de la crise de 1982, le pays a procédé à des réformes macroéconomiques et structurelles, de 1998 à 1993, avec le soutien du FMI. Il a renforcé le processus de stabilisation et a mis en place une stratégie basée sur la libéralisation de l'économie.

Cette stratégie visait à réaliser la viabilité externe et à créer les bases d'une croissance tirée par le secteur privé. Elle se fondait sur les éléments suivants⁴⁶ :

- maintien de la rigueur financière ;
- utilisation du taux de change comme point d'ancrage ;
- application d'un vaste programme de réformes structurelles dont les privatisations et la libéralisation du commerce et des changes ;
- restructuration fondamentale de la dette extérieure.

Le pays atteignait un taux de croissance satisfaisant, depuis 1989, avec une moyenne de 3,9%⁴⁷. Les finances publiques se sont rééquilibrées en partie au

⁴⁵ Le Page J. M. (2003), « *Crises financières internationales et risque systémique* », Ed. De boeck, 1^{er} édition, Bruxelles 2003, p.49.

⁴⁶ Camdessus M. (1995), « *La crise financière mexicaine, ses origines, la réponse du FMI et les enseignements à en tirer* », Revue d'Economie Financière, Revue trimestrielle de l'Association d'Economie Financière, n° 33, Été 1995, p. 36.

moyen d'importantes réformes fiscales, de la libéralisation des prix des biens et services du secteur public, de la privatisation accélérée des grandes entreprises publiques et d'un strict contrôle des dépenses.

Les paiements d'intérêt ont été réduits grâce au rééchelonnement de la dette extérieure envers les créanciers officiels et à la conclusion avec les banques créanciers étrangères, en 1989-1990, d'un accord novateur de réduction de la dette.

Ces politiques de stabilisations et de réformes ont eu des résultats remarquables. Déficit en 1987 à hauteur de 15% du PIB, le solde globale des finances publiques est devenu légèrement excédentaire en 1991- 93. L'inflation a été ramenée de 160% en 1987 à 8% en 1993. La croissance du PIB réel s'est redressée, passant en moyenne de moins d'un demi pour cent par an en 1985-88 en 3% en 1989-93⁴⁸.

La restructuration de la dette extérieure a rétabli l'accès aux marchés financiers internationaux et les entrées de capitaux privés ont atteint en moyenne 6% du PIB en 1990-93, dont un cinquième environ sous forme d'investissements directs étrangers. Grâce à ces apports, les réserves internationales brutes du pays ont été portées de 6 milliards de dollars à la fin de 1989 à 25 milliards à la fin de 1993.

b. Le déclenchement de la crise

Le Mexique a, donc, abordé l'année 1994 avec une économie renforcée. Mais, des faiblesses persistaient. Depuis 1989, sa balance commerciale se dégradait et le déficit des transactions extérieures courantes s'élevait à 6% du PIB en 1993 et 9% en 1994%, alors que ce solde était quasiment équilibré en 1987-88.

Les experts du FMI expliquent cette détérioration par une progression des investissements qui stimulent la production et les exportations nettes à

⁴⁷ Idem, p. 49.

⁴⁸ Aglieta M. (2001), « Macroéconomie financière », Ed.. La Découverte », 5^e édition, Paris, 2001, p. 154.

l'avenir⁴⁹. Mais, elle signifie, aussi, que le Mexique avait fait appel aux capitaux étrangers pour faire face à l'insuffisance de son épargne intérieure. Ces capitaux étaient totalement sous forme de titres dont 75% à court terme.

L'augmentation des dépenses intérieures de consommation ont contribué davantage au déficit de la balance des transactions courantes qui devenait insoutenable par l'institution du FMI⁵⁰.

La monnaie mexicaine présentait, aussi, des faiblesses. Après s'être sensiblement apprécié sur la base du taux de change effectif réel de 76% entre la fin de 1987 et de 1993, le peso s'était arrimé au dollar, avec bandes de fluctuations. En conséquence, le taux de change réel était devenu trop élevé pour maintenir la compétitivité internationale des produits mexicains.

Au second trimestre de l'année 1994, le pays connaît une série d'évènements qui fragilisaient, encore, l'économie nationale. A l'intérieur, deux faits importants ont marqué l'environnement politique et contribuaient à créer un climat d'incertitude généralisée. Il s'agit du déclenchement de la révolution du Chiapas⁵¹, dès le début de janvier 1994, et l'assassinat de Mr. Colosio, candidat à la présidence, à la fin mars. Un autre assassinat politique, en septembre, et une deuxième rébellion au Chiapas en décembre ont ajouté au climat d'incertitude politique et économique.

Suite à cette instabilité politique, les perspectives sur l'économie mexicaine devenaient pessimistes⁵². Les investisseurs étrangers se faisaient plus rares et les capitaux baissaient nettement.

⁴⁹ Idem, p. 36.

⁵⁰ En février 1994, le Conseil d'administration du FMI, à l'issue de la discussion qu'il a consacré sur l'économie mexicaine, a insisté sur la nécessité de réduire encore d'avantage le déficit des transactions extérieures courantes pour que l'économie soit moins vulnérable en cas de brusque renversement de capitaux. In : M. Camdessus (1995), « La crise financière mexicaine, ses origines, la réponse du FMI et les enseignements à en tirer », Revue d'Economie Financière, Revue trimestrielle de l'Association d'Economie Financière, n° 33, Été 1995, p. 36.

⁵¹ Chiapas est une région du Mexique qui revendique son indépendance.

⁵² S. Radelet & J. Sachs (1998), « *The East Asian financial crisis : diagnostics, Remedies, Prospects* », Brooking Papers on Economic Activity, I, 1998, p. 10-11.

Sur le plan extérieur, le Mexique a fait face à une hausse marquée des taux d'intérêt internationaux à partir de 1994. Cette évolution était due à la reprise de l'expansion dans les pays industrialisés et, surtout, à l'accélération marquée aux Etats-Unis et d'autres pays industrialisés. Cela a conduit les autorités monétaires de plusieurs d'entre eux à durcir leur politique, à commencer par le Système Fédéral de Réserve en février. Ce durcissement des conditions du crédit sur les principaux capitaux et l'augmentation des rendements qui l'ont accompagné ont amené les investisseurs internationaux à remettre en question la part de leur portefeuille investie sur les marchés émergents, dont le Mexique.

La position extérieure du Mexique s'est manifestement affaiblie par ces événements défavorables et s'est aggravée, fortement, par la faiblesse de la réaction des autorités mexicaines sur le plan de la politique économique.

Les séries des perturbations politiques internes ont été suivies par une période de pressions à la baisse fortes sur le peso. Etant engagées à respecter les faibles variations du taux de change annoncées d'avance, les autorités ont essayé d'absorber ces pressions en partie par l'amenuisement des réserves officielles, qui sont tombées de 30 milliards de dollars à 18 milliards au cours du seul mois d'avril, et par le doublement des taux d'intérêt. Cette réaction des autorités, jugée inadéquate⁵³, a affaibli la position financière du Mexique et a renforcé les risques d'un ajustement imposé par les marchés.

La politique monétaire se montrait trop accommodante. Les autorités ont consenti, par le biais de la Banque Centrale, un crédit au système financier et par les banques commerciales et de développement au secteur privé qui a connu une expansion rapide. Cette augmentation du crédit interne était destinée à compenser la diminution des capitaux étrangers, tout en maintenant le Peg⁵⁴ après une légère dévaluation.

⁵³ Le Page J. M. (2003), « *Crises financières internationales et risque systémique* », Ed. De boeck, 1^{er} édition, Bruxelles 2003, p.53.

⁵⁴ Le Peg est l'action de fixer la monnaie nationale sur une monnaie étrangère, considérée comme monnaie de référence. L'objectif est de donner une crédibilité à la monnaie nationale d'attirer les capitaux internationaux.

Pour résister à la tendance à la hausse des taux d'intérêt international, le gouvernement mexicain réduisait les écarts de taux d'intérêt entre les effets publics mexicains et les instruments libellés en dollars des Etats-Unis, entre mai et novembre.

Mais, lorsque les pressions à la baisse ont recommencé à s'exercer sur le peso en octobre et en novembre, les autorités ont neutralisé l'impact monétaire des énormes pertes de réserves officielles et ont laissé les taux d'intérêt presque inchangés jusqu'à la deuxième semaine de décembre.

Déjà fragilisé par l'expansion du crédit, le système financier se montrait vulnérable, surtout, par le remplacement, entre mars et octobre, de l'équivalent de 13 milliards de dollars d'effets publics à court terme, libellés en pesos, détenus par le secteur privé, par des Tesobonos, titres à court terme indexés sur le dollars des Etats-Unis. Certes, cette opération a, dans le court terme, réduit les paiements d'intérêt, mais elle a augmenté le coût potentiel d'une crise éventuelle de financement.

Alors que le déficit des transactions extérieures courantes a atteint 8% du PIB sur l'ensemble de l'année et le taux de change du peso, par rapport au dollar U.S, était à la limite supérieure de sa base de fluctuation, une nouvelle administration avec le nouveau Président Zedillo avait pris ses fonctions et de nouvelles tensions ont repris au Chiapas. Face à cette instabilité, les autorités acceptaient, le 20 décembre, de dévaluer le peso en relevant de 15% la limite supérieure de sa bande d'intervention car les réserves internationales étaient tombées à 10,5 milliards de dollars. Cependant, cette mesure n'a pas réussi à stabiliser les marchés et deux jours plus tard, après une nouvelle perte de réserves de 4 milliards de dollars, elles ont laissé flotter le peso. Le système de change venait d'être abandonné.

Cet abandon a porté un nouveau coup à la confiance et le peso a continué à se déprécier fortement et les marchés de capitaux se demandaient si le Mexique serait à même d'assurer le service de la dette à court terme. La production

industrielle chuta, alors, de 15% et le PIB de 6,2% et le peso valait 40% de moins que la mi-décembre, à la fin de janvier 1995.

Désormais, un programme d'ajustement sévère devenait nécessaire pour sauver l'économie mexicaine et atténuer les effets de cette qui commençait à toucher les autres pays.

Au cours des semaines qui ont suivi le déclenchement de la crise, les marchés boursiers de l'Argentine, du Brésil, du Chili, et du Pérou ont enregistré une chute de 20% tandis que d'autres marchés émergents, surtout en Asie, où on a enregistré, aussi, des baisses importantes.

Suite à cette crise, une aide massive du trésor américain, avec 20 milliards de dollars, et le soutien du FMI, avec 18 milliards de dollars, étaient salutaire pour le Mexique afin de freiner le processus dévastateur de la crise. Un plan de sauvetage accompagné par des mesures de déflation, s'est mis en place par le FMI.

c. Après la crise

Après cette crise, le Mexique se présente comme le premier pays victime de la première crise du XIXème siècle, c'est-à-dire de la première crise financière majeure atteignant une économie de marché émergente dans un contexte de mondialisation des marchés. Elle a révélé des nouveaux aspects qui doivent être, désormais, évoqués et pris comme leçons pour les autres économies émergentes.

D'une part, la crise mexicaine a démontré de manière éclatante avec quelle rapidité le jugement des marchés sur la situation d'un pays, peut se retourner dès que celui-ci baisse sa garde et laisse ses grands équilibres se dégrader. De l'autre part, les pays dont la situation budgétaires est solide, ne devraient pas laisser se creuser des déficits extérieurs importantes, surtout lorsqu'ils sont utilisés très largement pour soutenir la consommation intérieure et sont financés en grande partie par des capitaux à court terme.

B. La crise asiatique de 1997

La crise asiatique de 1997-1998 a touché, à la fois, la Thaïlande, la Malaisie, l'Indonésie, les Philippines et la Corée du Sud. Elle a produit plus d'effets dévastateurs par rapport aux autres crises, non seulement sur les pays émergents mais aussi sur les pays développés.

a. Avant la crise

Depuis les années 1960, les pays Sud-est asiatique, comme la Thaïlande, l'Indonésie, la Malaisie et, en particulier, la Corée avaient connu une croissance exceptionnelle. Ils avaient réalisé les performances suivantes :

- ils réalisaient un taux de croissance de 8%⁵⁵ par an, ce qui permet de doubler tous les neuf ans en taille leur PIB ;
- le PNB par habitant en dollars constants et en parité de pouvoirs d'achat est passé de 2430 à 14150 pour la Corée du Sud, de 1590 à 7000 pour la Thaïlande ou de 3060 à 18500 par Taiwan⁵⁶ ;
- le dynamisme des investissements passent de 32% à 38% du PIB, contre 15% aux Etats-Unis, sur une longue période de 1980 à 1996 ;
- les balances commerciales étaient longuement excédentaires pour la Malaisie et l'Indonésie.

Cependant, trois aspects sont considérés comme des faiblesses de ces économies pour répondre à ces performances économiques :

- l'infrastructure et les systèmes juridiques et réglementaires ne peuvent suivre et tarde à s'adapter aux nouvelles données économiques ;

⁵⁵ J. Gravereau (2001), « *La crise asiatique : rupture, rebond, émergence* », Ed. Economica, mai 2001, Paris, p.175.

⁵⁶ Calculs d'Angus Maddison, OCDE.

- l'insuffisance d'épargne locale dans ces pays nécessite le recours aux capitaux extérieurs pour couvrir les énormes besoins d'investissement intérieur ;
- l'arrimage des monnaies locales au dollar engendre un confort monétaire illusoire.

Dans ce contexte, une crise majeure commence à s'émerger et à se préciser à partir de l'année 1995. Tout d'abord, les pays du Sud-est asiatiques présentaient des prémisses de fragilité économiques et structurelles :

- d'une part, la perte de compétitivité, l'emballement du crédit interne, le surinvestissement immobilier et l'explosion de l'endettement extérieur ;
- et, de l'autre part, les faiblesses de la régulation prudentielles, mauvaises évaluation des projets, financement du déficit courant par des capitaux à court terme et instables.

En plus, les très hautes croissances ont créé leurs propres déséquilibres à plus ou moins long terme dans l'industrie locale. Il s'agit du déséquilibre entre l'offre et la demande de main d'œuvre. Les économies des pays du Sud-est asiatiques arrivaient à un niveau de besoin en main d'œuvre où elles voulaient toujours plus d'ingénieurs, de comptables, d'informaticiens, d'opérateurs professionnels. En même temps, le système d'éducation, pourtant performant en Asie, ne pouvaient suffire.

Il en résultait une pression sur les salaires. En Thaïlande, par exemple, cette pression représentait plus 25% au milieu des années 1990, dans un contexte d'inflation locale de 5% seulement. Cette pression sur les salaires avait affaibli, assez rapidement, la compétitivité du pays.

Par conséquent, ces pays Sud-est asiatiques commençaient à subir des problèmes de compétitivité. En 1996, par exemple, un ouvrier qualifié revenait annuellement à l'employeur 30.000 dollars en Corée, contre 15.000 à Hong

Kong, Singapour et Taiwan, et 10.000 en Thaïlande sans que les niveaux de productivité le justifient⁵⁷.

Parallèlement, le surinvestissement devenait éprouvant. En 1996, le taux d'investissement de ces pays, c'est-à-dire le rapport de l'investissement global au PIB, atteignait des sommets : 30,8% en Indonésie, 38,4% en Corée, 41,5% en Malaisie et 41,7% en Thaïlande⁵⁸. Mais, l'épargne locale ne suffisait plus pour financer les taux d'investissement très élevés, même si tous les pays asiatiques, à l'exception des Philippines, appartiennent au « Club 30% », pays dont l'épargne globale dépasse 30% du PIB, parfois jusqu'à 40% et au-delà, là où la France en est moins de 20%.

Pour sortir du cercle épargne-investissement, les pays du Sud-est asiatiques avaient, donc, fait recours au crédit bancaire. Les crédits bancaires passent sur les décennies 1986-1996 de 17% à 55% du PIB en Indonésie, de 61% à 95% en Malaisie, de 44% à 100% en Thaïlande et de 65% à 95% en Corée⁵⁹.

Des banques occidentales ou japonaises accordaient des prêts en devises à des sociétés financières locales. Contrairement aux usagers bancaires standards, les dettes des banques asiatiques n'étaient pas des dépôts, mais des prêts à court terme accordé par des investisseurs étrangers⁶⁰. Les banques locales utilisaient ces ressources pour accorder de crédits à des entrepreneurs locaux. Ces derniers changeaient les devises auprès de la Banque centrale contre la monnaie locale dont le cours était sous pression. Le tableau n° 1 et graphique n° 4 montre la part des prêts bancaires de l'ensemble des flux de capitaux privés en faveur des cinq pays touchés par la crise asiatique.

Tableau n°1 : Flux nets de capitaux privés en faveur des cinq pays touchés par la crise asiatiques (Corée, Indonésie, Malaisie, philippines et Thaïlande)

Année	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Investissements directs	7,3	7,6	8,8	7,5	8,4	10,3	8,6	10,2
Investissements	6,4	17,2	9,9	17,4	20,3	12,9	-6	6,3

⁵⁷ Enquêtes annuelles HEC Eurasia Institute.

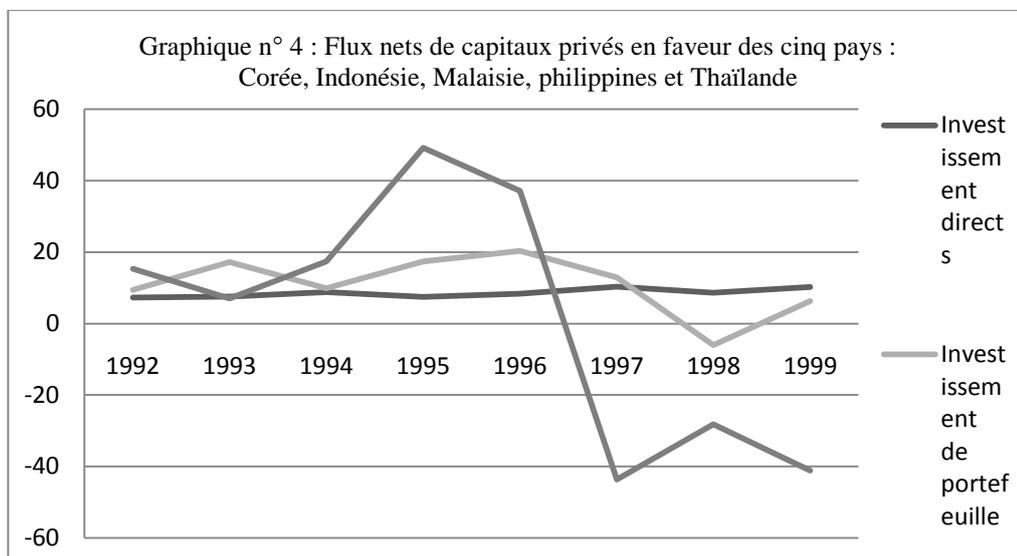
⁵⁸ Blanchard O. J. & Cohen D. (2002), « *Macroéconomie* », Pearson Education, 2002, p. 484.

⁵⁹ Source: IFS.

⁶⁰ Idem, p. 481.

de portefeuille								
Prêts bancaires	15,3	7	17,4	49,2	37,1	-43,6	-28,2	-41,1
Total	29	31,8	36,1	74,2	65,8	-20,4	25,6	-24,6

Source : FMI, International Capital Markets, Septembre 2000



Source : FMI, International Capital Markets, Septembre 2000

Le graphe montre que les prêts bancaires qui affluaient entre 1994 et 1997, étaient supérieurs par rapport aux autres flux de capitaux. Ces entrées de devises exerçaient, ainsi, un effet multiplicateur sur la masse monétaire.

En Thaïlande, Malaisie et Corée, les créances bancaires sur le secteur privé avaient augmenté de plus de 50% en pourcentage du PIB en l'espace de sept ans. Au Philippines, le taux de croissance du crédit au secteur privé atteignit même 40% par an entre 1993 et 1996. Par ailleurs, l'emballement du crédit interne. L'Asie est, donc, sur financé, tout en créant une masse de surcapacités industrielles.

Le taux de change réel des pays émergents de l'Asie, à l'exception de la Chine, augmentait de plus de 25% entre 1990 et 1997, sauf en Corée où l'appréciation se limitait à 12%. Dans un tel contexte, le rapport dettes à court terme/devises a dépassé l'unité dès 1994 en Corée, Thaïlande et Indonésie.

Il s'agit d'un véritable effet pervers des mouvements internationaux de capitaux. Ces derniers, au lieu de financer simplement les déficits courants propres au développement économique, deviennent la cause de l'appréciation

réelle du change et de la dégradation importante des soldes courants, en raison de leur caractère souvent spéculatif⁶¹. En même temps, la sphère financière est soumise à d'autres pressions : celles de la spéculation locale et de la dérégulation financières à marchés forcés.

Au début des années 90, sous la pression très ferme des marchés et surtout des autorités américaines, s'engage dans le Sud-est asiatique une dérégulation financière dans une parfaite immaturité. La libéralisation des mouvements de capitaux se fait sans contrôles et sans contreparties.

Par conséquent, les bourses asiatiques explosent et toute personne peut créer une banque, sans qu'aucun système sérieux de règles prudentielles. D'une 20 de banques, l'Indonésie passe par exemple à 198 en six ans.

b. Le déclenchement de la crise

Cette crise a commencé par des attaques spéculatives de certains fonds américains, à la fin de juin 1997, sur le baht thaïlandais. Les autorités thaïlandaises utilisaient leurs réserves en devises, jugées substantielles à l'époque pour contrer le mouvement⁶². En dix jours, elles épuisent ses réserves. La banque de Thaïlande ne peut plus suivre. La décision est prise de laisser flotter le baht, le 02 juillet 1997. En quelques semaines, le baht plongent de 25 B/\$ à 51 B/\$. Les autorités n'imaginaient pas cette situation en acceptant de dévaluer le baht. Ils envisageaient au pire une dépréciation de 10 à 15 % et estimaient, donc, le flottement raisonnable.

Ce choc psychologique sur le baht déclenche un effet de dominos brutal pendant tout le mois de juillet 1997. D'abord sur le peso philippin, puis sur le Roupiah indonésienne et le Ringgit malaisien. En octobre, une attaque spéculative massive a lieu sur le Hong-Kong dollar, mais elle est contenue par des mesures draconiennes. La victime du Hong-Kong dollar sera le won sud-coréen, qui flotte à son tour.

⁶¹ Atlan F. & al. (1998), « Le rôle du taux de change dans la croissance des économies émergentes », Revue économique, vol. 40, n°1, janvier 1998, pp. 9-26.

⁶² Les réserves en devises étaient estimées à 35 milliards de dollars.

Cette dépréciation monétaire profonde provoque deux effets à court terme. D'abord, toutes les dettes en dollars, et surtout les dettes privées deviennent insolvables, d'autant plus que leur structure est, en général à très court terme : la moitié d'entre-elles ont une maturité d'environ un an seulement. Ces dettes privées sont gigantesques : 100 milliards de dollars en Corée, 70 en Thaïlande, 56 en Indonésie, 25 en Malaisie⁶³.

La plupart des crédits bancaires privés se trouvent en situation de créances douteuses à commencer par les banques locales dont on connaît la fragilité entretenue par des règles prudentielles laxistes ou fort mal surveiller. Le second effet à court terme concerne la confiance des marchés financiers qui a pris un coup dur et qu'il faut rapidement restaurer.

Trois pays sollicitent le FMI au cours de cette période : la Thaïlande, l'Indonésie et la Corée du Sud. Seule la Malaisie refuse l'aide du FMI et propose au passage d'affecter 1 milliard de dollars pour aider l'Indonésie.

c. Après la crise

Suite à cette crise, deux critiques sont soulevés par les économistes. Les premières critiques ont porté sur le modèle de développement asiatique. Paul Krugman (1994)⁶⁴ a qualifié, le miracle asiatique, simplement, comme une intense mobilisation des ressources par l'injection massive de travail, sans nécessairement de talent ni de productivité, et de capital, avec des rendements plus en plus décroissants. La deuxième critique avait pour cible l'attitude des dirigeants des pays touchés par la crise et leurs façons de conduire la progression de leurs économies.

Les conséquences de cette crise sur l'économie des pays asiatiques ont été considérables. Les marchés financiers ont fait baisser fortement la Roupiah, qui passe de 2.500 RP/\$ avant la crise de l'été 1997 à 12.000 RP/\$ en janvier 1998. Les monnaies du pays en crise ont perdu entre l'été 1997 et l'été 1998 de 30 à

⁶³ Stress test, Emerging market quarterly review, Credit Lyonnais Securities Asia, juin 1998.

⁶⁴ Krugman P. (1994), « *The myth of Asian miracle* », Foreign Affairs, Nov/Dec. 1994, p. 76.

40% de leur valeur (60% pour le cas spécifiques de l'Indonésie). Ces dépréciations ont un impact direct sur la vie des personnes et des entreprises.

Les gouvernements des pays touchés par cette crise ont essayé de réagir pour combattre la spéculation et fixer la liquidité, en augmentant massivement les taux d'intérêt. Les entreprises ont, aussi, fait recours à des lignes de crédit bancaires pour assurer leur trésorerie quotidienne. Cette hausse de taux d'intérêt, combinée à la chute des carnets de commande locaux, ont fragilisé les entreprises et font précipiter les licenciements. Elles résistent pour ne pas tomber en faillite par le recours à plus de restructuration et la réduction drastique des salaires souvent plus de 30%. Les taux de chômage s'envolent en quelques mois, au cours de l'année 1998, en Indonésie, en Corée du Sud et en Thaïlande.

C. La crise Russe de 1998

La crise russe de 1998 apparait suite aux effets dévastateurs engendrés par la crise asiatiques. Mais, elle s'est distinguée par rapport à cette crise par les facteurs qui ont contribué à déclencher la crise.

a. Avant la crise

La Russie souffrait, en réalité, d'un grand problème macroéconomique qui était son déficit budgétaire fédéral. Il atteignit 7,3% du PIB en 1997. Ce déficit était alimenté par deux facteurs qui sont la faiblesse des rentrées fiscales et la hausse des taux d'intérêt consécutive à la crise asiatique.

Le pétrole est une source essentielle en Russie⁶⁵. Lorsque le prix du pétrole a chuté de plus de 40% dans les premiers mois de 1998 en raison des récessions en Asie du Sud-est, le pays s'est retrouvé face une situation difficile à supporter. La difficulté était de confronter une baisse de ses recettes fiscales

⁶⁵ J. Stiglitz (2002), « *La grande illusion* », Paris, Fayard, 2002, pp. 195-196.

rendues effectives par la baisse de ses recettes pétrolières. Un déficit budgétaire était la conséquence directe de cette baisse annoncée en 1998.

Face à cette situation, la Russie a mené deux actions :

- elle s'est retournée vers le FMI pour demander une aide financière pour surmonter ses difficultés, en février 1998. Un accord a été signé par les deux parties pour ramener le déficit budgétaire de 30 milliards à 2,5 milliards en 1998⁶⁶ ;
- le gouvernement a proposé des réformes fiscales mais n'a pas parvenu à faire voter ses réformes par le Parlement.

Ces deux actions s'avèrent insuffisantes pour gagner la confiance des investisseurs étrangers. D'importantes sorties de capitaux se produisent. Le pays a réagit de nouveau pour soutenir la valeur externe de la monnaie, qui évoluait dans un corridor de 6,3 roubles pour un dollar à 7,2 roubles pour un dollars. Les autorités pratiquaient des taux d'intérêt très élevés pour pousser les investisseurs à laisser leurs capitaux dans les banques russes.

b. Le déclenchement de la crise

Le contexte de la crise s'est installé de plus en plus dans le pays. En effet, le gouvernement russe se confronte à des taux de plus en plus élevés. Il annonce, le 17 août 1998, son incapacité d'honorer ses engagements relatifs à 40 milliards de dollars de bons du trésor à court terme « *GKO* ». Ces derniers étaient des obligations d'Etat à court terme détenues à hauteur de 21 milliards par la Banque centrale et les caisses d'épargne, 7,7 milliards par les banques de réseau et 11,3 milliards par les non-résidents qui bénéficiaient d'une garantie de change.

Les banques avaient souscrit des quantités importantes de ces titres pour bénéficier des taux d'intérêt, plus de 60% en juin 1998 sur les bons en roubles

⁶⁶ Le Page J. M. (2003), « *Crises financières internationales et risque systémique* », Ed. De boeck, 1^{er} édition, Bruxelles 2003, p.57.

et jusqu'à 150% dans les semaines qui suivent. Pour acheter des GKO, ces banques avaient emprunté en dollars. Or, la forte hausse des taux d'intérêt avait provoqué l'effondrement de la valeur des titres d'Etat qu'elles détenaient. Ces titres avaient perdus les deux tiers de leur valeur.

Les banques russes ne pouvaient plus renouveler leurs achats car elles se trouvaient en situation de crise de liquidité et, en plus, le reste de leurs bilans comportait un grand nombre de créances douteuses liées à la mauvaise conjoncture.

Par ailleurs, les autorités avaient tenté de protéger le taux de change en élargissant le corridor de fluctuation du rouble et en pratiquant des taux d'intérêt dont le niveau atteindra jusqu'à 150% sur le marché interbancaire alors que le taux d'inflation était encore de l'ordre de 10%⁶⁷.

En ce qui concerne sa dette, l'Etat a pris des décisions de la restructurer. Les titres ont été convertis en obligations en roubles de 3 à 5 ans avec un remboursement immédiat de 5% de la valeur nominale de la créance. Aussi, il a été décidé que les banques russes ne rembourseraient pas leurs obligations étrangères à plus de 180 jours pendant trois mois.

Alors que les réserves en devises étaient tombées à moins de 13 milliards de dollars, le 26 août, le gouvernement a cessé de soutenir le rouble. Ce dernier se déprécie de 300% en un an vis-à-vis du dollar. Mais, le taux de change se stabilise, finalement, à partir de mars 1999 aux alentours de 24 - 25 roubles pour un dollar.

c. Après la crise

La Russie voulait réagir rapidement pour contenir les effets de cette crise. Le nouveau gouvernement s'est installé, en septembre 1998, et a mis en place un plan de remboursement des bons de Trésor destiné aux banques russes. La Banque centrale leur a accordé des prêts pour qu'elles puissent faire face à leurs engagements interbancaires. Les fonds provenaient des réserves

⁶⁷ Idem, p. 60.

obligatoires. Ils pouvaient être remboursés par les bons du Trésor que possédaient les banques.

Le FMI avait, également, intervenu en accordant à la Russie une aide financière de 11,2 milliards de dollars dont 8,3 au titre de la facilité de financement élargie. Au total, le plan de sauvetage du FMI se montrait à 22,6 milliards de dollars.

Néanmoins, cette crise a engendré des conséquences. Elle a provoqué une panique financière au cours de l'été 1998. Entre le 15 juillet et le 15 octobre, la bourse de Moscou a perdu 80%, New York 19%, Paris 32%, Francfort 37%.

En plus, l'économie russe a payé le prix de cette crise par un recul du PIB de 4,9% en 1998 et une inflation de 84,4% au cours de la même année. Néanmoins, la dévalorisation du rouble a stimulé rapidement les exportations ainsi que les substitutions d'importations.

Dés 1999, une croissance positive a réapparu et l'excédent des opérations courantes a atteint 25 milliards de dollars. Le triplement du prix du baril de pétrole entre le début de 1999 et la fin de l'année 2000 ainsi que l'envolée des cours des métaux exportés par la Russie lui ont assuré une croissance supérieure à 7% au début du siècle.

D. La crise brésilienne de 1999

La crise brésilienne de 1999 s'est manifestée après la crise russe à intervalle d'une année.

a. Avant la crise

Les difficultés de l'économie brésilienne sont apparues avant le déclenchement de la crise en 1999. Déjà en 1994, le pays présentait les difficultés suivantes:

- introduction d’une nouvelle monnaie en optant pour une parité glissante « *crawling peg* » ;
- problèmes structurels de finances publiques ;
- couverture des déséquilibres chroniques de ses échanges ;
- énormes besoins de financement ;
- financement de sa dette.

Ces difficultés se sont multipliées de façon telle qu’un moratoire concernant la dette de l’un de ses 27 Etats en fort déficit a été décidé par les autorités publiques. Ce fait a été le détonateur et l’annonciateur du début de la crise en Brésil.

b. Le déclenchement de la crise

En Janvier 1999, les autorités ont du faire face aux premières prémices de la crise. Les investisseurs internationaux réagissent à ce moratoire et ils le considèrent comme un risque de défaut de paiement de la dette extérieure. Cela a amené les autorités à accepter de dévaluer le real à 8%. Malgré cette mesure pour rétablir la confiance, les investisseurs font sortir leurs capitaux au rythme d’un milliards de dollars.

Cette dévalorisation initiale s’est avérée insuffisante et le real perdait, finalement, plus de 37% de sa valeur de janvier à octobre 1999⁶⁸. Cette forte dévaluation a eu, par la suite, deux effets contradictoires :

- elle a permis au Brésil de renouer avec la croissance, en 2000, qui atteignait 4,5% ;
- elle a, par contre, alourdi la charge de la dette libellée en devises.

Les difficultés se sont réapparues en 2001. Deux événements ont particulièrement marqué une conjoncture défavorable à cette époque. Il s’agissait de :

⁶⁸ Idem, p. 62.

- une récession en Argentine qui dure trois ans et qui absorbe environ 12% des exportations brésiliennes ;
- la hausse du prix du pétrole de l'automne 2000 qui commence à freiner la croissance.

Face à cette situation, la pression des marchés internationaux de capitaux se fait remarquer encore une fois. En conséquence, la Banque centrale du Brésil a réduit ses taux de 0,5% en plus, le mois de mars 2001, après les 3,75% effectuées depuis le milieu de 1999. Le FMI accorde, alors, une aide de 15,2 milliards de dollars pour que le pays affronte cette situation et échappe à la contagion directe de la crise argentine.

Cependant, l'économie brésilienne restait fragile avec un déficit des opérations courantes qui dépassait 4,5% en 2002 et un solde budgétaire déficitaire à hauteur de 3,5% du PIB au cours de la même année. L'endettement public net total atteignait, alors, 285 milliards de dollars qui représentent 56% du PIB dont 120 milliards à court terme. Un pourcentage de 80% de cet endettement était interne⁶⁹. En 1994, cet endettement ne représentait, pourtant, que 25% du PIB.

Quant à la dette publique externe, elle était de 102 milliards en 2002. La dette extérieure totale représentait 42% du PIB qui représente 250 milliards de dollars dont 100 milliards environ pour le secteur privé non financier et 40 milliards pour les banques commerciales⁷⁰.

La crise s'installe officiellement lorsque le candidat Luiz Inacio da Silva déclarait, à l'occasion des élections présidentielle du pays, qu'il refusait d'honorer les dettes internes et externes du pays en cas de son élection. Les craintes des investisseurs se font ressentir et finissent par provoquer une forte dépréciation du real par rapport au dollar de 30% entre le début 2002 et la fin du mois de juillet de la même année.

⁶⁹ C. Peltier (2002), « *L'ère Cardoso au Brésil : gestion habile d'une économie fragile* », Ed. Conjoncture, juin 2002, p. 43.

⁷⁰ Le Page J. M. (2003), « *Crises financières internationales et risques systémiques* », Ed. De boeck, 2003, p. 58.

c. Après la crise

Craignant le risque systémique en Amérique latine, le FMI surprend les observateurs, en août 2002, en accordant un prêt de 30 milliards de dollars au pays. Il s'agit du secours financiers le plus important jamais accordé au Brésil après celui de 18 milliards en 1998 et de 15,2 milliards en 2001. La seule condition imposée par l'institution monétaire internationale était le maintien d'un solde positif primaire des comptes publics à hauteur de 4,25% du PIB⁷¹.

A l'annonce de cette aide, le real remonte à 2,92 pour un dollar le 8 août d'une même année dont la valeur était tombée le 31 juillet à 3,61. Mais, la baisse du real par rapport au dollar a repris dès le début de l'automne. Il s'échangeait à 4 reals pour un dollar. En somme, la monnaie brésilienne avait perdu 60% de sa valeur par rapport au dollar entre avril et septembre 2002.

Par ailleurs, aux termes de l'accord conclu avec le FMI, la Banque centrale brésilienne était autorisée à abaisser de 20 à 10 milliards de dollars le plancher de ses réserves en devises, ce qui réduisait non seulement le risque d'une crise de change, mais permettait, aussi, le rachat en 2002 et 2003 de 3 milliards de dettes.

Après l'élection de Lula da Silva, le real commençait progressivement à trouver une parité de 2,9 pour un dollar. La prime de risque sur les emprunts d'Etat qui avait atteint 24% en septembre 2002 retombait à 8,4% au printemps 2003. Le taux d'inflation de 15% convergeait, en effet, vers l'objectif de 8,5% fixé par les autorités monétaires. Avec une dette publique dont les trois quarts étaient détenus par des créances locales, la situation du Brésil était, cependant, moins difficile que celle de l'Argentine.

⁷¹ Idem, p. 59.

E. La crise turque de 2000

La crise turque de 2000 se présente une nouvelle crise financière qui a débuté avec le nouveau siècle. En février 2001, la livre turque a enregistré une chute de 30%, seulement 14 mois après que ce pays a signé un plan de stabilisation avec le FMI.

a. Avant la crise

Avant la crise, la Turquie était habituée à des taux de croissance élevés. Or, en 1999, elle avait été touchée par deux séismes qui avaient fait baisser à eux seuls le PIB de 0,5 à 1%⁷². L'autre grand choc négatif responsable de la récession a été le niveau très élevé des taux d'intérêt réels supportés par le pays à la suite des crises financières de 1998 - 1999.

Le détonateur de cette crise était le taux d'inflation très élevé. La fin de l'année 1999, le taux était de 64%. Alors, la Turquie avait signé, en décembre 1999, un accord avec le FMI dont l'objectif était de ramener le taux d'inflation de 64% à 25% pour la fin de l'année 2000 et moins de 10% en 2002 pour rétablir la confiance. Cet accord prévoyait :

- un plan de rigueur budgétaire faisant passer l'excédent primaire à 5% du PIB. Même dans de telles conditions, le déficit consolidé aurait atteint 12% du PIB en raison de la charge d'intérêt qui atteignait 17% de la production intérieure ;
- le plan prévoyait, également, la mise en place d'un rythme d'ajustement de la parité mobile de la livre turque, des prix du secteur public, des loyers, du salaire minimum ainsi que des rémunérations des fonctionnaires. Le système de parité glissante devait permettre une diminution de l'inflation ;

⁷² Le Page J. M. (2003), « *Crises financières internationales et risques systémiques* », Ed. De boeck, 2003, p. 65.

- le plan comprenait, enfin, des réformes structurelles telles que des privatisations. Ainsi, une stabilisation de la dette publique, à hauteur de 58% du PIB, était recherchée.

L'économie s'est redressée au cours de l'année 2000 et le marché international des capitaux a exprimé de l'engouement pour les affaires en Turquie. Deux facteurs sont à l'origine de ce revirement de situation. Il s'agit du soutien du FMI et la perspective d'une intégration européenne du pays.

La baisse des taux d'intérêt réels, qui étaient passés de 90% en novembre 1999 à moins de 40% au début de cette année, a permis un redémarrage de la croissance. De février 2000 à février 2001, l'inflation a baissé de moitié pour atteindre 33%. La vigueur de la demande intérieure et à la résistance des salaires réels a empêché, toutefois, l'atteinte de l'objectif de 25% de hausse annuelle des prix. De plus, le déficit des transactions courantes qui était de 0,9% du PIB en 1999 atteignit le niveau inquiétant de 4,9% du PIB en 2000⁷³.

b. Le déclenchement de la crise

C'est dans ce contexte que survient la crise financière. Elle a été provoquée à la fois par une dégradation brutale de la situation macroéconomique et par la faiblesse structurelle du secteur bancaire. Une majorité d'établissements bancaires disparaissent à la suite de la baisse des taux d'intérêts sur les bons du Trésor après la signature de l'accord avec le FMI. Il faut souligner que ces banques vivaient de placements en bons du Trésor qui offraient des rendements élevés et qui n'avaient pas suffisamment diversifiées leurs placements. Un comité de supervision *ad hoc* a été, alors, créé pour vendre les banques en difficultés et imposer de nouvelles normes de pratiques bancaires.

Du point de vue macroéconomique, la trajectoire du taux de change nominal était liée à l'objectif d'inflation et non pas à l'inflation observée. Selon un schéma habituel dans le cadre des crises financières contemporaines, le taux de change réel devrait être largement surévalué. En même temps, le prix du pétrole avait beaucoup

⁷³ Idem, p.66.

augmenté entraînant un déficit important de la balance courante. Cela a provoqué des sorties de capitaux.

Or, le système bancaire turc était lourdement endetté en devises. Alors que les investissements de portefeuille vers la Turquie avaient atteint 3,8 milliards de dollars au premier semestre 2000 et que les nouveaux crédits accordés par les banques étrangères culminaient à 45 milliards de dollars durant les trois premiers trimestres de la même année, les sorties de capitaux ont aboutit, en novembre 2000, à un tarissement du marché interbancaire.

La Banque centrale intervient, alors, pour apporter des liquidités. Mais, dès qu'elle a mis fin à cette opération, les taux d'intérêt à court terme ont monté vertigineusement jusqu'à 1700% en décembre 2000⁷⁴.

En conséquence, une deuxième crise financière se développe en février 2001 lorsqu'il devient clair que les autorités ne pourraient parvenir à restaurer la confiance. Les privatisations avaient pris beaucoup de retard et les interventions de la Banque centrale avaient nui à la crédibilité du taux de change glissant.

Le gouvernement a du, alors, accepter le flottement de la livre. Cette dernière s'est dévalorisée de plus de 40% entre le mois de février et le printemps 2001. Dès lors, le système bancaire, qui s'était beaucoup endetté en devises, se retrouve en état d'étranglement financier. Ainsi, toute la Turquie se retrouve dans la situation d'un pays écrasé par une dette extérieure de 110 milliards de dollars avec une inflation remontée à plus de 54% en rythme annuel au milieu de 2001, alors que son objectif de hausse de prix était de ne pas dépasser 35% de hausse des prix, et à 66,5% dès l'automne. Le PIB recule de 7,4%.

c. Après la crise

Pour venir à l'aide de cette économie, le FMI a accordé une ligne de crédit de 16 milliards de dollars au pays en février 2002. Alors que le plan stand-by signé en décembre 1999 prévoyait déjà le versement de 4 milliards de dollars

⁷⁴ Idem, p. 66.

sur trois ans. Mais, de graves difficultés réapparaissent au cours de la guerre en Irak au printemps 2003. Les taux d'intérêt sur la dette extérieure atteignaient 74% et la chute de la livre a repris. Pour éviter une nouvelle crise, les Etats-Unis ont accordé une aide de 1 milliards de dollars et des garanties de crédit allant jusqu'à 8,5 milliards de dollars, en avril 2003.

F. La crise argentine de 2001

La crise argentine de 2001 se présente comme la dernière crise des pays émergents. Elle s'est distinguée par sa violence et sa durée interminable.

a. Après la crise

Le cas de l'Argentine reste l'exemple des pays qui illustrent particulièrement les défauts et les contradictions du « consensus de Washington ». Ce consensus de Washington était un moyen de déduire l'intervention de l'Etat et de privilégier les fonctions concurrentielles du marché. Or, l'Argentine a été un élève modèle si l'on en juge par ces critères. Ce pays a en effet massivement privatisé. Il a réduit le nombre de ses fonctionnaires. Sa politique budgétaire a été aussi orthodoxe que les relations entre l'Etat et les provinces le permettaient. Pourtant, sa situation économique devint dramatique dès la fin des années 90.

L'Argentine avait un régime de change par rapport au dollar depuis 1991, date à laquelle elle choisit comme convertibilité monétaires 1. parité du peso et au dollar. Le taux d'inflation a atteint 5000% en 1989⁷⁵. Pour lutter contre les tendances inflationnistes, elle avait choisi un système de Currency Board, c'est-à-dire une technique qui lie intégralement la variation de la base monétaire (réserves de banques en monnaie centrale + monnaie fiduciaire) à celle des réserves en devises. Du point de vue de la lutte contre l'inflation, le Currency

⁷⁵ Idem, p. 68.

Board argentin avait été un succès puisque la hausse des prix en 1994 n'était plus que 4,2%⁷⁶.

La croissance moyenne du PIB a été de 8% entre 1990 et 1994. Entre 1992 et 1998, les entrées de capitaux aient été abondantes, atteignant 5% du PIB en moyenne. Mais le système du Currency Board peut produire des effets inverses. Si l'économie perd initialement, pour une raison ou pour une autre, un peu de compétitivité, les entrées de devises se raréfient, la création monétaire est asséchée et l'économie entre dans une crise d'illiquidité. L'Argentine semble bien être tombée dans ce piège.

A partir de 1996-1997, le taux de change réel du pays ne cessa de s'accroître. En conséquence, la balance courante devient déficitaire de plus de 4% du PIB, sauf en 2000 où le déficit des paiements courants fut de -3,2% du PIB. De plus, l'appréciation du dollar auquel le peso argentin était lié, la dévaluation du real brésilien et la baisse des prix des produits céréaliers, qui occupent une place essentielle dans les exportations, ont provoqué une récession à partir de 1999.

Maintenir le système du Currency Board après la dépréciation du réal brésilien était suicidaire pour la compétitivité de l'Argentine. Il s'agit clairement de la première cause de la crise. Il faut toutefois reconnaître que la décision de dévaluer était rendue difficile par le fait que 80% des dettes et des actifs financiers étaient en dollars. Dans un tel contexte, le décrochage par rapport au dollar impliquait un alourdissement considérable du poids de la dette.

Le deuxième facteur de crise fut le déficit qui atteignit un niveau record au cours de cette année. La dégradation des finances publiques était devenue forte depuis 1994 en raison de l'évasion fiscale (estimée à 23 milliards par an environ), du gaspillage des administrations et de la faiblesse des taux de prélèvement. En l'an 2000, le besoin de financement de l'Etat était de 17,5 milliards de dollars. Pour financer son déficit, le gouvernement devait emprunter de plus en plus massivement, car l'Argentine avait beaucoup

⁷⁶ Armony, V. (2004), « *L'Énigme argentine. Images d'une société en crise* », Montréal, Athéna, 2004, p. 103.

privatisé au début des années 90. Les groupes étrangers contrôlaient ainsi les services publics, 90% des banques et 40% de l'industrie.

b. Le déclenchement de la crise

La situation devenait intenable, car le service de la dette qui absorbait déjà l'équivalent de 33,1% des exportations de biens et services en 1992 atteignit 77,6% de ces exportations en 2001. Le 18 décembre 2000, le FMI annonce que la communauté internationale accorde une aide de 39,7% de dollars à l'Argentine incapable de rembourser sa dette extérieure de 153 milliards de dollars, soit plus de 52% du PIB. Cette dette libellée à 70% en dollars représente à elle seule 20% de la dette obligataire des pays en développement.

La nouvelle équipe économique mis en place en 2001 essaya de rétablir la confiance en annonçant un plan d'amélioration de la compétitivité de l'économie. Une réforme de la loi de convertibilité de 1991 fut votée⁷⁷. Elle devait entrer en vigueur dès que l'euro serait revenu à parité avec le dollar. Le peso serait rattaché aux deux monnaies qui recevraient chacune une pondération de 50%. Le peso, le dollar et l'euro seraient parfaitement convertibles entre eux. Leurs cours seraient libres sur le marché national. Enfin, la Banque centrale devait détenir la moitié de ses réserves en euros.

Dans l'attente d'une application de la nouvelle loi de convertibilité, une dévaluation virtuelle fut décidée. Une nouvelle monnaie était créée, *le peso commercial*, qui était réservé aux opérations de change liées au commerce extérieur hors énergie. Ce peso commercial avait une valeur inférieure de 8% à celle du peso officiel au cours de l'été 2001. Il s'agissait de la mise en œuvre d'un principe de compensation fiscale qui permettait de rembourser aux exportateurs argentins la différence entre la valeur exprimée en dollars et celle qui résultait de la nouvelle règle. Systématiquement les prélèvements sur les importations étaient accrus.

⁷⁷ Riffart C. (2001), « A l'impossible Argentine ne peut être tenue », Lettres de l'OFCE, n° 209, 10 octobre 2001, p. 22.

Sur le plan interne, il a été décidé de réduire de 13% les salaires des fonctionnaires et des retraites qui dépassaient 1000 pesos. Pour l'année 2002, l'Etat annonce un déficit nul de son budget.

Mais, la mesure la plus importante concernait la restructuration de la dette. Au début du second semestre 2001, le gouvernement a renégocié avec les créanciers privés la partie obligataire de cette dette publique arrivant à échéance avant 2005. Il s'agissait de la restructurer en allongeant les échéances et en faisant baisser les charges d'intérêt qui s'alourdissent à chaque période de tension en raison des primes de risques élevée.

En août 2001, le gouvernement obtient après 12 jours de négociation avec le FMI une nouvelle ligne de crédit de 8 milliards de dollars qui s'ajoutent aux 40 déjà obtenus en décembre 2000⁷⁸.

Pourtant, la crise s'aggrave une nouvelle fois, en octobre 2001, lorsque 1,1 milliards de dollars de titres sont arrivés à échéance. La dette globale de l'Etat atteint, alors, 132 milliards de dollars, représentant 46% du PIB, et dont 47% étaient détenus par les résidents. Le reste de la dette était dans les mains de non résidents et parmi ces derniers, dont 40 milliards de dollars étaient placés dans le secteur privé.

Le gouvernement réagit à cette nouvelle crise. Elle propose, en un premier temps, aux compagnies d'assurances, banques et fonds de pension argentins détenteurs d'obligations, dont les taux étaient de 11% en moyenne mais pouvant atteindre jusqu'à 25% l'an, de les échanger volontairement contre des titres offrant de moindres rendements que ceux qu'ils possèdent (7%)⁷⁹. Ces titres comportent une garantie de remboursement fondée sur les recettes fiscales.

En un second temps, les autorités décident de procéder à une conversion de la dette qui concerne les détenteurs étrangers d'obligations argentines. Les

⁷⁸ Le Page J. M. (2003), « *Crises financières internationales et risques systémiques* », Ed. De boeck, 2003, p. 73.

⁷⁹ Idem, p. 74.

agences de notation Standard and Poor's et Fitch considèrent cependant que l'Argentine était en état de défaut de paiement sur une partie de sa dette obligataire. Bien que le risque pays, qui avait oscillé entre 500 et 1000 points jusqu'au milieu de l'année 2001, ait alors largement dépassé les 4000 points sur le marché euro-obligataire, les autorités argentines craignaient qu'en cas de flottement du peso, de nombreux emprunteurs se sont retrouvés en situation d'insolvabilité.

En novembre 2001, on constate une baisse de 4454 millions de dollars des dépôts bancaires. Face à cette hémorragie provoquée par crainte du gel des avoirs dans les institutions financières, le gouvernement met en place au début du mois de décembre 2001 un contrôle de la sortie des capitaux non liés aux opérations commerciales et financières normales.

Aussi, elle met en place un système, nommé « *corralito* », qui a pour but de protéger le système bancaire contre les retraits massifs des déposants. Aussi, il a fallu également protéger le peso contre des conversions massives en dollars puisque 65% des dépôts étaient d'ailleurs déjà dollarisés. Techniquement, le « *corralito* » consistait à interdire aux Argentins de retirer en liquide plus de 250 dollars aux pesos par semaine et de quitter le pays avec plus de dix mille dollars. Au-delà de ces limites, tout devait être payé par chèques ou cartes de crédit⁸⁰.

Malgré ces mesures adoptées pour éviter la crise, elle apparaît clairement lorsque le FMI constate les difficultés de l'économie argentine et refuse de débloquent une tranche de crédit de 1,26 milliards de dollars qui devait permettre au pays d'honorer ses échéances obligataires du 19 décembre 2001. Les fonds ne seraient accordés que si l'Argentine réduisait ses dépenses budgétaires de 10% en 2002. La Banque Internationale de Développement et la Banque Mondiale décident également de suspendre le versement d'un reliquat de 1,1 milliards de dollars qui devait avoir lieu à la fin de l'année. Le risque pays argentin monte considérablement le 21 décembre 2001. En même temps, une crise sociale s'annonce suite aux dernières mesures prises par le

⁸⁰ Idem, p. 77.

gouvernement. Cette crise se traduit par des révoltes populaires et de pillages dans les magasins et supermarchés.

Un nouveau président de la République était élu le 23 décembre 2001. Il proclamait immédiatement le défaut de l'Argentine sur sa dette privée. Immédiatement, aucune dévaluation du peso n'était décidée. Pour permettre à l'économie locale de fonctionner dans de meilleures conditions, deux formes d'assignats⁸¹ étaient officialisées par le gouvernement. Il s'agissait des « Patacones » et des « Lecops ». Ce sont des monnaies qui avaient préalablement été émises par des provinces argentines :

- les Lecops étaient des bons à cinq ans qui avaient permis à ces provinces de payer leurs fonctionnaires ;
- les Patacones étaient des bons introduits au cœur de l'été 2001 par la province de Buenos Aires pour payer 180 000 fonctionnaires et retraités.

Ces deux monnaies représentaient jusqu'à 40% des liquidités circulant dans le pays. Elles devaient initialement permettre de redonner un peu de liquidité à l'économie et en particulier de financer les emplois nouveaux promis par le pouvoir pour mettre fin à la crise sociale.

De nouvelles révoltes éclatent et obligent le gouvernement à démissionner et un autre président de la République était désigné par le Parlement le premier janvier 2002. Un autre plan d'urgence était, alors, mis en place. Les principales mesures étaient les suivantes :

- le système du Currecy Board et de la parité peso –dollar était remplacé par un double taux de change. Pour les opérations liées au commerce extérieur, le taux appliqué serait de 1,4 pesos pour un dollar ;

⁸¹ L'assignat était une [monnaie](#) sous la [Révolution française](#). A l'origine il s'agissait d'un titre d'emprunt émis par le [Trésor](#) en [1789](#), dont la valeur est assignée sur les [biens nationaux](#). Les assignats deviennent une monnaie en [1791](#), et les assemblées révolutionnaires multiplient les émissions, qui entraînent une forte [inflation](#). Le [cours légal](#) des assignats est supprimé en [1797](#).

- une conversion en pesos des dettes contractés en dollars par des particuliers et les PME a été instaurée et ce, dans la limite de 100 000 dollars. Dans un pays où 90 % des prêts étaient libellés en dollars, une telle mesure n’était pas anecdotique ;
- une désindexation par rapport au dollar des tarifs des services publics a été mise en place. Les mesures de contingentement des retraits bancaires « *corralito* » étaient assouplies.

Suite à ces évènements, le FMI autorisait l’Argentine, le 15 janvier 2002, à ne pas lui rembourser les 933 millions de dollars qu’elle lui devait à cette date⁸². Un délai de grâce d’un an lui était accordé.

Le 5 février 2002, le gouvernement présentait un nouveau plan d’urgence. Le taux de change officiel était abandonné au profit d’un flottement impur de la monnaie argentine, c’est-à-dire un flottement s’accompagnant d’interventions de la Banque centrale en cas d’envolée du dollar. Le plan prévoyait également la « *pesofication* » complète de l’économie⁸³, ce qui était une bonne nouvelle pour les entreprises argentines fortement endettées en dollars. Mais, les établissements financiers étaient, en revanche, désavantagés par cette mesure. Ils doivent toutefois être soutenus par l’Etat argentin grâce à 15 milliards de financements attendus de l’extérieur.

Le nouveau gouvernement central signait un accord au premier trimestre 2002 avec les 24 provinces sur la répartition des recettes fiscales et sur les baisses des dépenses de ces provinces. Malheureusement, la dévalorisation du peso qui avait atteint 50 % par rapport au dollar depuis son flottement relançait l’inflation dès le mois de février 2002. Le blocage des salaires et le taux de chômage de plus de 20% constituaient, aussi, dans ce contexte un nouveau risque d’explosion sociale.

⁸² Idem, p. 76.

⁸³ A l’exception des détenteurs de l’équivalent de moins de 30 000 dollars qui obtiennent des titres d’Etat dollarisés.

Au début du second semestre 2002, le FMI fait savoir à l'Argentine qu'elle devrait remplir trois conditions pour pouvoir bénéficier de l'aide des institutions multilatérales de crédit.

La première condition était assortie d'une demande de suppression de la loi, dite de subversion économique, qui permettait de poursuivre des responsables d'entreprises en faillite et les dirigeants de banques internationales ayant retiré d'importantes capitaux du pays. La seconde était une réduction de 60% du déficit des provinces vis-à-vis de l'Etat fédéral. En fin, le FMI exigeait la disparition des bons créés par les provinces pour payer fonctionnaires et fournisseurs.

Le gouvernement ne pouvant accepter ces trois conditions par peur d'augmenter les contestations sociales, elle suit un plan de sortie que le FMI n'approuve pas. En conséquence, la perspective d'un accord avec le FMI s'éloigne au cours du mois d'août 2002.

Aussi, l'Argentine refuse, le 14 novembre 2002, d'honorer une échéance de 805 millions de dollars due à la Banque Mondiale. Elle ne verse que les intérêts dus dans le cadre de cette échéance. Une semaine plus tard, le FMI accorde toutefois un an de report à l'Argentine une échéance de 141 millions de dollars.

Le « *corralito* » était levé à partir du 20 décembre 2002. A la fin de l'année 2002, le FMI prévoyait l'ouverture de négociations l'ouverture de négociations en juin 2003 avec la nouvelle équipe gouvernementale qui serait formée après les élections du printemps. Le 14 janvier 2002, le gouvernement argentin acceptait de puiser dans ses réserves de change pour rembourser 845 de dollars à la BIRD, 1,065 milliards au FMI et 726 millions à la Banque Mondiale. Cette décision était un préalable à un accord de rééchelonnement de 11 milliards de dollars dus à ces institutions d'ici le mois de juin.

A partir du mois de juillet 2003, les monnaies parallèles (Lecops, Patacones, Lecors) étaient rachetées par l'Etat et disparaissent. Un accord conclu avec le FMI le 10 septembre 2003. L'Argentine obtenait de rééchelonner 21,6 milliards de dettes sur les trois années à venir.

c. Après la crise

La crise économique argentine était, donc, effroyable avec une dette externe de 129 milliards de dollars qui représentait 129 % de son PIB, une baisse du PIB de 16%, un taux de change officiel de 12%, et avec un rythme d'inflation d'environ 40% en 2002.

Cette crise a, permis de constater que l'application du Currency Board et des principes du consensus de Washington avaient été un échec dramatique de la stratégie économique des différents gouvernements.

Conclusion

Comme conclusion de ce chapitre, on peut soulever trois importantes remarques. La première remarque tient à la définition des crises financières. Désormais, ce phénomène est mesurable qu'il soit crise bancaire, de change ou boursière. Les théoriciens ont essayé de déterminer la situation de crise par rapport à une situation normale.

La deuxième remarque concerne la fréquence des crises financières. L'histoire économique a illustré cette fréquence de ces événements. L'idée de cette fréquence s'est renforcée par la répétition des crises des pays émergents au cours des années 90. Pendant cette période, on enregistre une accélération de ces crises dans les pays émergents.

La dernière remarque soulève que les crises des pays émergents ont révélé la fragilité des économies émergentes. Le déroulement de ces crises démontre que la nature et les caractéristiques structurelles des économies de ces pays peuvent être mises en cause dans le déclenchement des crises.

Au début des années 1960, ces pays se ressemblaient dans leur approche économique en tant que pays en développement. Après, ils ont choisi des modèles d'émergence différents. Les pays de l'Asie de l'Est ont abandonné

leur politique de substitution d'importations et se sont engagé dans un développement basé sur l'effort d'exportation⁸⁴. Les pays de l'Amérique Latine ont, aussi, essayé de réduire leurs barrières commerciales, de restreindre l'emprise du gouvernement sur l'économie, de s'ouvrir aux flux privés de capitaux.

Ils se sont lourdement endettés à la suite des deux chocs pétroliers de 1973 et 1978 pour financer leurs nouvelles stratégies de développement. C'était un endettement bancaire en dollars orchestré par le système de grandes banques internationales à travers le marché interbancaire de l'eurodollar qui recyclait les pétrodollars.

Dans les pays asiatiques, l'endettement extérieur est sollicité pour financer les stratégies des taux élevés d'investissement. Par contre, dans les pays de l'Amérique Latine, il est venu pour boucler un équilibre épargne-investissement détérioré par le gouffre des déficits publics et la baisse de l'épargne privée découragé par l'inflation. La qualité des dettes pouvait être mise en cause car elles ne finançaient pas des dépenses capables de produire les moyens de gagner ultérieurement des devises pour les rembourser.

Cette conclusion devra être étudiée théoriquement dans le prochain chapitre qui sera consacré aux différentes théories explicatives du phénomène des crises, en général, et celles des pays émergents, en particulier. Il aura pour objectif de faire ressortir les théories qui expliquent les crises financières par la détérioration des indicateurs macroéconomiques.

⁸⁴ Krugman P. & Obsfeld M. (2006)« Economie internationale », Ed. Pearson Education, 7^{ème} édition, juillet 2006, p. 753.

Chapitre 2.

Analyse théorique des crises financières et revue de la littérature

Section 1 : Les théories des crises dans la pensée
économiques

Section 2 : Les modèles de crises financières

Section 3 : Les théories des imperfections des
marchés financiers

« Les hommes n'acceptent le changement que dans la nécessité et ils ne voient la nécessité que dans la crise ».
(Jean Monnet)

Introduction

L'objectif de ce chapitre est double. D'une part, il s'agit de passer en revue les différentes théories et modèles explicatifs des crises financières et, de l'autre part, de procéder à une analyse théorique de ces crises. Il sera, donc, question de puiser dans cette revue de littérature pour trouver des théories capables d'expliquer ces phénomènes. A partir d'une analyse à ces théories, on tentera d'arriver à déterminer des éléments théoriques qui peuvent conduire à une meilleure compréhension des crises. Plus précisément, l'accent sera mis sur les théories qui sont plus proches à la réalité pour mieux expliquer les crises qui touchent particulièrement les économies émergentes.

Ce chapitre sera, de ce fait, structuré autour de trois sections :

- la première section : les théories des crises dans la pensée économique ;
- la deuxième section : les trois générations de modèles de crises ;
- la troisième section : les théories des imperfections des marchés financiers.

La première section se consacre à la présentation de la revue de la littérature sur le phénomène de crise. Dans cet inventaire de la pensée économique, il s'agit de savoir si les crises représentaient une préoccupation majeure pour les économistes. Particulièrement, l'intérêt sera porté sur les nouveaux types de crises touchant les économies émergentes.

La deuxième section portera sur les trois générations de modèles explicatifs des crises financières. Les économistes proposent trois groupes de modèles explicatifs des crises. Chaque groupe est appelé « *génération* ». Ce qui donne les trois générations de modèles de crises. L'étude de la première, la deuxième et la troisième « *génération de crise* » vise à expliquer les facteurs déterminant dans le déclenchement des crises. Cette étude est une étape nécessaire dans l'étude des crises financières.

La dernière section examine les théories relatives aux imperfections des marchés financiers. Les crises financières se manifestent par un dysfonctionnement des marchés financiers qui conduit à une détérioration brutale des titres financiers. L'intérêt est de voir à quel point les imperfections de ces marchés sont mises en cause dans le déclenchement des crises.

I. Les théories des crises dans la pensée économique

La question des crises n'a pas suscité beaucoup d'intérêt chez les économistes par rapport aux autres questions économiques. La pensée économique chez les classiques et les néo-classiques a révélé un certain nombre théories explicatives des crises économiques. Par contre, le terme de « *crises financières* » commençait à germer et à prendre sens qu'après la crise de 1929, où on voit des études et des analyses sérieuses comme celles de Fisher (1933). A partir de la crise asiatique de 1997, ce terme trouve un intérêt particulier à la suite des nombreuses modèles théoriques et empiriques explicatifs du phénomène.

Sur cette présentation, l'étude de cette section mènera à distinguer trois périodes différentes. Il s'agit de la période d'avant-crise de 1929, la période d'après-crise de 1929 et la période d'après- crise asiatique de 1997.

A. Les théories de la période d'avant-crise de 1929

La littérature économique des classiques et des néo-classiques sur les phénomènes des crises n'est pas très riche. Cette littérature considère que les crises sont des phénomènes économiques que les classiques qualifient de « *crises passagères* » et limités dans le temps et que les néoclassiques qualifient de périodes de « *turbulences économiques* »⁸⁵.

Les classiques pensent que les crises touchent un secteur bien défini, tel que l'agriculture, le textile, le chemin de fer ou le crédit et ne peuvent se présenter comme des phénomènes étonnants sur lesquels il faut faire des études et des théories entières. Ils définissent le phénomène comme étant des « *mécanismes d'ajustement porteurs de nouveaux progrès en apurant le passé compte tenu*

⁸⁵ Dehem R. (1985), « *Histoire de la pensée économique : des mercantilistes à Keynes* », Edition Dunod, avril 1985, p. 56.

soit des erreurs commises, soit des changements imprévisibles de toutes sortes, plus particulièrement des techniques »⁸⁶. Cette interprétation générale des crises de l'école classique n'était pas spécialement remise en cause mais confortée par l'interrogation sur sa pertinence.

Les économistes classiques s'attachent à l'idée que la crise est le résultat de l'insuffisance relative de la consommation face à une offre soudainement pléthorique, due soit à l'excès d'épargne des individus ou au progrès technique trop rapide.

Stuart Mill (1873) défend l'idée de l'implication de la consommation dans l'avènement des crises. Il considère que l'opinion la plus accréditée est celui qui affirme que « *la consommation improductive des riches est nécessaire pour donner de l'emploi aux pauvres* »⁸⁷. Cette idée de l'épargne, citée par Mill, est, aussi, formulée par Adam Smith qui dénonçait le recours excessif à l'épargne au détriment de la consommation. Deux autres économistes, Malthus et Sismondi, soulèvent que « *des crises générales peuvent se manifester en raison de l'excès de l'épargne, par défaut de la consommation* »⁸⁸.

Par contre, la doctrine orthodoxe de la théorie néoclassique considère que les crises résultent d'un choc associé à un certain élément dont l'origine est exogène et qui provoque de forts déséquilibres dans le fonctionnement des différents marchés qui composent le système économique. Sa durée est, par conséquent, variable et dépendante de la nature de ce choc qui dysfonctionne totalement le bon fonctionnement des marchés en causant un ajustement vers un nouvel équilibre.

Cette conception des crises provient du fait que les néoclassiques conçoivent, le système économique, dans son état naturel, en tant qu'un ensemble de marchés où les individus, toujours rationnels, réalisent leurs plans de consommation et de production. Dans ce monde, les individus cherchent à

⁸⁶ Etner F. (2000), « *Histoire de la pensée économiques* », Economica, février 2000, p. 162.

⁸⁷ Mill S. (1873), « *Principes* », 1873, vol. 1, p.76.

⁸⁸ Idem, F. Enter (2000), p.163.

maximiser la valeur attendue de leur utilité en choisissant librement un panier optimal de biens.

Selon cette logique, la crise se présente comme des événements conjoncturels, qui viennent heurter cet équilibre naturel. Face à cela, un processus d'ajustement comportant des changements dans les prix relatifs se déclenche et entraîne la transition d'un système d'équilibre à l'autre. Il s'agit d'un processus qui se déclenche par des fluctuations des prix conduisant à une perturbation qui ne devrait pas durer longtemps. La théorie néo-classique prédit, d'ailleurs, que si les excès de demande et d'offre disparaissaient avec les fluctuations des prix, le système redevenait stable et la période d'ajustement après une perturbation ne devrait pas durer trop longtemps.

Des économistes traduisent cette vision néo-classique sur les crises. Stanley Jevons (1835-1882)⁸⁹, un pionnier remarquable de l'induction statistique, qui a fondé avec Walras l'école néoclassique, a initié une théorie sur les fluctuations des prix. Il a adressé « *cette théorie* » à la *British Association* en 1862 sous forme d'un essai sur la théorie mathématique de l'économie politique qui était accompagnée d'une étude statistique sur les fluctuations commerciales intitulée « *on the study of periodic commercial fluctuation* »⁹⁰.

Cette théorie présente une première analyse sur les fluctuations des prix. Elle se limite à dégager des séries statistiques comportant des variations saisonnières concernant les taux d'escompte, les cours des obligations, un nombre de faillites, les prix du blé, etc. Dans cette analyse, Jevons a préféré de traiter les fluctuations des prix comme mouvements à long terme plutôt que des phénomènes des cycles.

Léon Walras (1952) relie les crises à des phénomènes de déséquilibres. Il considère que « *qu'on peut mieux les prévenir lorsqu'on pourrait connaître*

⁸⁹ L'ironie du sort a fait que Jevons était le fils d'un industriel anglais qui a été ruiné par la crise de 1847.

⁹⁰ Jevons W. S. (1862), « *Investigation in currency and finance (1884)* », New York, A. M. Kelly, 1964, pp. 1-12. In : R. Dehem (1985), « *Histoire de la pensée économique : des mercantilistes à Keynes* », Edition Dunod, avril 1985, p. 277.

mieux les conditions idéales de l'équilibre »⁹¹. L'économie pure de Walras consiste dans la construction d'un modèle mathématique permettant de définir de façon précise la situation dans laquelle tend à s'établir une économie reposant sur l'échange libre des produits, sur la vente libre de la force de travail, une libre circulation des capitaux et sur la libre location de la terre.

L'économiste danois Kunt Wicksel, publie en 1898, un ouvrage intitulé « *intérêt et prix* », où il s'attache, particulièrement, à rechercher l'explication des crises en tant que des fluctuations incessantes du niveau moyen des prix. Il considère que le mouvement des prix est un fait indépendant de la succession des phases de prospérité, de crise et de dépression qui caractérise le capitalisme. En s'intéressant aux problèmes des fluctuations économiques, Wicksel présente une vision avancée dans la doctrine néo-classique qui considérait que l'équilibre économique est une réalité économique. Ainsi, cette étude a permis à d'autres de l'utiliser pour s'attaquer au problème de « *cycles des affaires* ».

Schumpeter a essayé, à travers la théorie de l'évolution économique, de développer une explication des fluctuations économiques fondée sur le caractère discontinu du progrès technique. Mais, sa tentative n'est pas concluante.

A partir des 1860 – 1890, à l'époque où se construisait la théorie marginaliste, quelques études se consacrent par les économistes à la question de surproduction et des crises économiques. On retient un article de John Mills, paru en 1867⁹², sur les cycles du crédit et les origines de paniques commerciales. Dans cet article, il explique les crises par des causes psychologiques.

⁹¹ Walras L. (1952), « *Éléments d'économies politiques pure* », Edition définitive, Paris, R. Pichon et R. Durand-Auzias, 1952, p. 44. In : Dehem R. (1985), « *Histoire de la pensée économique : des mercantilistes à Keynes* », Edition Dunod, avril 1985, p. 277

⁹² Mills J. (1867), « *Credit cycles and the origins of commercial panics* », Transactions of the Manchester Statistical Society, 1867, In : Denis H. (1966), « *Histoire de la pensée économique* », PUF, juin 1966, Paris, p. 603.

Walter Bagelot (1873)⁹³, dans un ouvrage intitulé « *Lambart Street* », développe des explications sur les crises à partir de la question des mauvaises récoltes. Clément Juglar (1862) fait, aussi, paraître un ouvrage, intitulé « *des crises commerciales et de leur retour périodique en France, en Allemagne et aux Etats-Unis* » où il est le premier économiste qui donne une description détaillée du « cycle des affaires » et insiste sur la régularité du retour des crises.

D'autres thèses ont été, ensuite, proposées par d'autres économistes pour expliquer les crises. Il s'agit de la théorie de sous-consommation, de la théorie de l'insuffisance de l'épargne et de la théorie de l'accélération.

i. La théorie de sous-consommation

La thèse de la « sous-consommation » a été présentée par Hawley (1882). Dans un ouvrage intitulé « *capital et population* », il indique que la crise s'éclate parce que la production de biens de consommation n'est pas suffisante pour satisfaire la demande⁹⁴. Celle-ci étant trop forte en raison de l'élévation des salaires.

Preece & Guyot (1877) ont, aussi, adopté la même thèse pour expliquer les crises. Selon ces deux auteurs, les producteurs ne peuvent pas vendre parce que d'autres producteurs ont trop peu de marchandises à vendre. Cela explique, autrement, que la crise éclate parce que la production de biens de consommation n'est pas suffisante pour satisfaire la demande en attribuant les crises à l'insuffisance du capital circulant disponible par rapport au capital fixe⁹⁵.

Hobson (1889) a, également, développé la thèse de la « sous-consommation ». Dans un ouvrage intitulé « *la physiologie de l'industrie* », il a présenté des idées sur la crise qui reposaient sur celles de Smith. Il pense que le volume de la production dépend des moyens de production disponibles et que ce volume

⁹³ Idem, Denis H. (1966), p.604.

⁹⁴ Hutchison T. W. (1953), « A Review of Economic Doctrines », 1870-1929, Oxford, 1953, p. 75. In : Denis H., p. 612.

⁹⁵ Bonamy Preece est un économiste anglais et Yves Guyot est un politicien libéral français.

peut demeurer très sensiblement inférieur à son maximum, en raison de l'existence d'une épargne excessive.

ii. La théorie de l'insuffisance de l'épargne

La thèse de « *l'insuffisance de l'épargne* » a été défendue par l'économiste russe Tugan Baranovski (1894), dans un ouvrage intitulé « *les crises industrielles en Angleterre* ». Cet économiste marxiste, a fini par s'éloigner des idées de Marx en posant ses conclusions qui rejoignaient les vues libéraux sur la question des crises. Il considère que les crises s'éclatent non pas par l'excès de l'épargne mais par l'insuffisance de l'épargne. Il conclue que la surproduction de biens de consommation ne peut jamais être due à une insuffisance de la demande de ces biens.

Cette thèse de l'insuffisance de l'épargne a permis à d'autres économistes à trouver des explications sur le phénomène de « *cycles économiques* ». En effet, le développement de l'analyse des cycles économiques a fait apparaître que ce ne sont pas les décisions des épargnants qui commandent les investissements, mais la relation inverse. Les entreprises décident des investissements et passent des commandes d'équipements dont la réalisation donne naissance à des revenus dont une partie est épargnée. C'est la collecte de cette épargne, née de l'investissement, qui permet de payer les équipements lorsqu'ils sont achevés. Ce qui entrave, donc, l'expansion de la production, c'est l'insuffisance de l'investissement et non l'insuffisance de l'épargne.

iii. La théorie de l'accélération

La théorie de l'accélération est la troisième thèse proposée par les économistes néoclassiques pour expliquer le phénomène de crise. Aftalion (1908, 1909, 1913) a apporté des explications sur les crises en optant sur une analyse du cycle par la théorie de l'accélération. Il s'appuie sur l'idée que la construction des biens d'équipements demande du temps et explique que lorsque la demande des biens de consommation augmente, la capacité de production de la

nation ne peut être augmentée immédiatement⁹⁶. Elle entraîne, donc, à commander des équipements, puisqu'ils demeurent insuffisants. Mais, au bout de certain temps, les nouveaux équipements sont mis en service et la capacité de production augmente plus rapidement que la demande de biens de consommation : il y a surproduction. Les investissements cessent, alors, de se développer. De nouveaux investissements seront réalisés seulement lorsque la capacité de production aurait été suffisamment réduite du fait de l'usure du matériel. Le cycle précédent se reproduirait alors.

D'autres économistes néoclassiques ont, néanmoins, essayé de donner des explications monétaires du cycle. Il s'agit d'expliquer la crise par l'insuffisance de la monnaie de crédit fournie par les banques à la fin de la période d'expansion. Cette vision a été défendue par l'économiste américain Irving Fisher (1912)⁹⁷, l'économiste autrichienne Ludwig Von Mises (1912)⁹⁸ et par l'économiste britannique Robertson (1926)⁹⁹.

La théorie néo-classique n'a pas réussi à expliquer les crises. Cependant, la plupart d'économistes affirment qu'il n'y a pas à proprement parler de théorie néoclassique des crises (Rosier, 1998)¹⁰⁰.

B. Les théories de la période d'après-crise de 1929

La période de l'après 1929 est marquée par trois économistes qui se sont distingués par leurs travaux sur les phénomènes de crises, notamment sur la crise de 1929. Ce sont Keynes, Fisher et Minsky.

⁹⁶ Aftalion A. (1909), « *la réalité des surproductions générales* », Revue d'Economie Politique, 1908 et 1909.

⁹⁷ Fisher I. (1912), « *The purchasing power of money* », 1912. In: Hutchison T. W. (1953), « *A Review of Economic Doctrines* », 1870-1929, Oxford, 1953, p. 75.

⁹⁸ Von Mises L. (1912), « *La théorie de la monnaie et du crédit* », 1912. In: Hutchison T. W. (1953), Idem, p. 75.

⁹⁹ Robertson D. H. (1926), « *Banking policy and the price level* », 1926. In: T. W. Hutchison (1953), Idem, p. 75.

¹⁰⁰ Rosier B. (1988), « *les théories des crises économiques* », Edition La Découverte, 2000.

Ils se sont remarqués par les théories suivantes :

- la théorie de l'insuffisance d'investissement de Keynes ;
- la théorie du surendettement de Fischer ;
- la théorie de la fragilité financière et de l'instabilité économique de Minsky.

a. La théorie de l'insuffisance d'investissement de Keynes

Après l'éclatement de la crise aux Etats-Unis, en septembre 1929, Keynes a voulu donner une explication sur les problèmes des dépressions économiques dans l'une de ses grandes recherches théoriques, parue dans son ouvrage intitulé le « *Traité de la monnaie* », publié en 1930.

Dans cet ouvrage, Keynes aborde la question par le côté monétaire parce qu'il était très influencé par le courant monétaire très employé à l'époque en Angleterre. Il a donné une explication monétaire à la crise et au phénomène du cycle. Il met avant l'idée de l'insuffisance de l'investissement pour expliquer la crise.

Pour formuler cette explication, il reprend la distinction fondamentale introduite par Marx qui sépare le secteur de la production des biens d'équipement du secteur de la production des biens de consommation. Mais, il modifie le schéma marxiste en admettant qu'il n'y pas lieu d'envisager un déséquilibre entre l'offre et la demande des biens d'équipement parce que ceux-ci sont fabriqués sur commande. Il s'agit, donc, uniquement de voir comment se réalise l'équilibre entre l'offre et la demande dans le secteur des biens de consommation.

Keynes considère que la notion de « *coût de production des biens* » produits dans l'année comprend les salaires payés à l'occasion de la production et les profits normaux et les profits normaux comprennent la rémunération normale

de l'entreprise, l'intérêt du capital, les gains habituels dus au monopole, les rentes et les revenus du même genre¹⁰¹.

Keynes a, aussi, donné une démonstration pour expliquer sa théorie. Le « *coût de production* » de la production national R se divise en :

- « *coût de production* » des biens d'équipement R_1 ;
- « *coût de production* » des biens de consommation R_2 .

Tout revenu distribué se partage en dépense pour achats de biens de consommation et épargné. Si nous appelons « *dépense normale* » les sommes dépensées en achats de

biens de consommation quand les revenus sont normaux, et « *épargne normale* », l'épargne qui se forme quand les revenus sont normaux, nous avons :

$$R_1 + R_2 = \text{Dépense normale} + \text{Épargne normale}$$

Si l'épargne normale est égale à R_1 , la dépense normale est égale à R_2 , la valeur réalisée des biens de consommation est, alors, égale à leur « coût de production ». Les prix et les profits sont normaux dans le secteur des biens de consommation.

Si l'épargne normale est plus grande que R_1 , la dépense normale est plus petite que le que le coût de production des biens de consommation. La valeur réalisée des biens de consommation est plus petite que leur coût. Il y a baisse des prix. Les profits sont, donc, plus faibles que les profits normaux. L'économie est dans un état de dépression.

La dépression économique, selon Keynes, s'explique, donc, par le fait que l'épargne est plus importante que l'investissement. Un déséquilibre sur le marché des biens de consommation se crée, alors, et oblige les producteurs de ces biens à vendre à des prix inférieurs à leurs coûts.

¹⁰¹ Keynes J. M. (1930), "A Treatise on money", London, 1930, p.123.

L'insuffisance de l'investissement est, donc, la cause de la dépression et la crise pour Keynes. Mais, il explique inversement que l'expansion des affaires par l'existence d'un excès d'investissement engendre des profits exceptionnels dans le secteur des biens de consommation et incite les entreprises à augmenter leur production.

Ainsi, Keynes explique comment cet excès d'investissement se produit. Il soulève que « *quelque chose arrive, d'un caractère non monétaire, pour augmenter le caractère attractif de l'investissement. Ce peut être une invention nouvelle, ou le développement d'un nouveau pays, ou une guerre, ou un retour à un "état de confiance dans les affaires", résultant de nombreuses petites influences allant dans le même sens* »¹⁰². Néanmoins, il réplique en annonçant que cette expansion ne dure pas longtemps.

Le mérite de cette réflexion est qu'elle explique que les crises apparaissent toujours à l'aube d'une découverte technologique, à l'image de l'internet, ou d'un nouveau produit. Il peut s'agir d'un évènement majeur commercial ou technologique.

b. La théorie du surendettement de Fisher

L'économiste Fisher a contribué par sa théorie sur le surendettement, connue sous le nom de « *the debt-deflation theory of great depressions* » à expliquer le déclenchement des crises.

Irving Fischer (1933)¹⁰³ construit sa théorie en s'appuyant sur les notions de dette et de déflation afin d'expliquer les grandes dépressions. Cette théorie a été profondément marquée par le contexte historique dans lequel elle a été fondée¹⁰⁴.

¹⁰² Keynes J. M. (1930), "A Treatise on money", London, 1930, p. 173.

¹⁰³ Fischer I. (1933), "Debt Deflation", *Econometrica*, 1933, p. 115.

¹⁰⁴ L'histoire nous enseigne que, pendant la crise boursière de 1929, Fisher a perdu lui-même entre 8 et 10 millions de dollars, ayant investi la plupart de sa richesse en actions

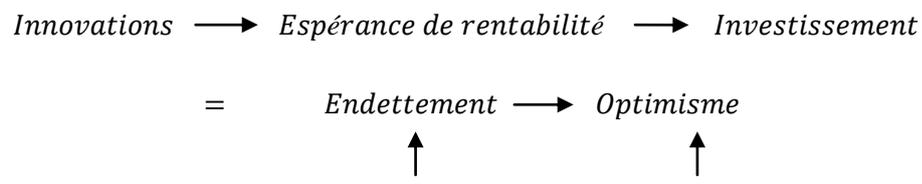
Ce contexte est marqué par la baisse de la valeur des actions aux Etats-Unis, dès le lundi 21 octobre 1929 et par le krach de la bourse de New York, le jeudi 1929. En plus, cette crise boursière est suivie d'une longue période de déflation, de baisse de la production, de hausse du chômage et d'une perte de confiance générale qui se répandent au niveau mondial.

Fischer explique que la hausse des cours boursiers était due à une productivité accrue et la création de plus-values grâce aux nouvelles technologies et aux nouvelles méthodes de production¹⁰⁵. Il annonce avec optimisme que la dépression sera de courte durée et qu'il y aura bientôt une reprise de l'activité économique. Mais, la dépression a duré plus longtemps que prévu. Cela l'a amené à construire une théorie qu'il appelle la théorie du surendettement et de déflation

Selon cette théorie, toute crise économique est précédée d'un surendettement, puis accompagnée de déflation. Dette et déflation sont, ainsi pour Fisher, les facteurs explicatifs les plus importants concernant la durée et la gravité des crises.

Le facteur de l'endettement est, donc, le cœur de l'analyse de la théorie de Fischer. Pour expliquer comment il se forme, il s'appuie sur la théorie des cycles de Schumpeter. Ainsi, les innovations entraînent la croissance parce qu'elles engendrent des profits liés à la situation de monopole temporaire. Les agents s'attendent, de ce fait, à des profits élevés et investissent. Le climat est, alors, optimiste et amène les individus à investir encore plus.

Le schéma suivant explique cette approche schumpetérienne :



¹⁰⁵ Etner F. (2000), « *La pensée économique* », *Economica*, février 2000, p. 134.

C'est la situation qu'a observé Schumpeter dans les années 20 aux Etats-Unis. Une hausse des investissements induite par les innovations technologiques dans l'industrie. De part les anticipations de profits élevés, il y a, donc, un fort endettement des firmes industrielles américaines, mais aussi du secteur agricole dû à la demande accrue pour des produits alimentaires, à cela s'ajoute encore l'endettement élevé des institutions financières.

Fischer démontre qu'une crise financière se déroule en plusieurs étapes¹⁰⁶ :

- i. *Première étape* : la crise commence à partir d'un signal qui est celui de la défaillance de grands investisseurs. Ceux-ci se retrouvent en situation de surendettement pour des raisons de profits réels insuffisants ou de hausse des taux d'intérêt par exemple. Ce signal annonce la baisse des cours ainsi qu'un retournement dans les anticipations qui sont, désormais, pessimistes.
- ii. *Deuxième étape* : ils s'ensuit une chute de l'offre de financement où les banques ne veulent quasi plus prêter car les emprunteurs ne sont plus sûrs. Quant aux investisseurs, nombreux sont ceux qui doivent rembourser leurs dettes et peu nombreux sont ceux qui veulent investir en début de crise. Dans un troisième temps, il y a, donc, une contraction de l'offre de monnaie ainsi qu'une déflation qui s'annonce.
- iii. *Troisième étape* : comme il n'y a pas de possibilité pour les investisseurs de renouveler leurs crédits, ils sont obligés, dans un troisième temps, de vendre leurs actifs afin de rembourser leur crédit. D'après la loi de l'offre et de la demande, cela mène à une baisse des prix des actifs ayant pour conséquence une nouvelle réduction de la valeur des actifs. Les emprunteurs doivent, donc, encore davantage vendre pour pouvoir rembourser leurs dettes. Les entreprises sont, aussi, obligées de vendre des biens et services aux prix plus bas afin

¹⁰⁶ Boissieu C.(2006), « *Les systèmes financiers* », 2006, pp. 88-91

d'avoir des liquidités pour pouvoir rembourser leurs prêts. Cela aboutit à une spirale déflationniste.

- iv. *Quatrième étape* : la déflation accroît, alors, la valeur réelle des dettes.
- v. *Cinquième étape* : le taux d'intérêt s'ajuste également à la baisse mais avec un temps de retard. Il existe pendant ce moment d'ajustement un taux d'intérêt réel très élevé. Quant au ralentissement de la vitesse de circulation de la monnaie, il accentue davantage la déflation, donc, la récession.
- vi. *Sixième étape* : les banques font faillites, plus tard, à cause du retrait des dépôts. Ce qui mène à une désorganisation du système monétaire et financier.
- vii. *Septième étape* : l'ensemble des événements a pour résultat une récession, une hausse du chômage et une baisse générale du climat de confiance.

Quant à la déflation, Fisher mentionne trois points importants pour évoquer son effet dangereux ¹⁰⁷ :

- les taux d'intérêts nominaux ne peuvent pas tomber en dessous de 0. Or d'après la relation :

$$\text{Taux d'intérêt nominal} = \text{taux d'intérêt réel} + \text{inflation anticipée}$$

le taux d'intérêt réel peut augmenter dans des phases de déflation. Ce qui mène à une baisse d'investissement et à un ralentissement de l'activité économique ;

- si les employeurs ne peuvent pas réduire les salaires nominaux à cause des rigidités existant sur le marché de travail, par exemple à cause des

¹⁰⁷ Carlstrom F. (2001), “ *Perils of Price Deflations: An analysis of the Great Depression*”, Economic Commentary, February 15th, 2001.

négociations salariales qui fixent les salaires pour plusieurs périodes, les salaires réels augmentent. Cela a pour conséquence sur la baisse de la demande d'emploi due à une hausse des coûts réels du travail ;

- il y a une redistribution des actifs des emprunteurs vers les prêteurs dû à une appréciation de la valeur de leurs dettes.

Pour les entreprises, il y a un autre effet indirect qui détériore davantage leur situation. Comme les entreprises sont généralement des emprunteurs nets de capital, leur bilan se détériore, ce qui rend de plus en plus difficile d'accéder à des nouveaux moyens de financement auprès des banques.

Fisher illustre bien le fait qu'un endettement initial suffisamment important a pour conséquence que la liquidation des dettes mène à un accroissement de la dette. Le fait même de rembourser les dettes et de vendre les actifs a, donc, pour résultat une hausse de la valeur réelle de la dette. Contrairement au processus qui ramène l'économie à l'équilibre, un surendettement suffisamment grand au départ mène à une détérioration qui continue si les autorités financières n'interviennent pas. La hauteur d'endettement initial est, donc, un facteur clef en ce qui concerne la gravité d'une crise.

Fisher ne discute pas ce qui constitue vraiment un surendettement susceptible de déclencher une crise financière, mais il indique qu'il faut toujours considérer l'endettement par rapport aux autres variables telles que le patrimoine de l'état et des ménages ainsi que les revenus et les réserves en or.

Irving Fisher était contre une politique de laisser-faire et pense qu'une politique monétaire expansionniste aurait pu réduire les effets néfastes de la grande dépression. Les autorités monétaires auraient pu mettre en place le système de reflation pour arrêter la spirale déflationniste. La reflation étant l'accroissement de l'activité économique engendré essentiellement par l'injection de monnaie et de crédits¹⁰⁸.

¹⁰⁸ Idem, p. 125.

Fisher soutenait l'idée d'introduire une monnaie émise par des autorités publiques, qui seraient normalement accompagnée d'une garantie bancaire, ayant la particularité d'être soumise à une certaine taxe périodique sous la forme d'un tampon mise sur le billet. Ces billets sont, alors, caractérisés par une vitesse de circulation très élevée car leur valeur diminue toutes les semaines.

c. La théorie de la fragilité financière et de l'instabilité économique de Minsky

Minsky (1992)¹⁰⁹ a développé une théorie expliquant la crise par l'instabilité économique et la fragilité financière. Cette théorie démontre que l'instabilité économique dépend des modalités de financement des investissements et la fragilité financière explique la survenance des crises.

Minsky s'appuie sur un cadre d'analyse pour sa théorie. Il repose sur les décisions d'investissement des firmes. Selon cette théorie, la décision pour une entreprise d'investir est la conséquence de la comparaison de deux prix :

- Il existe un prix " pK " qui est le prix que la firme est prête à payer pour un actif. Ce prix résulte de l'anticipation des profits attendus suite à l'utilisation de cet actif. On parle de « *cash-flows* ». Plus ceux-ci sont élevés et plus l'entrepreneur est prêt à payer cher l'actif.
- Aussi, le prix " pI " qui est le coût de production de l'actif, un prix d'offre en quelque sorte.

L'investissement est, alors, réalisé seulement si $pI < pK$.

¹⁰⁹ Minsky H. (1992), "The Financial Instability Hypothesis", The Jerome Levy Economics Institute Working Paper No. 74, May 1992.

Selon Minsky, la décision d'investir dépend, aussi, des modalités de financement disponibles pour la firme¹¹⁰. Il envisage trois modalités de financement :

- financement résultant de la possession d'actifs financiers et/ou de liquidités disponibles ;
- financement issu de bénéfices qui ne sont pas intégralement distribués aux actionnaires ou aux organismes fiscaux ;
- financement externe, c'est-à-dire emprunt à des établissements bancaires ou par augmentation du capital.

Les deux premiers types de financement permettent une indépendance quant aux organismes financiers. De plus, la dernière modalité a pour inconvénient majeur son coût, sous forme d'intérêts ou de dividendes.

L'endettement chez Minsky se caractérise par deux risques¹¹¹:

- le risque prêteur : il s'agit du risque que l'emprunteur soit défaillant ;
- le risque emprunteur : il s'agit du risque pris par l'agent qui emprunte de ne pas pouvoir faire face à ses engagements parce que les *cash-flows* futurs sont incertains.

Ce sont ces deux risques qui permettent l'analyse de la fragilité et de l'instabilité financière.

¹¹⁰ Bellofiore R. & Ferri P. (2001). "*Financial Keynesianism and Market Instability: The Economic Legacy of Hyman Minsky*", (Vol.1), Cheltenham, England: Edward Elgar Pub.. 2001, p. 222.

¹¹¹ Brossard O. (1998), « *L'instabilité financière selon Minsky : l'incertitude et liquidité au fondement du cycle ?* », Revue économique, 1998, vol. 49, n°2, pp. 407-435.

Ensuite, Minsky explique comment la fragilité financière se manifeste et les crises apparaissent. En premier lieu, il fait une évaluation des cash-flows. Nous noterons que :

$$CF = \text{cash} - \text{flows}$$

$$Cfa = \text{cash} - \text{flows actualisés}$$

- Si $CF = Cfa$, le risque prêteur baisse (baisse du risque de défaillance) et du risque emprunteur

- Si $CF > Cfa$, l'investissement par financement externe explose, c'est-à-dire le nombre de crédits explose. Ce qui crée une situation favorable pour l'emprunteur et pour le prêteur. Comme conséquence, les deux risques diminuent.

C'est la situation où $CF > Cfa$ qui est source d'instabilité financière. En effet, il est intéressant pour les banques d'accorder plus de crédits puisque les profits sont revus à la hausse par rapport aux anticipations.

Les firmes ont tout intérêt à faire jouer le levier disponible grâce à un endettement supérieur car cela leur apporte des profits supérieurs et des dividendes supérieurs. Ce qui augmente la valeur des titres sur le marché.

En deuxième lieu, Minsky développe une typologie de la structure financière des firmes. A partir de là, Minsky répertorie 3 comportements différents¹¹² :

- *les firmes « prudentes » (hedge finance)* : on dit qu'une entité a une structure financière prudente si ses engagements à payer sont inférieurs aux cash-flows espérés.

- *les firmes « spéculatives » (speculative finance)* : une entité est dite à structure financière spéculative si ses revenus espérés permettent de

¹¹² Ces comportements sont évalués au regard des engagements à payer et de la capacité de la firme à le faire. Soient : i = intérêts de la dette, Rt = principal de la dette
A chaque exercice, la firme doit rembourser à l'établissement bancaire le montant de $(i + Rt)$.

couvrir les intérêts mais pas le principal. Cette situation exige que la firme reconduise à chaque échéance ses dettes ;

- *les firmes « ponzi » (ponzi finance) : une structure financière est dite « ponzi », lorsque les cash-flows espérés ne sont pas suffisants pour payer ni le principal de la dette, ni ses intérêts. La firme « ponzi » est obligée d'augmenter son endettement à chaque période. Cette situation ne peut bien sûr pas durer éternellement car la hausse de la dette qui n'a ici pas de contrepartie en actif, implique une diminution des capitaux propres.*

Les situations spéculatives et « ponzi » peut résulter de deux choses :

- soit on observe une insuffisance des revenus productifs par rapport au coût de financement ;
- soit les revenus productifs espérés ou les intérêts de la dette, dépendent du marché financier.

La deuxième possibilité est notamment visible lorsque les intérêts de la dette sont basés sur un taux d'intérêt variable. Alors une hausse des taux d'intérêts tend à faire basculer les firmes de statut spéculatives vers le statut « ponzi ».

En troisième lieu, Minsky démontre les processus de fragilisation et crise en deux phases¹¹³. Il s'agit de la phase ascendante du cycle et la phase relative à la rentabilité des capitaux.

i. Phase ascendante du cycle

En période de croissance durable, les firmes qui s'engagent dans des positions de type spéculatives sont nombreuses. En effet, leurs anticipations sont dopées par une espèce « d'euphorie », qui s'accompagne d'une sous-estimation du

¹¹³ Bellofiore R. & Ferri P. (2001).” *Financial Fragility and Investment In the Capitalist Economy: The Economic Legacy of Hyman Minsky*” (Vol.2), Cheltenham, England: Edward Elgar Pub, 2001, p. 210.

risque de défaut. Il en résulte une augmentation progressive de la fragilité financière.

Au final, on observe, selon Minsky, une « *fragilisation institutionnelle* », c'est-à-dire un relâchement des comportements prudents qui sont à la base des décisions de financement et d'investissement. En particulier, les marges de sécurité sont revues à la baisse. La crise survient, donc, en général à la suite d'une période ascendante du cycle économique, lorsque les autorités publiques remontent les taux d'intérêts.

ii. Phase relative à la rentabilité des capitaux

Un autre mécanisme amène Minsky à considérer que la hausse de l'endettement est rationnelle. Il s'agit de la rentabilité des capitaux propres. En effet, considérons deux entreprises qui ont un actif de même montant. La structure du passif est déterminante dans la mesure où l'entreprise dont le passif est constitué pour une part plus importante de dettes que de capitaux propres voit la rentabilité de ses capitaux propres plus élevée. Ce différentiel dans le rendement des capitaux propres est considéré par les investisseurs comme un signal. L'entreprise dont le rendement est le plus élevé est plus attractive. Pour les sociétés cotées, cela implique une hausse de la valeur du cours boursier.

Ainsi, il est rationnel pour une firme de s'endetter autant qu'elle le peut. De la même façon que précédemment, une hausse des taux d'intérêt entraîne une réévaluation du passif du bilan des firmes. Ce mécanisme peut amener à un risque d'illiquidité.

Si le poids de l'endettement devient trop lourd, les firmes peuvent être dans l'obligation de vendre une partie de leurs actifs physiques afin de faire face aux engagements grâce aux liquidités qu'elles retirent de cette vente. Une première conséquence réside dans le risque emprunteur qui s'accroît puisque les firmes voient de moins en moins comment elles vont pouvoir rembourser les échéances de l'emprunt. Cette situation est d'autant plus négative lorsque

l'entreprise a liquidé tous ses actifs financiers et qu'elle est forcée de liquider ensuite l'actif immobilisé puisque les cash-flows futurs en seront grevés.

L'autre conséquence concerne les prêteurs qui vont fixer des conditions de plus en plus contraignantes aux prêts et qui vont réduire les prêts à long terme et n'octroyer quasiment que des prêts à court terme. Si les ventes d'actifs physiques et financiers sont importantes, les prix chutent ce qui fait gonfler la valeur des dettes et l'on retrouve un cycle de « *debt-deflation* » décrit par Fisher. Cela se caractérise par des taux de chômage élevé, de déflation, d'accroissement du poids des dettes, des défauts de paiement et, donc, de faillite du système bancaire.

Minsky propose des solutions. La première solution concerne les « *institutions* » qui ont un rôle stabilisateur important à jouer. Elles peuvent permettre à l'économie de repartir sur une bonne base parce qu'elles peuvent réinitialiser en quelque sorte les conditions de l'économie. Il est nécessaire de développer des règles et de les contrôler grâce aux autorités législatives et réglementaires.

Minsky fait référence à une autre forme d'interventionnisme qui relève des politiques monétaires et budgétaires comme deuxième solution. Celles-ci doivent être utilisées de façon à « *socialiser l'investissement* » et à relancer l'économie. C'est-à-dire que les autorités doivent mettre en place des politiques monétaires et budgétaires qui rompent la phase descendante du cycle.

L'Etat doit en plus jouer son rôle de prêteur en dernier ressort pour éviter une faillite du système bancaire. Ce rôle consiste pour les autorités monétaires à venir en aide aux banques en difficultés et pourvoir au manque de liquidités dans le système. Se faisant, l'Etat peut limiter la propagation des faillites des établissements bancaires.

Au regard des trois théories, les deux dernières théories de Fisher et de Minsky se rejoignent dans l'explication donnée à la crise. Ils se mettent d'accord pour désigner « *l'endettement* » des entreprises comme source de faillite du système bancaire.

Des économistes affirment que ces deux théories peuvent contribuer à expliquer les crises actuelles car les théories du surendettement sont toujours d'actualité.

En plus, ces deux théories ont le mérite de mettre en avant deux apports importants en évoquant l'information imparfaite et rationnement du crédit d'un coté et, de l'autre coté, les anticipations rationnelles.

L'information imparfaite est un élément qui a été repris par beaucoup de théoriciens¹¹⁴ de l'économie de l'information, faisant les bases de la théorie de l'asymétrie et de l'imperfection de l'information. Le rationnement de crédit est, aussi, lié à l'asymétrie d'information qui rend inefficace le mécanisme du taux d'intérêt pour la régulation de l'offre et la demande de crédit.

Dans les théories de surendettement énoncées par Fisher et Minsky, une spéculation excessive et des investissements trop optimistes sont sources de crises financières. Il évoque, de cela, d'un problème d'anticipations rationnelles des agents intervenant dans les marchés financiers. La rationalité des agents est mise en cause et présumée comme facteur des crises financières.

En plus de ces trois théories qui ont marqué la période de l'après 1929, on peut, aussi, citer d'autres essais de théorisation sous forme de modèles explicatifs du phénomène de crise financière. Il s'agit de deux modèles explicatifs, connus sous le nom de modèle de première génération et de deuxième génération¹¹⁵.

C. Les théories de la période de l'après-crise asiatique de 1997

Cette période a connu une accélération des crises financière touchant des pays émergents en intervalle d'une année, de 1997 à 2001. Ces crises ont suscité beaucoup d'analyses et d'études pour expliquer le phénomène.

¹¹⁴ Il s'agit, particulièrement, de Stiglitz et Weiss (1981) et de Wolfson (1996).

¹¹⁵ Les modèles de première génération, de deuxième génération et de troisième génération feront l'objet d'étude dans la deuxième section de ce chapitre.

Les théories sur crises étaient des modèles théoriques et empiriques qui avaient comme objectif d'expliquer le phénomène d'essayer de proposer des solutions. Ces modèles entrent dans le cadre d'analyse des modèles de crises de la troisième génération¹¹⁶.

II. Les modèles de crises financières

Les économistes distinguent trois catégories de modèles de crises, qualifiés de génération de crises. On observe les modèles de crise de première génération révélée par Krugman en 1979, les modèles de crises de la deuxième génération mis en avant par Obstfeld en 1994 et les modèles de crises de la troisième génération apparus avec la crise asiatique de 1997.

A. Les modèles de crises de la première génération

Les modèles de crises de la première génération se sont constitués autour de l'article fondateur de Paul Krugman (1979)¹¹⁷ qui a été rendu plus accessible, ensuite, par Robert Flood et Peter Garber (1984)¹¹⁸. A la suite des crises du système monétaire européen (SME) des années 1990, elle a pris chemin dans les annales des théories explicatives des crises.

L'analyse de ces modèles de crises de la première génération se portera sur leurs fondements de base et leurs contributions dans l'explication des crises des pays émergents.

¹¹⁶ Les modèles de troisième génération feront l'objet d'étude dans la deuxième section de ce chapitre.

¹¹⁷ P. Krugman (1979), « A model of balance of payment », *Journal of Money, Credit and Banking*, p. 11.

¹¹⁸ R. Flood et P. Garber (1984), « Collapsing exchange rates regimes, some linear examples », *Journal International Economics*, p. 17.

a. Les fondements de base des modèles

Ces premiers modèles de crises démontrent que la crise pourrait se déclencher dans un pays qui veut maintenir un système de taux de change fixe alors que les données fondamentales de son économie se dégradent. Trois dispositions sont prises en considération, à partir de cette situation, pour la suite des événements :

- ce pays devrait puiser de ses réserves de change pour maintenir son système de change basé sur un taux de change fixe s'il voulait conserver cette politique monétaire ;
- si ce pays voudrait développer des politiques expansionnistes au niveau macroéconomique, il ne pourrait pas le faire tout en conservant ce même système de change ;
- s'il voudrait accéder au marché des capitaux à l'étranger, il ne pourrait le faire, aussi, à cause d'une parité du taux d'intérêt défavorable, qui serait elle-même le produit de la dégradation des données fondamentales.

Dans ces conditions, si un déficit budgétaire survenait dans ce pays, son financement ne pourrait se faire que par la solution monétaire. C'est-à-dire il doit monétiser ce déficit budgétaire par la création excessive du crédit domestique.

Les spéculateurs savent que l'expansion excessive du crédit domestique conduira inévitablement à une dévaluation car le pays, considéré dans ce modèle, ne pourrait pas financer durablement le système de change fixe au vu des réserves de change limitées. Ils n'attendent pas, donc, jusqu'à ce que se produise l'épuisement de ses réserves de change pour lancer une attaque spéculative.

Ils cherchent le bon moment pour acheter des devises correspond à une date intermédiaire pour les vendre à un moment où le stock de réserves atteint juste

le niveau qui permette de récupérer leur mise. C'est à ce stade qu'intervient l'attaque spéculative.

Dans de telles circonstances, la condition de parité des taux d'intérêt implique une sortie de capitaux. Diamond et Dybvig (1983)¹¹⁹ ont démontré cette attaque spéculative qui entraîne un effondrement des réserves et l'abondant des changes fixes.

Pour expliquer ce modèle en d'autres termes, le modèle Flood et Garber (1984a) pose comme hypothèse deux variables : la masse monétaire et le crédit domestique. Dans le modèle, il considère que la variable exogène caractérisant la politique monétaire n'est pas la masse monétaire mais l'une de ses contreparties : le crédit domestique. Il s'agit d'une vision monétaire de l'économie, On a¹²⁰ :

$$M = D + R$$

Avec M la masse monétaire, D le crédit domestique et R les réserves de change.

La variable exogène est, donc, le crédit domestique D et la masse monétaire M est, en fait, une variable endogène du modèle d'attaque spéculative.

Cette hypothèse signifie que les autorités monétaires, après avoir fixé le montant du crédit domestique, ne peuvent réagir aux variations de réserves par des variations de crédit domestique concomitantes. La banque ne peut stériliser les flux de réserves ou inversement accroître leur impact sur la masse monétaire, à l'intérieur de période 1 ou 2...

La Banque centrale ne peut, dans ce modèle, stériliser les variations de D aux modifications du niveau des réserves. C'est un crédit intérieur incompatible avec le maintien de la condition « *parité des taux d'intérêt* » (PTI) et les

¹¹⁹ Diamond D. & P. Dybvig (1983), "Bank reserves, liquidity and deposit insurance", Journal on Political Economic, n° 91.

¹²⁰¹²⁰ Bourguinat H., Teïletche J. & Dupuy M. (2007), « *Finance internationale* », édition Dalloz, septembre 2007, p. 411-437.

anticipations défavorables sur l'évolution du taux de change qui déclenche l'attaque spéculative.

Au début de la période, les agents adressent leur demande de monnaie étrangère contre cession de monnaie nationale à la Banque centrale. Les agents sont servis au taux \bar{e} tant que les réserves de change sont suffisantes. A partir du moment où la demande de monnaie étrangère excède $\bar{R}-R$ tous les agents ne peuvent être satisfaits au taux \bar{e} , les restants sont répartis de façon aléatoire dans une queue qui détermine l'ordre dans lequel ils seront servis et à quel taux : taux \tilde{e} , *le shadow exchange rate*.

Lorsque la Banque centrale a épuisé ses réserves, celles-ci dévalue et, $\tilde{e} > e$. Dans ce modèle, l'important est de bien voir que les agents n'attendent pas que les réserves soient épuisées pour vendre leurs avoirs en monnaie nationale. Dès l'instant que le taux de référence est atteint, l'attaque spéculaire se déclenche et anticipe l'avènement de la crise bien avant que les réserves s'épuisent. Ce modèle de Krugman a, donc, fait comprendre que la chute des monnaies s'effectue à partir d'un inévitable abandon d'un ancrage insoutenable.

Mais, ce modèle est critiqué pour son manque de réalisme. En effet, lors de la description de la décision de l'abandon du *peg*, les politiciens sont passifs et abandonnent le *peg* dès que les réserves atteignent le seuil minimum. Ils ne prennent pas des décisions pour défendre leur politique de change et n'ajustent pas les objectifs de leur politique en fonction des évolutions économiques et politiques extérieures.

Ceci conduit à dire que la dévaluation reflète l'impossibilité de maintenir une politique courante de change. La détérioration des fondamentaux occupe une place importante dans l'histoire des crises de change. Souvent, la décision de dévaluation n'est pas prise à cause d'une politique insoutenable mais afin de réaliser d'autres objectifs, compte tenu des évolutions extérieures. La dévaluation est, donc, une décision politique car le maintien du *peg* est techniquement faisable, notamment, lorsque la Banque Centrale peut

emprunter des réserves mais pour le gouvernement, cela ne représente pas une solution optimale au vu des coûts d'une telle opération et l'importance des autres objectifs de la politique économique. Krugman (1996) et d'autres auteurs utilisent le terme « nouveau modèle de crises » pour les modèles qui attribuent un rôle central à l'optimisation du gouvernement et qui caractérise la décision de dévaluation en termes de choix entre différents objectifs.

Ces modèles indiquent que le déclenchement d'une crise n'est pas un phénomène purement aléatoire mais c'est le résultat de déséquilibre économique en mettant l'accent sur les contradictions entre des objectifs économiques. Les politiques monétaires et fiscales sont, en général, incompatibles avec un taux de change stable.

b. La contribution des modèles à expliquer les crises

Ces modèles d'explication de crise reposent sur l'hypothèse de la mauvaise gestion macroéconomique qui entraîne la détérioration des grandeurs fondamentales (inflation, solde public, dette souveraine, emploi, investissement, etc.). Ce qui laisse à s'interroger : est-ce que cette hypothèse de la mauvaise gestion macroéconomique demeure encore valable dans le cas de la crise des pays émergents ?

Les économistes reconnaissent que ces modèles ont contribué relativement à expliquer les crises du SME des années 1990 mais ils n'ont pas pu, en général, expliquer celles qui ont touché les pays émergents. Ils s'accordent à considérer que ce modèle a réussi à donner une explication à la crise mexicaine de 1994 mais n'est pas le cas pour les autres crises.

Ils expliquent que la crise mexicaine de 1994 représente le type des crises qui peut être expliquée par une mauvaise gestion macroéconomique. Les effets induits par les fortes entrées de capitaux se sont révélées incompatibles avec le

maintien du cours du change fixe. Pour la crise asiatique, les aspects fondamentaux de la gestion macroéconomique dans les cinq pays asiatiques touchés par la crise (Thaïlande, Corée, Malaisie, Indonésie et Philippines) étaient restés sains depuis le début des années 90. Les soldes budgétaires et plus précisément leurs déficits ont enregistré de façon régulière des surplus dans tous ces cinq pays asiatiques. Jusqu'en 1996 les dettes extérieures souveraines se sont situées à des niveaux « *prudents* » ou ont baissé de manière régulière.

La croissance spectaculaire, les finances publiques saines ainsi que la fixité du change avaient créé un climat de confiance générale dans les économies asiatiques. Pour cela, l'hypothèse de la mauvaise gestion macroéconomique, conduisant à l'abandon du système de change fixe, ne peut se valider dans le cas de cette crise. Ce qui laisse à dire que ces modèles de première génération ne peuvent expliquer la crise asiatique.

Un point essentiel du modèle de Krugman (1979), qui peut être retenu et qui fait son mérite, est l'anticipation de la dépréciation instantanée du change lors du passage en changes flexibles. Les opérateurs sur le marché de change déclenchaient une attaque préventive, avant l'épuisement des réserves de change afin d'éviter des pertes en capital.

Or, l'un des aspects, qui ont marqué les analystes de la crise asiatique, a été le défaut d'anticipation de la part des participants au marché. Quelques mois avant le déclenchement de la crise, les agences de notations affichaient des analyses de crédit encourageantes, la Banque Mondiale parlait encore du « *miracle asiatique* » tandis que le Fonds Monétaire International, à travers son rapport annuel prévoyait une forte croissance, de l'ordre de 7,4% pour les pays asiatiques (*World Economic Outlook*, 1997b).

La prime de risque, indicateur essentiel de l'état de confiance des investisseurs internationaux, s'est maintenue à des niveaux très bas au cours de la période qui a précédé la crise, c'est-à-dire jusqu'à la seconde moitié de l'année 1997. De plus, sur le marché de change, la dépréciation du change au moment de la

crise a été extrêmement importante, ce qui prouve l'absence d'anticipation de la part des participants au marché de change. Cette absence d'anticipation est due, par rapport au modèle, à ce qu'il faut, non seulement, rééquilibrer la balance courante mais également compenser la fuite des capitaux.

Par contre, les économistes reconnaissent que ce modèle peut relativement expliquer les autres crises des pays émergents qui ont précédé la crise asiatique.

L'objectif de cette première catégorie des modèles est de montrer que l'occurrence d'une crise résulte logiquement de l'incohérence entre la politique intérieure et la politique de taux de change, c'est-à-dire la stabilité de taux de change, et qu'elle n'est pas la conséquence d'irrationalité des opérateurs. En revanche, ces derniers jouent le rôle le plus important dans la deuxième catégorie des modèles.

B. Les modèles de crises de la deuxième génération

Les modèles de crise de deuxième génération ont été développés à la suite des crises du système Monétaire Européen (SME) de 1992-1993 qui ont constitué les premières expériences de la globalisation financière au sein des pays développés.

Ces modèles de deuxième génération, développée en premier par Maurice Obstfeld (1994)¹²¹ et (1996)¹²², sont connus comme des modèles d'équilibres multiples et d'anticipations autoréalistes. Leur idée principale est qu'il existe plusieurs situations possibles à l'équilibre, soit dans le cas de crise ou dans le cas de non crise, selon la psychologie des agents : pessimistes ou optimistes.

¹²¹ M. Obstfeld (1994), « *The logic of currencies crises* », Cahiers économiques et monétaires, Banque de France, p. 543.

¹²² M. Obsfeld (1996), "*Models of currency crises with selffulfilling features*", European Economic Review, p. 25.

Il est, donc, intéressant, dans l'étude de ces modèles, de voir leurs fondements de base et leurs possibles contributions dans l'explication des crises des pays émergents.

a. Les fondements de base des modèles

Ces modèles expliquent la crise à partir des interactions stratégiques entre les intentions futures des gouvernements, telles qu'elles sont signalées dans leurs communiqués, leurs déclarations et dans les débats politiques internes et les interprétations hétérogènes qu'en donnent les spéculateurs.

Deux caractéristiques sont à observer pour comprendre ces modèles¹²³ :

- le gouvernement est un agent actif qui maximise une fonction objectif ;
- un processus circulaire se développe conduisant à des équilibres multiples qui interviennent, à la base, par des anticipations autoréalistes.

Les crises interviennent, alors, dès l'instant qu'une vague de pessimisme profond gagnera un groupe d'investisseurs provoquant une sortie de capitaux. Cela entrainera un collapsus du système qui vient lui-même valider les anticipations défavorables.

Obstfeld (1994) explique la crise de change en tant que résultat du conflit entre le régime de changes fixe et la volonté du gouvernement de poursuivre une politique monétaire plus expansionniste. Lorsque les investisseurs commencent à former des anticipations relatives à l'abandon des changes fixes, les pressions sur les taux d'intérêt qui en découlent sont susceptibles de pousser le gouvernement à prendre effectivement la décision d'abandonner ce régime de change. Il ne s'agit plus d'une détérioration significative des fondamentaux

¹²³ H. Bourguinat (1999), « *Finance Internationale : après l'euro et les crises* », Puf, 4^{ème} édition, Novembre 1999, p.583.

macroéconomiques. C'est le jeu stratégique entre le gouvernement et les marchés qui forment le scénario de la crise.

Dans ce modèle d'explication de crise, certains économistes adeptes des modèles de première génération continuent à croire que des données fondamentales jouent un rôle permissif important et augmentent la possibilité de crise qui présentent des chocs imprévus ou des changements inopinés de l'environnement macroéconomique conduisant les gouvernements à abandonner les changes fixes. D'autres économistes veulent, par contre, se distinguer particulièrement avec ces modèles de seconde génération en écartant les fondamentaux et suggérant que la crise découle d'un mouvement autonome de spéculation contre la monnaie.

Ils considèrent que des comportements moutonniers "*hedging behavior*" sont à l'origine du déclenchement de la crise. Ils expliquent que le coût et la disponibilité de l'information peuvent générer des rumeurs qui provoquent la crise.

Deux modèles se présentent comme modèle de référence. Il s'agit du modèle d'Obstfeld (1994) et du modèle de Bensaïd & Jeanne (1997)¹²⁴.

Pour Obstfeld, les anticipations de dévaluation se reflètent dans les taux d'intérêt et le gouvernement dévalue sous la pression de la hausse du coût du paiement du service de la dette.

Le gouvernement minimise une fonction de perte¹²⁵ :

$$L = \frac{1}{2} \tau^2 + \frac{\theta}{2} \varepsilon^2 + cZ$$

Où τ est une taxe prélevée pour payer la dette ;

ε est le taux de dépréciation de la monnaie ;

¹²⁴ B. Bensaïd & O. Jeanne (1997), "*The instability of exchange rate systems when raising the interest rate is costly*", *European Economic Review*, 41.

¹²⁵ H. Bourguinat, J. Teïletche & M. Dupuy (2007), « *Finance internationale* », édition Dalloz, septembre 2007, p. 411-437.

c est coût de réalignement du gouvernement ;

Z est une variable muette qui signifie une dévaluation si $Z = 1$.

Dans cette fonction de perte, le gouvernement préfère atteindre le taux ε . Cependant, le marché attend que la monnaie se déprécie jusqu'au taux $\varepsilon_2 > \varepsilon$ et le taux d'intérêt augmente, alors, jusqu'à i_2 . Le gouvernement sera, de ce fait, poussé à tenir compte des anticipations de dévaluation des agents et du coût du maintien de la parité sur la dette. Ce réalignement lui coûtera c .

Pour Bensaïd et Jeanne (1997), la dévaluation est déclenchée par le désir du gouvernement de faire face à des chocs négatifs de production, mais un changement soudain dans les sentiments du marché à propos de la volonté du gouvernement de tolérer un certain niveau de chômage peut déclencher une dévaluation qui n'aurait pas lieu sous d'autres anticipations.

Le gouvernement minimise une fonction de perte¹²⁶ :

$$L = \frac{\theta}{2} \varepsilon^2 + \frac{1}{2} [x(e - w) - U - y^\square]2 + cZ$$

Où w représente les salaires nominaux, y^\square la production d'équilibre et U le chômage.

Pour déterminer la règle de dévaluation, on calcule tout d'abord la valeur de L lorsque le taux de change reste fixe donnant le taux L^F , puis la valeur L lorsque la dévaluation a lieu donnant le taux L^D .

Si $L^F > L^D$ le coût du maintien de la parité est supérieur au coût de la dévaluation et il convient alors de dévaluer. L'inégalité $L^F - L^D > 0$ amène deux valeurs pour U : \underline{U} ; \overline{U} .

Si $U > \overline{U}$, le gouvernement dévalue et si $U < \underline{U}$; le gouvernement ne dévalue pas.

¹²⁶ Idem, pp. 411-437.

Il existe, donc, un intervalle $[\underline{U}; \overline{U}]$ de valeurs pour lesquelles il n'y a ajustement que sous l'effet des anticipations des agents et dont les bornes dépendent des anticipations des agents et de la perception du marché par la signification de ces deux points. Cette circularité crée des équilibres multiples.

De façon plus intuitive, les auteurs de ce modèle indiquent que le coût de défense du « Peg » vient du chômage et des taux d'intérêt. Si la défense de la monnaie est gênée par le niveau du chômage, la fonction de perte est :

$$L = U^2 + \delta F$$

Avec U le chômage, F le coût de sortie du système et $\delta = 1$, si la dévaluation a lieu et 0 sinon.

On calcule de même L^F et L^D et on obtient deux valeurs : A et B. Au-delà de B, le chômage est trop élevé et le coût de défense de la parité est excessif, la dévaluation est certaine. Au dessous de A, le niveau de chômage est faible, il n'y a pas de dévaluation. Mais, il existe un intervalle $[A ; B]$ qui représente une zone critique de niveaux de chômage pour lesquels les anticipations autoréalisatrices des agents peuvent faire passer l'économie d'un équilibre de crise à un équilibre de non-crise.

De même, pour traduire le coût représenté par une hausse des taux d'intérêt due à la défense de la monnaie, on minimise la fonction de perte suivante :

$$L = [S + \gamma l]^2 \delta F$$

Où S peut être n'importe quelle variable (système bancaire, dette publique...), pourvu qu'elle entre dans la fonction objective du gouvernement et qu'elle soit influencée par le taux d'intérêt i . on aboutira également à un intervalle de valeurs critiques de fondamentaux $[A ; B]$.

A partir du moment où les fondamentaux entrent dans un intervalle de valeurs critiques, l'état de l'économie peut passer d'un équilibre de non-crise à un équilibre de crise sous l'effet de la spéculation autoréalisatrice.

Les modèles de deuxième génération apportent, donc, des éléments nouveaux dans l'explication des crises. En effet, ils ont développé des interprétations pour les crises du SME (1992-1994).

En Europe, pendant les années 90, les politiques monétaires trop expansionnistes, conduites par certains pays, ont provoqué des anticipations défavorables de la part des spéculateurs conduisant à des crises spéculatives. Par exemple, la France pratiquait des politiques plus restrictives à la suite, notamment, de la réunification allemande et n'avaient pas de problème aigu de réserves de change. Les fondamentaux ne paraissaient pas vraiment en cause car la France avait, même, alors une politique monétaire aussi stricte que celle de l'Allemagne. Cependant, elle a adopté un instrument pour défendre la parité déclarée, à savoir la hausse du taux d'intérêt. Cela semblait d'une efficacité limitée car, au lieu de décourager les sorties de capitaux, elle a pesé sur l'activité interne. Par conséquent, les spéculateurs réagissaient en anticipant qu'elle ne pourrait pas s'imposer durablement et, ce faisant, ils prévoyaient qu'un changement vers une politique monétaire plus laxiste. C'est cette anticipation qui peut être suffisante en conduisant les autorités à élever davantage encore le taux d'intérêt et, par suite, à déclencher la crise.

Peu importe qu'elle soit fondée ou rationnelle ou pas, cette vague de prévision est même susceptible de transformer une situation éventuellement « erronée » en situation « vraie » elle révèle, parfaitement, des anticipations auto-réalisatrices, au sens de R. K. Merton. En conséquence, le déclenchement de la crise est plus difficile à prévoir puisque, à un même niveau de fondamentaux, il peut y avoir crise ou non crise. Il y a toujours possibilité d'équilibres multiples.

Le problème, non résolu par ces modèles, est de savoir, par rapport à ces deux possibilités, attaque ou non attaque, quels sont justement les fondamentaux qui sont susceptibles de guider les spéculateurs dans leur choix ? Certains auteurs (Jeanne, 1996)¹²⁷ suggèrent qu'il convient de retenir compte de « fondamentaux élargis » et pas seulement de la politique monétaire et

¹²⁷ Jeanne O. (1996), « *Les modèles de crises de change : un essai de synthèse en relation avec la crise du franc* », Economie et Prévision, n°123-124.

budgétaire. Il est clair, par exemple que le niveau de chômage ou celui de la dette, est susceptible de jouer un rôle significatif. Il n'est pas, non plus, exclu que la situation politique, telles que contestation du pouvoir, crises éthiques, ne puisse jouer un rôle. En fin de compte, c'est de la situation de l'ensemble des fondamentaux que dépend le déclenchement.

b. La contribution de ces modèles à expliquer les crises

Ces modèles reposent sur l'hypothèse de la volonté du gouvernement de poursuivre une politique monétaire expansionniste tout en maintenant le régime de changes fixes qui conduit à une anticipation défavorable de la part des spéculateurs. Ce qui laisse à s'interroger : est ce que cette hypothèse demeure encore valable dans le cas des crises des pays émergents ?

Ce type de modèle de la deuxième génération n'a pas paru suffisant pour expliquer les crises asiatiques et celles des pays émergents. Les indicateurs de mauvaises performances macroéconomiques pris en compte par la littérature initiée par Obstfeld sont la croissance, l'emploi et l'inflation. Or, dans les économies asiatiques, les taux de croissance étaient élevés et le chômage et l'inflation assez bas.

C. Les modèles de crises de la troisième génération

Suite aux insuffisances soulevées dans les modèles des deux premières générations de crises, une troisième génération de modèles est apparue nécessaire pour expliquer les crises de l'Asie du Sud-est (1997), de la Russie (1998), du Brésil (1999) ou, plus tard de la Turquie et de l'Argentine (2001-2002).

Selon Krugman (2001)¹²⁸, ces modèles de crises de la troisième génération sont apparus avec la crise asiatique de 1997. Ils sont connus par les crises jumelles « *twin crisis* ».

Dans ces crises de types nouvelles, le système de change fixe, à ancrage rigide, joue un rôle perturbateur. Ce système a permis, dans un premier temps, aux pays touchés par ces crises d'emprunter des sommes considérables à taux fixe. Cela a engendré une surliquidité de l'économie et une hausse des prix mettant en cause leur compétitivité qui fait anticiper une dépréciation de la monnaie locale.

Lorsque la crise a été amorcée, ces capitaux ont contraint la Banque Centrale à épuiser rapidement ses réserves de change et à accepter la dévaluation par le passage à des changes plus flexibles. Cette crise de change a été généralement suivie à une crise bancaire. Il s'agit, donc, des crises jumelles.

C'est pourquoi les modèles de la troisième génération ont privilégié l'idée des crises jumelles associant les crises de change et les crises bancaires sur fond de capitalisme de connivence et d'aléa moral. La différence avec les modèles de la première et la deuxième génération, les modèles de la troisième génération se basent sur le jeu de l'aléa moral et du capitalisme de connivence pour expliquer les crises récentes.

De plus, la libéralisation financière non accompagnée d'une régulation prudentielle adéquate a donné naissance à une troisième génération de crise. Elle a créé une interdépendance entre les créanciers étrangers, qui n'étaient pas exclusivement des banques, et les débiteurs locaux, qui étaient des agents privés. L'ancrage nominal du change a favorisé l'endettement en devises des banques locales.

C'est alors que ces crises se révèlent dans des économies où la dégradation des fondements macro-économiques ne justifie leur ampleur mais certains facteurs

¹²⁸ Krugman P. (2001), « *Crises: The Next Generation?* », Razin Conference, Tel Aviv University, 25-26 mars. Disponible sur <http://econ.tau.ac.il/research/sapir/Krugman.pdf>

micro-économiques deviennent déterminants. Il s'agit d'une résultante de la combinaison de comportements micro-économiques à risque et une dimension autoréalisatrice.

Les modèles de troisième génération existants ne lient pas de façon cohérente crise de change et crise bancaire et ils privilégient de modéliser l'une des crises tout en répliquant de façon pertinente les principaux faits empiriques de crises financières récentes. Pour cela, on observe des modèles de crises bancaires et des modèles de crises de change doublés d'une crise bancaire ou boursière.

a. Les modèles de crises bancaires

La modélisation des crises bancaires est apparue avec le modèle de Diamond & Dybvig (1983)¹²⁹ qui a permis aux nombreux modèles, par la suite, d'expliquer la crise asiatique, en particulier. Par contre, les crises de change sont vues comme une conséquence obligée de la crise bancaire dans un système de changes fixes.

La fixation sur le *secteur* bancaire pour expliquer la crise est confortée par l'idée de Kaminsky & Reinhart (1999)¹³⁰, qui prévoit que ce secteur prête une attention particulière dans l'explication des crises du fait de son rôle important dans le financement des économies émergentes.

i. Les modèles des fluctuations des capitaux

Après la crise asiatique, Furman & Stiglitz (1998)¹³¹ proposent une modélisation inspirée du modèle de Stiglitz & Weiss (1981)¹³². Les deux

¹²⁹ Diamond D. & Dybvig P.H. (1983), « *Bank Runs, Deposit Insurance and Liquidity* », *Journal of Political Economy*, n° 91, pp. 401-419.

¹³⁰ Kaminsky G.L. et C.M. Reinhart (1999), « *The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems* », *American Economic Review*, n° 89, pp. 473-500. Disponible sur <http://www.puaf.umd.edu/faculty/papers/reinhart/bank3.pdf>

¹³¹ Furman J. & J.E. Stiglitz (1998), « *Economic Crises: Evidence and Insights from East Asia* », *Brookings Papers on Economic Activity*, n° 2.

auteurs de ce modèle étudient le phénomène « *aller-retour* » ou « *boom bust* » des flux de capitaux. Dans ce modèle, les investisseurs internationaux ne sont pas conscients à priori du niveau réel d'endettement des entreprises des pays émergents. Au moment du déclenchement de la crise, les prêteurs révisent les termes de l'octroi des prêts aux pays émergents selon leur dette extérieure globale en exigeant, en conséquence, une hausse de la prime de risque. Un accroissement du taux d'intérêt créditeur réduit la rentabilité moyenne des banques et les obligent à adopter un comportement de rationnement du crédit à l'égard des entreprises domestiques. Par la suite, le taux optimal débiteur, celui qui maximise l'espérance de rendement des prêts, diminue et si les investisseurs étrangers disposent d'un rendement alternatif supérieur, il y aura, alors, retrait et non renouvellement des prêts aux pays émergents.

Dans la vision de Furman & Stiglitz (1998), la crise n'est que la conséquence d'un simple réaménagement des portefeuilles des investisseurs internationaux. Ce débat sur la relation du crédit dans le déclenchement de la crise développée par Furman & Stiglitz (1999) a été repris par Agenor & *al.* (2000) et par Ito & Pereira da Silva (1999)¹³³.

ii. *Les modèles de l'aléa moral*

Les premiers modèles qui cherchent à identifier les causes de la crise bancaire se focalisent sur le phénomène de l'aléa de moralité lié à la demande de crédit. Mac Kinnon (1998) & Krugman (1998)¹³⁴ montrent que le fort endettement des banques domestiques induit par l'aléa de moralité a permis une sorte de subvention « *cachée* » à l'investissement des entreprises. Ensuite, ces modèles expliquent que face aux pertes continues et croissantes de ces entreprises, les États y retirent ses garanties implicites. Ce qui déclenche la crise.

¹³² Stiglitz J. & Weiss A. (1981), « *Credit Rationing in Markets with Imperfect Information* », *American Economic Review*, N° 71, pp 393-410.

¹³³ Ito T. & Pereira da Silva L. (1999), "The Credit Crunch in Thailand during the 1997-98 crisis: Theoretical and operational issues the JEXIM survey", *EXIM Review*, vol. 19, no. 2, 1999: 1-40.

¹³⁴ Krugman P. (1998), « *Saving Asia: It's Time to Get Radical* », *Fortune*, n° 09/07/1997.

Les intermédiaires financiers n'avaient pas de rôle économique et leur seul objectif est la recherche du profit qui résulte du crédit. Mishkin (1992)¹³⁵ a mis en avant l'idée que les effets négatifs des crises sur la croissance économique entraînent interruption des activités productives financées par les intermédiaires financiers. De plus les banques n'ont rien à perdre de la faillite des entreprises domestiques et le secteur privé. Ce qui conduit à un comportement fondée sur *Pangloss value*. Ce comportement a été identifié par Krugman (1998) dans les comportements des banquiers asiatiques.

Ces modèles liés à l'aléa de moralité sont fortement critiqués en annonçant qu'ils ne peuvent à eux seuls d'expliquer les crises bancaires et les crises financières. Radelet & Sachs (1998)¹³⁶ expliquent que les modèles fondés sur l'aléa de moralité ne peuvent expliquer l'expansion avant la crise, de toutes les formes d'investissement dans les économies asiatiques. Aussi, l'autre critique considère que l'aléa de moralité ne constitue pas l'unique explication des crises financières récentes. Ce qui fait que le mieux serait de mettre la relation avec d'autres aspects de la crise.

Beranger et al. (2001)¹³⁷ ont contribué par une étude mettant en relation l'aléa de moralité et le crédit international. Ils ont étudié l'offre de crédit international afin de déchiffrer les causes des fluctuations brutales « *phénomène d'aller-retour* » des flux de capitaux étrangers à destination des pays étrangers. A travers la fonction d'offre de crédit international, ils ont mis en lumière l'existence de cycles de crédits associés aux cycles de capital dans les pays émergents.

Selon leur vision, l'aléa de moralité constitue une sorte d'option de vente « *put option* » qui varie en valeur avec le cycle de crédit et le risque associé au portefeuille de crédits bancaires. De plus, l'aléa de moralité est susceptible

¹³⁵ Mishkin F.S. (1992), « *Anatomy of a Financial Crisis* », NBER Working Paper, N° 6680, Cambridge, MA.

¹³⁶ Radelet S. & Sachs J. (1998), « *The Onset of the East Asian Financial Crisis* », NBER Working Paper, n° 6680, août. Disponible sur <http://papers.nber.org/papers/w6680.pdf>

¹³⁷ Béranger, F. & al. (2001), « *Bâle II : une nouvelle approche réglementaire du risque de crédit. Quels impacts sur les marchés de crédit émergent ?* », *Étude-Marchés Emergents* 1, Caisse des Dépôts et Consignations, juin 2001.

d'engendrer un autre phénomène sur les marchés financiers : des équilibres multiples concernant aussi bien le volume des flux de capitaux que le prix de crédit. Il s'agit d'une situation de surendettement d'une économie émergente où les investisseurs commencent à mettre en doute la détermination du gouvernement à garantir la totalité des dettes. Dans une logique autoréalisatrice, les flux de crédit peuvent vite se retirer et faire croître le *spread* moyen.

Une vision alternative à celle fondée sur l'aléa de moralité est celle qui met en avant le rôle de la fragilité financière des pays émergents dans le déclenchement de la crise.

iii. Les modèles de la fragilité financière

Un certain nombre de modèles mettent en avant l'aspect de fragilité financière pour expliquer les crises bancaires. Radelet & Sachs (1998)¹³⁸ présente le premier modèle. Ils montrent qu'en dépit de la bonne qualité des investisseurs, les pays asiatiques souffraient d'une fragilité financière qui les rendait vulnérables au pessimisme auto-réalisateur des créanciers internationaux.

Chang & Velasco (1998 b)¹³⁹ démontrent, ensuite, que la fragilité financière se manifeste dans les banques quand ils n'auront plus de liquidité. Ils essayent de modéliser cette fragilité financière à travers un modèle conventionnel de crise de liquidité bancaire. Ce modèle a comme point de départ le modèle de référence de Diamond & Dybvig (1983) qui ont formalisé pour la première fois le problème d'illiquidité bancaire, à travers une configuration d'équilibres multiples.

Dans ce modèle, ils illustrent une banque à la Diamond et Dybvig (1983) ouverte à l'extérieur, c'est-à-dire la banque accorde aux entreprises

¹³⁸ Radelet S. & Sachs J. (1998), « *The Onset of the East Asian Financial Crisis* », *NBER Working Paper*, n° 6680, Août 1998.

Disponible sur <http://papers.nber.org/papers/w6680.pdf>

¹³⁹ Chang R. & Velasco A. (1998 b), « *Financial Crises in Emerging Markets : A canonical model* », *NBER Working Paper* N° 6606, juin, Cambridge, MA. Disponible sur <http://www.econ.nyu.edu/cvstart/working/1998/RR98-21.pdf>

domestiques des crédits qui disposent chacune d'une dotation W_0 et leur rentabilité R à la deuxième période est conditionnée d'un apport supplémentaire a en $t = 1$ afin de compenser les conséquences d'un choc négatif à probabilité γ .

A partir cette illustration, les deux auteurs se demandent que se passe-t-il si les agents se décident à effectuer leurs retraits dès la fin de la première période ? Trois cas sont identifiés par les deux auteurs :

- seuls les déposants qui ont besoin de liquidités retirent des dépôts. Les retraits sont d'un montant de $b = \gamma a$. Ce cas ne pose pas de problème pour la banque ;
- même si tous les déposants domestiques retirent leurs dépôts, la banque conserve suffisamment de ressources (on suppose que a est également le montant de dépôts que potentiellement chaque déposant peut retirer). Si au bout de la première période la banque reste solvable, alors qu'en $t = 2$ elle encaisse les revenus des projets sur lesquels elle paye les déposants et les créanciers étrangers.

$$a < b + rk$$

- il peut y avoir un *bank run*¹⁴⁰, si les déposants qui n'ont pas besoin de liquidité retirent leurs dépôts, les autres vont le faire également, le plus vite possible puisque les derniers dans la file d'attente ne recevront rien.

$$a > b + rk$$

Cette illustration décrit que s'il y a, de plus, un risque de *bank run* domestique, il y a également un risque de défaut sur la dette extérieure. Si le *bank run* a lieu, la banque est laissée sans ressources et elle ne peut pas rembourser sa

¹⁴⁰ *Bank run* signifie une ruée bancaire ou panique bancaire, c'est-à-dire un phénomène, souvent auto-réalisateur, dans lequel un grand nombre de clients d'une banque craignent qu'elle ne devienne insolvable et en retirent leurs dépôts le plus vite possible.

dette extérieure. Cette condition $a > b + rk$ est, en effet, la condition d'illiquidité internationale de la banque, puisque, si tous les déposants se présentent au guichet, la banque ne peut pas faire face aux demandes de retrait de fonds. C'est une condition non seulement nécessaire mais également suffisante à l'existence d'un équilibre de *bank run*.

Selon Chang & Velasco (1998b)¹⁴¹ concluent que cette fragilité financière résulte d'un système financier qui présente des dettes potentielles à court terme libellées en devises dont le montant excède celui des actifs très liquides en devises qu'il est possible de mobiliser à tout instant. Cette situation financière engendre un défaut de liquidités internationales et qui est associée à l'occurrence des crises auto réalisatrices.

Les deux auteurs estiment toujours que la libéralisation financière et les fortes entrées de capitaux à court terme sont susceptibles d'aggraver le problème d'illiquidité et d'accroître la vulnérabilité des systèmes bancaires des pays émergents à des chocs extérieurs et à des changements dans l'état de confiance des investisseurs internationaux. La faillite d'une banque multiplie les effets négatifs du choc initial et engendre du « *credit squeeze* »¹⁴² et la liquidation d'actifs. Ce qui a un impact défavorable sur la production et sur les prix des actifs.

Ce qui est reproché de manière générale aux modèles de *bank run* inspirés par Diamond & Dybvig (1983) est l'absence d'événement qui produit la rupture des anticipations des agents et le passage d'un bon équilibre à un équilibre de crise.

Ces modèles de fragilité financières sont critiqués sur deux aspects. D'une part, ils ignorent l'existence des compétences spécifiques des banques et des relations avec la clientèle et, d'autre part, ils supposent que les entreprises

¹⁴¹ Chang R. & Velasco A. (1998 b), « *Financial Crises in Emerging Markets: A canonical model* », *NBER Working Paper* N° 6606, juin 1998, Cambridge, MA.

¹⁴² « *Credit squeeze* » est une mesure gouvernementale visant à limiter l'offre de crédit dans l'économie, en vue de freiner l'inflation en contrôlant la croissance dans l'offre de l'argent. Deux exemples de *squeeze* de crédit comprennent la restriction des prêts bancaires et des ventes de crédit, et en augmentant les taux d'intérêt.

domestiques étaient particulièrement saines. Si leurs hypothèses étaient vraies, une fois le *bank run* terminé, on aurait dû assister à une forte reprise des prêts étrangers qui fournissent la liquidité souhaitée. Selon ces critiques, ces modèles sont mal adaptés à la situation des économies asiatiques.

iv. *Les modèles de la qualité des projets d'investissement financés par les banques domestique*

Les adeptes de ces modèles considèrent que les crises financières récentes ne constituent pas uniquement un exemple typique de panique bancaire dans lequel le problème de l'illiquidité détient le rôle essentiel. La nature de nouvelles crises financières est beaucoup plus complexe.

Bernanke (1983)¹⁴³, Diamond & Rajan (1998) montrent que les banques domestiques dans les pays émergents ont subi un choc non anticipé qui a détérioré les relations normales entre prêteurs et emprunteurs. Cette vision considère que la cause majeure de la crise devrait être recherchée dans la relation de crédit entre banques et entreprises domestiques.

La crise provient non pas de l'endettement de court terme du secteur bancaire, c'est-à-dire le problème d'illiquidité chez Chang & Velasco, mais de la mauvaise qualité et de l'illiquidité des projets d'investissement gérés par les banques ainsi que de l'épuisement des capacités d'endettement du secteur bancaire domestique.

La fonction traditionnelle des banques est celle de financer des actifs illiquides de long terme par des dépôts volatils à court terme. Cette transformation de maturités rend les banques structurellement fragiles et sensibles aux paniques auto-réalisatrices des déposants. Ce risque d'illiquidité est inhérent au mode de fonctionnement des banques.

Ces modèles sont une réponse aux comportements constatés pendant la crise asiatique. Les banques accordent des prêts pour financer des projets mis en

¹⁴³ Bernanke B.S. (1983), «*Non-Monetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression*», NBER Working Paper N° 1054 Janvier, Cambridge MA.

œuvre par des entreprises illiquides. En même temps, les investisseurs internationaux financent ces banques par des fonds à court terme.

Le système bancaire est devenu plus vulnérable aux crises financières lorsqu'un effet déclencheur de la crise surgit. Il s'agit de la dégradation progressive de la qualité des projets d'investissement financés par les banques domestique.

La vision de ces modèles étaient, donc, que la crise bancaire est déclenchée par un choc quelconque qui allonge les échéances de paiement des *cash flows* des projets d'investissements financés par la banque.

v. *Les modèles de la qualité du système financier*

Il existe de nouveaux modèles de crises bancaires. Irwin & Vines (2001)¹⁴⁴ interprète différemment les crises financières récentes. Selon ces deux économistes, l'organisation des systèmes financiers des pays émergents peut produire des comportements des institutions financières qui aboutissent à l'effondrement du secteur bancaire ainsi qu'à une crise de change.

Leur modèle essaye de formaliser le phénomène d'aléa de moralité induit par l'environnement institutionnel. La crise est née d'un problème de déséquilibre du système financier sans lien avec les fondamentaux macroéconomiques. Irwin & Vines (2001) ramènent la crise internationale au problème de mauvais fonctionnement du système financier, particulièrement bancaire. Ils concluent que la crise est le produit de l'instabilité du système bancaire.

Les deux auteurs mettent en avant la relation entre les systèmes financiers des pays émergents et l'investissement. Ils procèdent à une étude de l'évolution de la solvabilité du système financier. Dans leur modèle, ce sont les banques autochtones qui détiennent une place prééminente au centre du système financier. Celles-ci se lancent dans une course à l'investissement, confortées par les garanties- dépôts de la part du Gouvernement et de son engagement de prêteur en dernier ressort national.

¹⁴⁴ Irwing G. & Vines D. (2001), « *Government Guarantees, Investment and Vulnerability to Financial Crises* », *CEPR Working Paper*.

A travers ce modèle, ils identifient les facteurs susceptibles de créer une vulnérabilité des systèmes financiers émergents aux crises de type nouveau, à savoir :

- les garanties implicites ou explicites de la part du Gouvernement créent un phénomène d'aléa de moralité qui conforte l'investissement massif, voire le surinvestissement dans l'économie concernée ;
- de forts leviers d'endettement qui accentuent le problème de surinvestissement et accroît le risque perçu par les investisseurs internationaux. Le secteur financier autochtone devient extrêmement vulnérable aux changements dans l'état de confiance des investisseurs étrangers.

b. Les modèles de crise de change doublés de crise bancaire (*twin crisis*)

La relation empirique entre crise bancaire et crise de change est aujourd'hui bien établie. Même avant la crise asiatique, Gavin & Hausmann (1996)¹⁴⁵ analysaient déjà la relation entre les phases d'expansion du crédit (*lending boom*) et les crises financières en Amérique Latine. Dans leur article, Goldfajn & Valdes (1997)¹⁴⁶ étudient des expériences récentes de crise bancaire et de balance de paiements en Finlande, Mexique, Suède et Chili. Ils suggèrent que l'activité d'intermédiation financière, qui implique une transformation des maturités, favorise les entrées de capitaux mais en même temps accroît la probabilité d'occurrence d'une panique bancaire (*bank run*) généralisée. La faillite du système bancaire conduit à l'épuisement des réserves de change de la

¹⁴⁵ Gavin M. et R. Hausmann (1996), « The Roots of Banking Crises: The Macroeconomic Context », in *Banking Crises in Latin America*, Hausmann et Rojas-Suarez (eds), Baltimore, Johns Hopkins University Press, pp. 27-63.

¹⁴⁶ Goldfajn I. et R.O. Valdés (1996) : « The Aftermath of Appreciations », *NBER Working Paper*, n° 5650, juillet. Disponible sur <http://www.nber.org/papers/w5650.pdf>

Banque Centrale puisque les créanciers étrangers exigent les fonds en devises déposés auprès des banques autochtones.

Kaminski & Reinhart (1999)¹⁴⁷ ont, aussi, essayé de mettre en lumière la relation entre crises bancaires et crises de change. Les auteurs trouvent que dans les années 70, lorsque le système financier était strictement régulé dans beaucoup de pays, les crises de change n'étaient pas accompagnées des crises bancaires. Cependant, après la libéralisation financière des années 80, crises bancaires et de change sont devenues étroitement liées.

Suite à des études empiriques, Kaminski & Reinhart (1999) montrent que les crises bancaires constituent des indicateurs avancés des crises de change. En effet, ce qui compte dans leur vision est la cause commune des deux types de crise, à savoir la baisse des prix des actifs, due, soit à la récession, soit à une détérioration des fondamentaux. Parfois, cette baisse des prix d'actifs fait partie d'un cycle de *boom/bust* qui accompagne le processus de libéralisation financière.

La crise asiatique a révélé le phénomène des crises jumelles « *twin crisis* ». Cela a suscité un intérêt particulier chez les théoriciens pour interpréter et expliquer leur survenue. Burnside, Eichenbaum et Rebelo (2000) définissent les crises jumelles (*twin crisis*) en tant qu'une occurrence conjointe d'une détérioration des fondamentaux et des prophéties auto-réalisatrices.

Krugman (1998)¹⁴⁸ relève deux facteurs qui ont été omis dans les modélisations précédentes, à savoir le rôle des bilans des entreprises dans la détermination de leur capacité de financement ainsi que le rôle des flux de capitaux et leur impact sur le taux de change réel. Selon lui, les entreprises des pays émergents d'Asie étaient à priori solvables. Leur faillite s'explique par la baisse de l'investissement qui a engendré une récession sévère et par la dépréciation de la monnaie, suite aux sorties des capitaux étrangers.

¹⁴⁷ Kaminsky G.L. et C.M. Reinhart (1999) : « The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems », *American Economic Review*, n° 89, pp. 473-500. Disponible sur <http://www.puaf.umd.edu/faculty/papers/reinhart/bank3.pdf>

¹⁴⁸ Krugman P. (1998), " Saving Asia : It's Time to Get Radical ", *Fortune*, n° 09/07/1997.

L'idée de Krugman est qu'un événement quelconque a provoqué le pessimisme soudain des prêteurs et a fait passer l'économie du bon équilibre à l'équilibre de crise. A l'instar de Chang & Velasco (1998a)¹⁴⁹ (1998b)¹⁵⁰, il met en avant la fragilité financière du secteur privé.

Chang & Velasco (1998 a) étudient la fragilité financière, les crises de change ainsi que la politique monétaire dans un modèle en économie ouverte avec des banques à la Diamond & Dybvig (1983). Le rôle de la fragilité financière dans les crises financières a été modélisé également par Chari & Kehoe (1997), Goldfajn & Valdes (1997)¹⁵¹.

Corsetti, Pesenti & Roubini (1998)¹⁵² développent un modèle de crise financière et de change induite par l'aléa de moralité. Leur interprétation des origines de la crise asiatique se focalise sur l'aléa de moralité en tant que source commune à la fois du surinvestissement, de l'excès d'endettement extérieur et des déficits de compte courant dans une économie mal régulée et mal supervisée. Dans leur modèle, les agents prennent des décisions comme si leurs investissements financiers et réels étaient assurés par des garanties publiques implicites.

A l'origine de la crise se trouve, dans la vision de Corsetti et al. (1998) un réseau de distorsions structurelles et de faiblesses fondamentales. L'aléa de moralité est induit à la fois par la stabilité du régime de change mais également par les garanties publiques implicites dont bénéficient les créanciers internationaux.

¹⁴⁹ Chang R. & Velasco A. (1998a), "*Financial fragility and the exchange rate regime*", *NBER Working Paper* N° 6469, mars, Cambridge MA.

¹⁵⁰ Chang R. & Velasco A. (1998b), "*Financial Crisis in Emerging Markets : A canonical model*", *NBER Working Paper* N° 6606, juin, Cambridge MA.

¹⁵¹ Goldfajn I. et R. Valdes (1997), «Capital Flows and the Twin Crises: The Role of Liquidity», IMF WP/97/87.

¹⁵² Corsetti G., P. Pensenti et N. Roubini (1998) : « Paper Tigers? A Model of the Asian Crisis », *NBER Working Paper*, n° 6783, novembre. Disponible sur <http://papers.nber.org/papers/w6783.pdf>

Dekle & Ketzer (2001)¹⁵³, Dooley (2000), Burnside, Eichenbaum & Rebelo (1999), Chinn & Ketzler (2000) ont formulé des modèles de crise bancaire et de change similaire à ceux de Corsetti & al. (1998). On retrouve, ainsi, ce même mécanisme de crises jumelles.

Dekle & Ketzer (2001) développent un modèle d'intermédiation financière des flux de capitaux étrangers fondé sur les coûts d'agence. A l'équilibre de l'économie, le système bancaire devient de plus en plus fragile en présence de régulations prudentielles inadéquates et des garanties publiques implicites jusqu'à ce qu'une crise éclate, suivie d'un retrait brutal des capitaux. La crise évolue de manière endogène lorsque le secteur bancaire devient de plus en plus vulnérable. Le modèle met en lumière des relations dynamiques entre les flux de capitaux étrangers, l'investissement domestique, les dettes des entreprises et les fonds propres bancaires dans un modèle de croissance endogène.

Les modèles de Dekle & Ketzer (2001), Dooley (2000), Burnside, Eichenbaum & Rebelo (1999) sont, aussi, pertinents pour illustrer les crises jumelles. Ils sont considérés comme des modèles appropriés dans le cas de la Corée où les banques jouent un rôle majeur dans le financement de l'économie.

Les nombreux modèles évoqués dans le cadre d'analyse des modèles de crises de la première, de la deuxième et de la troisième génération n'ont pas réussi à donner une explication parfaite des crises financières. Pour cela, on s'intéresse aux théories des imperfections des marchés financiers pour mesurer l'effet des comportements des acteurs dans ces marchés sur le déclenchement des crises.

III. Les théories des imperfections des marchés financiers

Ces théories présentent d'autres pistes de réflexions sur l'éclatement des crises financières. Ils révèlent que le fonctionnement des marchés financiers est

¹⁵³ Dekle R. & Keltzer K. M. (2001), " *Domestic Bank Regulation and Financial Crises : Theory and Empirical Evidence from East Asia* " NEBER Working Paper N° 8322, juin, Cambridge, MA.

nature du fonctionnement de ces marchés génère une logique qui est, selon ces théories, responsable dans l'apparition des crises financières.

- les théories des difficultés d'évaluation des actifs financiers ;
- les théories de la procyclicité de la prise de risque dans les marchés financiers ;
- les théories d'effet de résonance entre la procyclicité du crédit et les actifs financiers.

A. Les théories liées aux difficultés d'évaluation des actifs financiers

Cette théorie s'intéresse sur les difficultés de l'évaluation des actifs financiers dans un environnement marquée par l'incertitude. En effet, les revenus futurs des différents placements que les différentes méthodes et des techniques d'évaluation sont constamment sujette à débat car la fiabilité et la crédibilité de ces résultats obtenus par l'application de ces méthodes de l'évaluation est très discutable et mise en doute.

Ce débat a fait naître plusieurs approches qui avancent des explications sur la défaillance des techniques de l'évaluation financière et justifier, de même, les principes et les fondements qui en font les bases théoriques. Le principal souci de ces approches est de réduire au mieux l'incertitude qui caractérise ces évaluations dans les marchés financiers.

Principalement, ils sont trois approches : l'approche conventionnelle de l'évaluation (Keynes, 1936 et 1937)¹⁵⁴, l'approche autoréférentielle (Orléan 1988 et 1999)¹⁵⁵ et l'approche comportementale (Hirshleifer 2001, Shleifer 2000)¹⁵⁶.

¹⁵⁴ Keynes J. M. (1969), *"La théorie générale de l'emploi de l'intérêt et de la monnaie"*, Editions Payot, Traduction de General Theory, London, Mac Millan et C°, 1936.

¹⁵⁵ Orléan A. (1999), *"Le pouvoir de la finance"*, Paris, Edition Odile Jacob

¹⁵⁶ Shleifer A. (2000), *"Inefficient market – An introduction to behavioral finance"*, Oxford, New York, Oxford University Press.

a. L'approche conventionnelle

Dans la pratique de l'évaluation, deux procédures sont considérées :

- soit les agents procèdent à leur propre analyse de la valeur qu'ils attribuent à un projet,
- soit ils observent l'évaluation des autres intervenants sur le marché pour en déduire leur propre jugement.

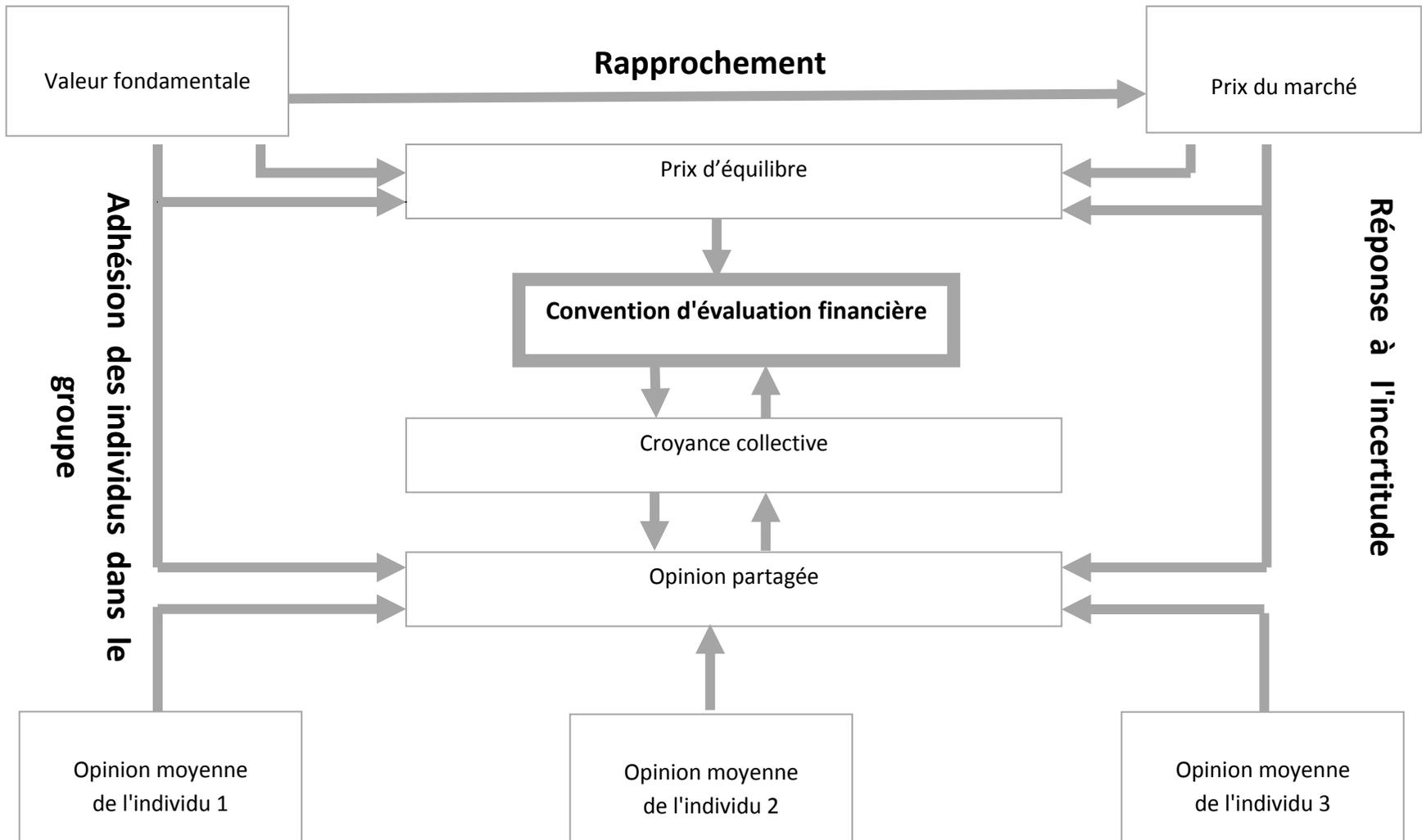
De ces deux procédures, on distingue la valeur fondamentale du prix du marché. La première devrait gouverner le choix des investissements en actualisant un flux de recettes nettes sur l'ensemble de la durée du projet. La seconde prend en compte la possibilité d'achat-vente du fait des forces et de la liquidité d'un marché des actifs.

La procédure concrète dans les marchés financiers démontre, dans ce cas, que même les fundamentalistes auront à tenir compte de la valeur de marché et ils livrent un rendement au moins égal à celui du marché. Cette pratique conduit à un prix d'équilibre entre les deux procédures d'évaluation et elle équivaut à une convention d'évaluation.

Les économistes Keynes (1936) et Orléan (1999), sont les premiers à "*privilégier cette approche de la finance et qui fait recours au concept de convention*"¹⁵⁷. Ils insistent sur le caractère conventionnel des anticipations et de l'évaluation financière. Ainsi, ils présentent cette convention non pas comme une irrationalité des investisseurs ou une limitation de leurs capacités mais une opportunité de reposer leurs évaluations autour d'un consensus sur les éléments fondamentaux. Ils proposent, de ce fait, une logique propre à cette approche qu'on reproduit dans le schéma n° 05.

¹⁵⁷ Gobillard B. (2004), "*Incertitude, apprentissage social et évaluation financière conventionnelle*", CEPREMAP et FORUM (Université de Paris X - Nanterre), Mai 2004, P. 10.

Schéma n° 05 : Représentation de l'approche conventionnelle d'évaluation financière



Source : élaboré par l'étudiant

Dans les travaux de Keynes (1936)¹⁵⁸, on retient la présence de l'idée de « *l'économie de la convention* » mais on retiendra dans ces propos qu'il insiste sur « *l'évaluation conventionnelle* » plutôt que « *la convention financière* ».

Pareillement, Orléan (1999)¹⁵⁹ avance la notion de la convention comme étant un moyen qui peut stabiliser la logique spéculative dans le marché. Il considère qu'elle peut être une réponse à l'incertitude qui porte sur un événement particulier ou sur le futur.

Selon ces deux économistes, la convention de l'évaluation repose essentiellement sur quelques principes simples qu'on résume comme suit¹⁶⁰ :

- il s'agit d'une croyance collective au sens d'une opinion partagée ;
- la convention a un rôle créateur parce qu'elle est constitutive de croyance sur l'avenir ;
- c'est une croyance qui porte en elle l'idée que l'opinion actuelle est la bonne opinion.

Le premier principe met en relation la croyance collective à la convention de l'évaluation. Cette relation explique que l'adhésion des individus à jugement sur un aspect ou plusieurs aspects qui constituent l'évaluation d'actifs financiers permet de partager une opinion collective et traduit une croyance collective.

Le deuxième principe conçoit la convention sur l'évaluation financière comme étant une réponse à l'incertitude par la création de la croyance collective. Cette dernière produit des informations sur l'avenir qui permettent aux groupes d'individus intervenants dans les marchés financiers de trouver des points de repères qui le sortent de l'incertitude à l'intérieur de laquelle il se trouve plongée initialement. Le dernier principe présente l'opinion actuelle, partagée, qui fait l'objet de la croyance collective, comme forcément la bonne opinion. Certainement le consensus autour de cette opinion contraint l'individu qui a

¹⁵⁸ Keynes J. M. (1969), « La théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie », Edition Payot, Traduction de General Theory, London, Mac Millan et C°, 1936.

¹⁵⁹ Orléan A. (1999), "*Le pouvoir de la finance*", Paris, Edition Odile Jacob.

¹⁶⁰ Idem, p. 11.

une opinion particulière imprécise sur le futur du à l'absence d'information pour la considérer comme la bonne opinion. Par ces fondements, les prédicateurs de cette approche réclament la convention comme étant le guide de toutes les évaluations financières pour réduire une partie de l'incertitude.

Mais, la question du choix d'adhésion des individus à cette convention est posée et suscite des critiques à cette approche conventionnelle. Certaines analyses critiquent cette idée en évoquant la question de la rationalité des acteurs. Il y a ceux qui pensent, tout simplement, que la convention n'est pas nécessairement objective parce « *qu'il ne s'agit ni d'une loi naturelle ni d'un résultat prouvé par la science. Elle consiste seulement en une proposition quelconque à laquelle une communauté d'acteurs adhère. Elle est nécessairement contextuelle, située dans le temps et dans l'espace* »¹⁶¹.

Il y a, aussi, qui relèvent que les individus adhèrent à la convention non pas en tant que processus arbitraire mais le résultat d'une dynamique collective. La croyance collective dans la convention trouve ses justifications dans les comportements d'agents rationnels qui cherchent au mieux de leurs possibilités à comprendre l'avenir.

Le schéma n° 06 montre que la convention d'évaluation peut être considérée comme le résultat d'un processus arbitraire qui s'impose aux individus.

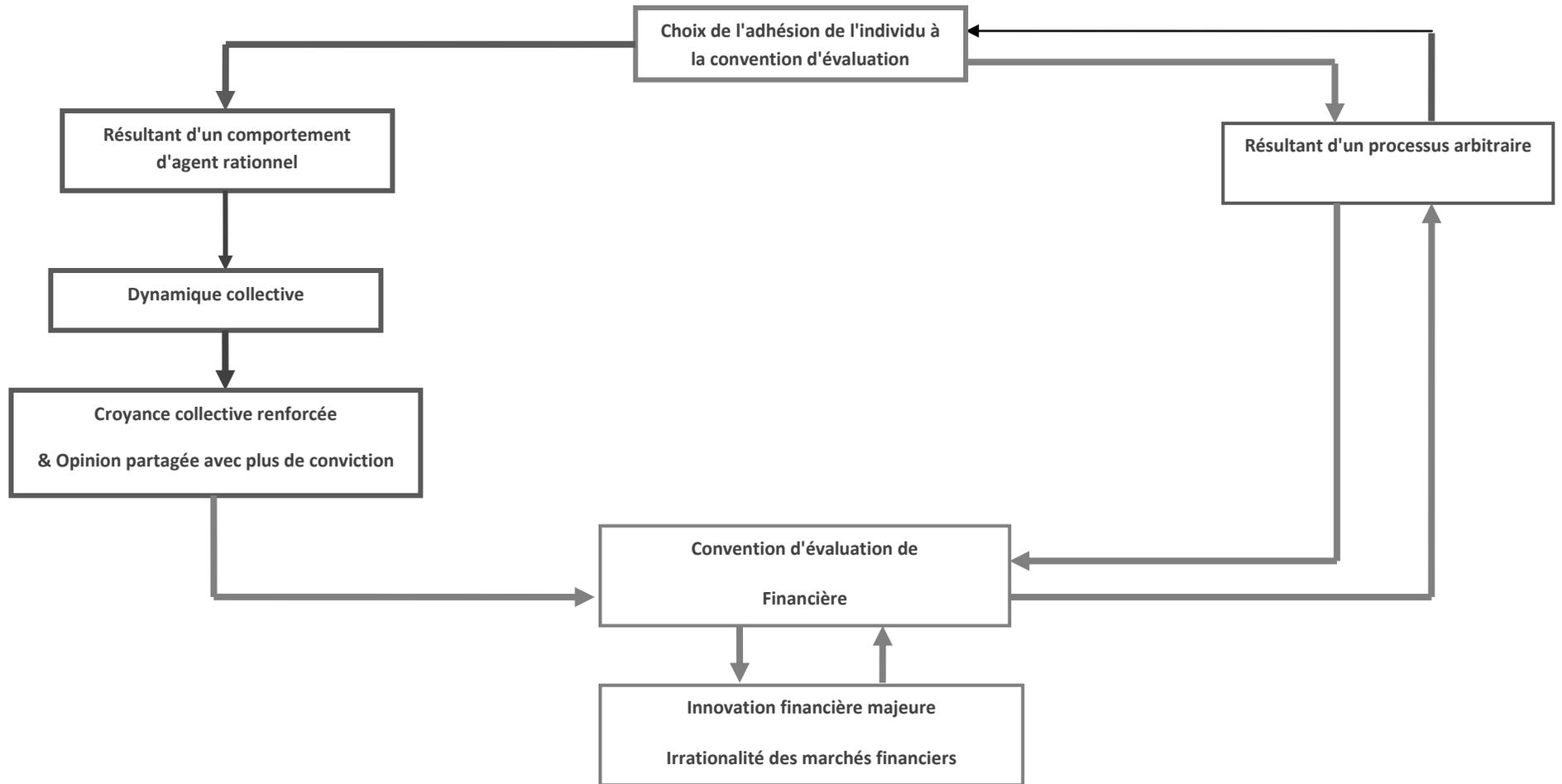
L'autre reproche à cette hypothèse de la convention concerne le comportement des individus particulièrement où l'incertitude est extrêmement forte au moment de l'apparition des innovations. Les interrogations se concentrent dans la constitution des opinions collectives qui soutiennent la croissance des cours en certaines périodes.

En s'appuyant sur les travaux de Shiller (2000)¹⁶², on peut relever que ces situations d'incertitude spécifiques, qui conduisent à l'apparition d'une

¹⁶¹ Tadjeddine Y. (2004), "Les gérants d'actifs en action : l'importance des conventions dans la décision financière" *Miméo*, FORUM, Université Nanterre, p. 04.

¹⁶² Shiller Robert J. (2000), "*Irrational exuberance*", Princeton, New Jersey, Princeton University Press, p.52.

Schéma n°06 : Illustration du processus de l'adhésion de l'individu à la convention d'évaluation financière



Source : établie par l'étudiant

innovation à l'intérieur du système économique et social, sont porteuses d'une problématique. Une innovation majeure est, par définition, potentiellement radical et susceptible de modifier en profondeur les rapports économiques et sociaux. De cela, elle confronte les acteurs à une évaluation nouvelle. C'est à partir de ce constat que des problématiques apparaissent quant à la construction de raisonnement menant à une croyance collective.

Dans la mise en place d'un modèle d'évaluation nouveau, les enseignements et les informations sur le passé sont d'une utilité relativement limitée. Même le comportement humain en réaction à ces innovations financières n'est pas suffisamment connu d'avance pour construire une opinion précise.

Pourtant, un individu rationnel doit disposer d'une représentation suffisante de son milieu pour rejoindre le groupe dans sa croyance collective. Il cherche à construire sa propre interprétation ou modèle d'évaluation de l'impact de cette innovation sur l'évolution des cours et des prix des actifs financiers. Ce qui n'est le cas dans toutes les situations où il y a absence totale d'informations et, parfois, des statistiques erronées sur l'état des marchés financiers.

Dans cette approche, la mise en place d'une dynamique collective où chaque individu dans le groupe apporte son interprétation, qualifiée d'opinion moyenne, est créatrice de l'opinion du groupe et de croyance qui constitue la convention partagée par tous. Seulement, la convention se voit, dans ces circonstances, conçu sur la base d'un certain nombre d'opinions moyennes imprécises et arbitraires qui n'explique pas comment se fixe les prix des innovations financières.

Ces insuffisances sont repris et expliquées par une autre approche. Celle de l'approche autoréférentielle.

b. L'approche autoréférentielle

Les analystes financiers distinguent, plus particulièrement, deux approches : fondamentalistes et autoréférentielle. Dans la première, les investisseurs cherchent à déterminer leurs évaluations par des principes de valorisation.

Alors, ils essayent de prévoir l'évolution des cours en utilisant des lois naturels, des principes généraux et des lois et modèles économiques purement fondamentale. De cela, ils créent une dynamique des prix.

Tadjeddine (2000)¹⁶³ considère que ces deux approches conçoivent deux configurations qui influencent la formation du prix sur le marché financier. Dans la première configuration, l'individu estime que le prix d'équilibre dépend de la valeur réelle de la firme, définie comme sa capacité à générer des profits ou à redistribuer des dividendes. Pour anticiper ce que sera le prix futur, l'individu doit estimer ce que sera cette valeur. Dans cette configuration fondamentaliste, l'individu croit à une formation objectivée des prix, alors même que son évaluation individuelle repose sur des conventions.

Orléan (1988)¹⁶⁴ remarque que la seconde configuration s'appuie sur une formation autoréférentielle du prix. Dans l'approche autoréférentielle stricte, les individus cherchent en permanence à savoir ce que les autres pensent. Ils sont tous mimétiques. Cette situation est rare sur les marchés et intervient seulement en situation extrême de panique quand les individus ne savent plus les croyances partagées par le marché.

De ce fait, l'approche autoréférentielle conçoit que l'évaluation financière est directement le résultat des comportements des agents. Orléan (1999)¹⁶⁵ pense que l'individu se trouve confronté à une question de nature nouvelle qui le pousse à chercher de découvrir l'opinion moyenne d'un groupe où chacun fait de même. Toutefois, il précise que cette démarche est insuffisante car l'élément principal est le processus spécifique de la validation des positions prises par les investisseurs.

La décision d'un investisseur est validée ou invalidée par l'évaluation que le marché propose des titres sur lesquels il a effectué ses opérations. Blanchard & Watson (1984) soulève qu'une qu'une évaluation même erronée peut se trouver

¹⁶³ Tadjeddine Y. (2000), « Les prises cognitives de la rationalité : une typologie des décisions spéculatives », Politix, novembre, pp. 57-71.

¹⁶⁴ Orléan A. (1988), " L'auto-référence dans la théorie keynésienne de la spéculation », in Cahiers d'économie politique, p. 229-242.

¹⁶⁵ Idem, p.23.

confirmé par le marché malgré son statut particulier. Cette idée peut se trouver une expression dans les modèles de bulles rationnelles¹⁶⁶. L'opinion erronée se trouve validée tant que le marché ne le sanctionne pas. Dans ce cas, la bulle explose et la crise financière se met en place.

Ce procédé d'évaluation financière se rapproche à une rationalité à l'intérieur d'une structure autoréférente. La logique du fonctionnement de ce type de structure fait que le marché, traduisant cette structure, se présente comme le seul déterminant habile à valider les évaluations et les anticipations.

Pour les tenants cette approche, les marchés incarnent, par définition, une logique autoréférentielle. Ils considèrent que les échanges se font au prix de marché qui est l'expression de l'intersubjectivité des intervenants et non pas de l'objectivité d'une valeur externe au processus d'évaluation lui-même. Orléan (2001) s'accorde avec cette prédominance du prix de marché lorsqu'il dit que "*c'est lui qui détermine la fortune effective des investisseurs*"¹⁶⁷. Néanmoins, il explique de ce prix de marché peut « *prendre n'importe quelle valeur* »¹⁶⁸.

Ces propos sont contradictoirement interprétés entre ceux qui considèrent qu'ils peuvent signifier que « *le prix vaille n'importe quoi* » et ceux qui pensent que l'auteur entend par « *n'importe quelle valeur* » que le prix peut être prédéterminé d'une manière imprécise et injustifié.

Devant de telles imprécisions qui marquent les principes constitutifs des évaluations financières selon cette approche, deux éléments d'argumentation sont soulevés. Le premier porte sur les limites d'une rationalité autoréférentielle, tandis que le second s'intéresse aux limites d'une réponse particulière qui est le mimétisme autoréférentiel.

Le modèle autoréférentiel de la finance pose des problèmes spécifiques à la question de la rationalité d'individus insérés dans une structure autoréférente.

¹⁶⁶ Blanchard O. et Watson M. (1984), "Bulles, anticipations rationnelles et marchés financiers", Annales de l'INSEE, n° 54, avril-juin, p. 79-100.

¹⁶⁷ Orléan O. (2001), "L'hypothèse autoréférentielle appliquée à la finance", "Les transformations de la finance en Europe", Troisième conférence du Centre Saint Gobain pour la recherche en Economie, 8 et 9 novembre 2001, La défense.

¹⁶⁸ Idem, p. 24.

Une structure est dite autoréférente lorsqu'elle produit un groupe d'individus qui cherchent isolément à anticiper et à estimer et, par cela, ils plongent le collectif dans une spécularité sur lui-même. Cette logique autoréférente explique que la rationalité se justifie par l'action isolée des individus de constituer leur propre opinion et croyance sur le futur.

Cette approche considère implicitement que les individus dans leur action individuelle sont rationnels ou cherchent à l'être car ils estiment que l'opinion collectivement partagée ne répond pas à leurs visions ou attentes pour l'avenir. C'est pourquoi certaines analyses remarquent que l'autoréférence est une logique spéculative. Les reproches à cette logique sont exprimés sur le principe de la rationalité et soulèvent que ce concept n'aura de sens que si elle sort de la logique spéculative.

L'autre aspect qui caractérise cette approche est le mimétisme autoréférentiel. Il se définit par le fait qu'à l'intérieur de la structure autoréférentielle, chaque individu imite son voisin en croyant qu'il s'agit de la meilleure stratégie possible. Aglieta et Orléan (2002)¹⁶⁹ qualifie ce mimétisme local d'arbitraire car ils remarquent que les individus plongés dans une incertitude radicale se copient les uns des autres en espérant de trouver dans l'autre la meilleure interprétation ou opinion.

Ce comportement des individus ne permet pas d'expliquer la constitution des conventions telles que Keynes et Orléan les présentent. Le fondement de la convention ne peut se détacher des considérations sur les fondamentaux. Autrement dit, la convention telle qu'elle est commandée part de la valeur fondamentale qui se rapproche du prix du marché. Dans le calcul de la valeur fondamentale sur des nouveaux produits financiers, il est difficile de prévoir les revenus futurs. Face à cette difficulté, les individus spéculent dans une structure autoréférente de ce que doivent apporter ces innovation financières dans l'avenir.

¹⁶⁹ Aglieta M. (2002), " Monetary Soverengnty in the Age of Globalization, Mimeo Franco-Japanese Conference on " Monertary and Finance in the Age of Globalization : Comprative Studies in Europe and Asia" Tokyo, novembre.

Finalement, l'autoréférence devient essentiellement une structure sociale aux caractéristiques spécifiques et il ne peut lui être associé de rationalité autre que celle de se sortir de son contexte spéculaire sans fin. D'autant plus qu'elle ne permet pas de justifier les fondements des évaluations conventionnelles, dès lors que le lien avec les fondamentaux est posé.

Pourtant la logique de la conception autoréférentielle de la finance ne rejette pas l'idée selon laquelle les investisseurs puissent avoir des comportements fondamentalistes. Toutefois, la spécificité de leur démarche fait qu'ils seront des fondamentalistes endogènes car leur modèle d'évaluation repose sur les fondamentaux parce qu'ils pensent que c'est la meilleure façon de prévoir le niveau futur des prix.

Mais, cette approche complique le principe de convention d'évaluation financière plus qu'elle l'explique ou le corrige. Cette complication se réaffirme en examinant les bulles financière

Plusieurs théoriciens se divergent sur l'idée selon laquelle les bulles sont initiées par un choc fondamental (Kindelberger, 1978)¹⁷⁰, (Minsky, 1982)¹⁷¹ ou (Shiller, 2000)¹⁷². L'exemple de la valorisation des firmes Internet est démonstratif. A l'émergence de ces firmes, les investisseurs se sont confrontés à une innovation dont il est difficile d'établir les implications et externalités. Ils étaient contraints à une opération à la fois nouvelle et délicate qui est de valoriser des firmes ne générant encore aucun profit. Aucune technique n'existait alors pour valoriser directement ces innovations et les marchés financiers se retrouvaient incompetents de prévoir à long terme les perspectives économiques des firmes Internet.

Des théoriciens tentent de trouver des explications à ces phénomènes. Shiller

¹⁷⁰ Kindelberger Charles P. (1978), "Manias, Panics and Crashes", Londres et Basingstoke, Macmillon Press.

¹⁷¹ Minsky H. (1982), "The financial instability hypothesis : capitalism processes and the behavior of the economy", in "Financial Crisis, theory, history and policy", Kindelberger et Laffargue (eds.), Cambridge University Press.

¹⁷² Shiller Robert J. (2000), "Irrational exuberance", Princeton, New Jersey, Princeton University Press.

(2000)¹⁷³ montre que les hausses boursières les plus significatives sont ceux qui correspondent aux périodes spécifiques dans l'évolution des sociétés industrielles. Il explique que, dans ces époques, les individus ont un regard particulier sur l'époque qu'ils sont en train de vivre. Il s'agit d'une société qui entre dans une époque radicalement nouvelle. De ce fait, ces bulles financières sont le plus souvent associées à ce que Robert Shiller nomme les conceptions économiques de l'ère nouvelle "*New area economic thinking*".

Dans l'étude de ces phénomènes de bulles financières, deux aspects doivent être pris en compte : la surréaction et l'origine de la dynamique. Concernant le premier aspect, Shiller (2000)¹⁷⁴ justifie la surréaction des agents par une dynamique spéculative excessive et qui trouve origine dans un consensus sur des éléments fondamentaux du fait d'un changement du système social enclenché par d'une époque nouvelle qui se met en place.

D'autres théoriciens jugent que ces justifications ne peuvent pas expliquer les réactions des agents dans ces moments nouvelles et n'ont rien d'attitudes fondamentalistes conventionnels.

Pourtant, maints théoriciens confirment l'idée de Shiller qui consiste à penser qu'à chaque période de hausse durable des cours, un événement exceptionnel vient agir sur la nature fondamentale de sorte qu'il l'adapte aux nouvelles données (Misky, 1982), (Kindelberger, 1978), (Orléan, 1999). Ces auteurs considèrent que l'ère nouvelle est porteuse d'optimisme bouleversant le système économique et tire mêmes les éléments fondamentaux vers le haut. Selon ces mêmes théoriciens, cette thèse est confirmée par les valeurs boursières d'Internet.

Pourtant, deux éléments sont à considérer concernant cette nouvelle situation. Le premier est qu'il existe peu d'informations sur cette nouvelle technologie. Cela implique que les modèles d'évaluation découlant de ces informations sont relativement faibles et peu fiables. Le concept de valeur fondamentale est

¹⁷³ Idem, p.52.

¹⁷⁴ Idem, p.52.

presque inconvenant car il est impossible de le déterminer avec précision. Le deuxième élément tient au fait que personne ne sait comment va interpréter les d'individus l'avenir suite à l'apparition de cette nouvelle société de l'information. Ce qui signifie une absence d'opinion.

Si on associe l'absence d'informations, défaut de déterminer la valeur fondamentale et absence d'opinion, il est extrêmement difficile de prévoir l'opinion moyenne des investisseurs qui sera la base de leur croyance collective.

c. L'approche comportementale

L'approche de la finance comportementale est basée sur l'attitude comportementale des individus dans les marchés financiers. Par l'application de la psychologie dans la finance, cette approche tentera de comprendre comment les investisseurs font leurs choix et prennent leurs décisions

Elle est assise sur deux hypothèses complémentaires. La première est que certains investisseurs ne sont pas pleinement rationnels et que leur demande d'actifs financiers à risque est affectée par leurs croyances ou leurs émotions, lesquelles ne sont évidemment pas pleinement justifiées par les "*fondamentaux*" économiques. Leurs anticipations sont biaisées par des considérations qui ont un effet similaire à celui des "*bruits parasites*".

La seconde hypothèse de base est que l'arbitrage, faite par la seconde catégorie d'investisseurs, qui sont, eux, pleinement rationnels, est une activité non dénuée de risque et dont l'efficacité est, par conséquent, limitée.

Hirshleifer (2001) & Shleifer (2000) veulent démontrer par ces deux hypothèses que l'évaluation des actifs financiers dans les marchés financiers est une opération qui dépend sur l'état de croyance des investisseurs sur les prix existants, sur le degré de confiance faite sur ces prix et, surtout, sur leur état émotionnel par rapport à toute l'activité et l'ensemble de la conjoncture de ces investisseurs. Ce même comportement est dépendant du degré de croyance

et l'état émotionnel des individus.

Plusieurs critiques sont apportés, particulièrement, aux deux premières approches par rapport au fonctionnement de la convention d'évaluation financières. Ces critiques considèrent que si ces deux approches veulent apporter des théories pour justifier la crédibilité des méthodes d'évaluation, elles renforcent l'idée des difficultés existantes d'évaluer les revenus futurs des actifs financiers dans un marché financiers.

Le phénomène de l'incertitude se révèle comme un facteur freinant du perfectionnement des modèles d'évaluation financières. De nombreux théoriciens admettent que, devant cette situation, les prix et les cours exprimés dans les marchés financiers ne traduisent pas la réalité car ils sont le résultat d'interprétation arbitraire et souvent hasardeuse des éléments constitutifs de cette évaluation.

L'analyse du fonctionnement de ces marchés et du comportement des acteurs dévoilent que les revenus résultants d'un placement financier ne sont que des promesses puisqu'ils se basent sur des paris, des jugements et des croyances. Pour réduire une partie de cette incertitude, des approches de la finance convergent vers l'idée de la convention d'évaluation financière. Le principe est de créer une dynamique collective dans laquelle les individus adhèrent à une opinion partagée par le groupe. Le manque d'informations ne permet pas à un individu isolé de constituer sa propre opinion et, de ce fait, il est amené à accepter l'opinion du groupe et faire partie d'une croyance collective conduisant à une convention d'évaluation.

Les critiques se penchent, particulièrement, sur les difficultés des marchés financiers d'institutionnaliser la convention d'évaluation. Elles apportent deux éléments illustratifs pour justifier leurs approches. Il s'agit de la formation des prix, et de la durabilité de la croyance collective.

Concernant le premier élément, il remarque que le prix est un indicateur de richesse pour les investisseurs et porteur d'information. Le choix du modèle

d'évaluation, accepté dans le cadre de la convention, dépend de la qualité des informations qui vont être diffusé et du niveau de richesse qui va être autorisé. L'adhésion à une convention d'évaluation ne doit pas oublier le modèle d'évaluation établi pour la formation des prix.

D'autre part, les individus ne doivent pas adhérer à une convention par conformisme mais parce qu'ils pensent que c'est un processus rationnel susceptible de permettre la compréhension de l'avenir. Mais si ce processus n'est pas assez expliqué et développé pour atteindre le niveau des besoins fondamentaux des individus, il est rejeté à défaut de fondements clairs et précis. En dernier, les individus voient dans la convention la bonne opinion qui leur informe sur l'évolution future des cours. Mais, ils n'y adhèrent pas que s'ils savent qu'elle a été appréciée dans la période précédente.

L'évaluation devient conventionnel quand un consensus sur la démarche et les éléments déterminants se concrétisent par un état de confiance collective sur ce que apportera tel ou tel placement financier. Si cela est probable théoriquement, la nature des marchés financiers ne le permet pas puisqu'ils resteront toujours des marchés de promesses.

Ces propos dévoilent que la formation des cours dans les marchés financiers est marquée par des problèmes d'évaluation financière dans un environnement d'incertitude. Par conséquent, les crises financières peuvent être expliquées par cette défaillance des méthodes d'évaluation des actifs financiers.

B. Le caractère procyclique de la prise de risque dans les marchés financiers

Le marché financier développe un phénomène procyclique de la prise de risque. Les opérateurs n'hésitent pas de prendre de risque dans les phases d'expansion qu'ils estiment faibles, alors qu'ils prennent moins de risque dans

les périodes de récession car ils estiment le risque grand au vue du retournement de conjoncture.

Ce phénomène procyclique de la prise de risque est constaté dans les marchés financiers quand ils subissent un retournement de conjoncture. Au fur et à mesure que l'expansion s'installe, elle crée un optimisme des vues sur l'avenir. C'est alors que les risques s'évaluent faiblement et les anticipations de profit et de gains sont de plus en plus grandes. Les investisseurs prennent des risques élevés en vue de recevoir des gains considérables. Il suffit qu'une mauvaise nouvelle se diffuse dans ces marchés pour que l'optimisme des vues sur l'avenir diminue et se manifeste une phase de retournement de conjoncture. Les mauvaises nouvelles pourraient concerner :

- le rendement des entreprises ;
- l'impossibilité de poursuite de la croissance du crédit au rythme requis pour soutenir la spéculation sur les actifs ;
- le renversement de la politique de la banque centrale qui était permissive et qui devient restrictive.

Ce retournement de conjoncture fait que les risques deviennent très importants et les investisseurs évitent de prendre de grand risque car les anticipations de profit sont très faibles. Il s'agit, donc, d'une alternance de phase d'expansion et de récession face à un choc transitoire.

Le phénomène procyclique de la prise de risque trouve ses origines dans les comportements des acteurs sur les marchés financiers.

Les tenants de l'approche de la finance comportementale, [Miller (1977), Shleifer, (2002) et Shiller (2003a)], déclarent qu'au cours des deux dernières décennies, des observations, suite à des tests, ont permis de constater que les agents les plus avertis et les mieux informés n'hésitent pas à participer à des mouvements spéculatives.

Ces auteurs expliquent que lorsque le prix des actifs et/ou du crédit se développent et se manifestent de plus en plus, ils font le succès de certains

Investisseurs. Ces évolutions attirent l'attention du public et suscite un enthousiasme qui renforce les anticipations d'un nouvel accroissement du prix des actifs.

Même les théoriciens justifient la conjoncture favorable, ils s'adonnent à préciser les perspectives élevées de profit et de croissance et s'abandonnent à des analyses montrant l'absence de bulle spéculative. Des analystes, comme Garber (2000)¹⁷⁵ continuent de considérer que les marchés financiers sont rationnels et que la rationalité des agents est complète au cœur même des bulles spéculatives.

Le résultat essentiel de la littérature des tenants de la finance comportementale est de s'accorder sur le comportement fortement procyclique de la prise de risque. Les agents prennent des risques de plus en plus importants au fur et à mesure que se développe la phase de « *boom* » même s'ils ne sont pas conscients qu'un retournement de conjoncture se réaffirme dans la réalité.

Le retournement, krach boursier ou arrêt brutal du crédit, conduit à une brutale réévaluation du risque qui tend à être surestimé par opposition à la sous-estimation antérieure.

La finance comportementale met, en effet, en évidence l'importance des facteurs psychologiques dans la genèse du phénomène procyclique de la prise de risque et constate que l'amorce d'une spirale spéculative finit par affecter la psychologie des agents.

Le phénomène a été identifié dès les premières tensions sur l'ordre financier international, tel qu'hérité de Bretton Woods. Dès cette époque, il est possible de détecter une tendance à la fragilité financière avec un danger toujours présent de crises systémiques (Davis, 1992)¹⁷⁶.

¹⁷⁵ Garber P. M. (2000), "*Famous First Bubbles : The Fundamental of Early Mania* ", Cambridge, MIT Press.

¹⁷⁶ Davis E. P. (1992), "*Debt, Financial Fragility, and Systemic Risk*", Oxford, Oxford University Press.

Ce mécanisme procyclique se manifeste à chaque fois de la même manière et à travers divers épisodes répétés. Les expériences des crises ont montré que la prime de risque ne cesse de baisser au cours des quatre années qui précèdent la crise, et ce n'est qu'au moment de l'éclatement de la crise que cette prime de risque se redresse. Ces vues sur l'avenir de plus en plus favorables stimulent la croissance du crédit qui devient explosive dans les années qui précèdent la crise. Ce phénomène est général lors de chacune des crises et d'autant plus marqué que l'innovation porte sur le secteur financier lui-même.

Sur la crise asiatique, Furman & Stiglitz (1998)¹⁷⁷ ont montré que les agences de notation non seulement ne décourageaient pas dans les semaines précédant la crise l'investissement étranger dans les pays qui allaient connaître une des pires crises de toute l'histoire financière, mais elles le conseillaient.

C. L'effet de résonance entre la procyclicité du crédit et les actifs financiers

Les différents compartiments du marché financier sont en interdépendance. Si un ou deux actifs financiers sont en évolution alors que chacun ou deux marchés restaient stable en stagnation, leur entrée en résonance pourrait précipiter une crise du système financier dans son ensemble. Dans ce genre d'interaction, on retient le rôle déterminant du crédit dans l'alimentation d'une série d'emballements spéculatifs portant sur le change, la bourse, l'immobilier.

Cet effet de résonance entre la procyclicité du crédit et les actifs financiers s'est, fortement ressenti dans les économies émergentes causant, ainsi, des crises financières. Ce qui explique que ces crises traduisent des formes de crises nouvelles : les crises doubles ou les crises jumelles.

Les crises doubles s'expliquent par l'entrée en résonance des craintes et

¹⁷⁷ Furman J. & Sliglitz J. E. (1998), " *Economic Crises : Evidence and Insights from East Asia* ", Brookings Papers on Economics Activity, n° 2.

inquiétudes de dévaluation de la monnaie nationale et de la perte de valeur des actifs financiers des agents bancaires et non bancaires.

Eichengreen et Hausmann (1999)¹⁷⁸ ont développé une théorie, qualifiée de « *péché originel* », dans la quelle ils expliquent que les agents de l'économie domestiques sont incapables de s'endetter à l'extérieur dans leur propre monnaie. Cela tient à l'absence de confiance dans la conduite de la politique économique où à l'insuffisance profonde du marché correspond.

Ces deux économistes soulèvent deux configurations qui peuvent entraver la nature de l'équilibre macroéconomique :

- un équilibre avec confiance dans la monnaie et l'activité élevée ;
- un autre équilibre, plus défavorable, dans lequel la monnaie domestique est fortement dépréciée et l'activité faible.

Les autorités monétaires perdent, de ce fait, la capacité de mener des politiques stabilisatrices car elles ont, à la foi, à la défiance à l'égard de la monnaie nationale, ce qui les conduit à relever le taux d'intérêt, aggravant ainsi la fragilité, voire l'insolvabilité, du système bancaire domestique.

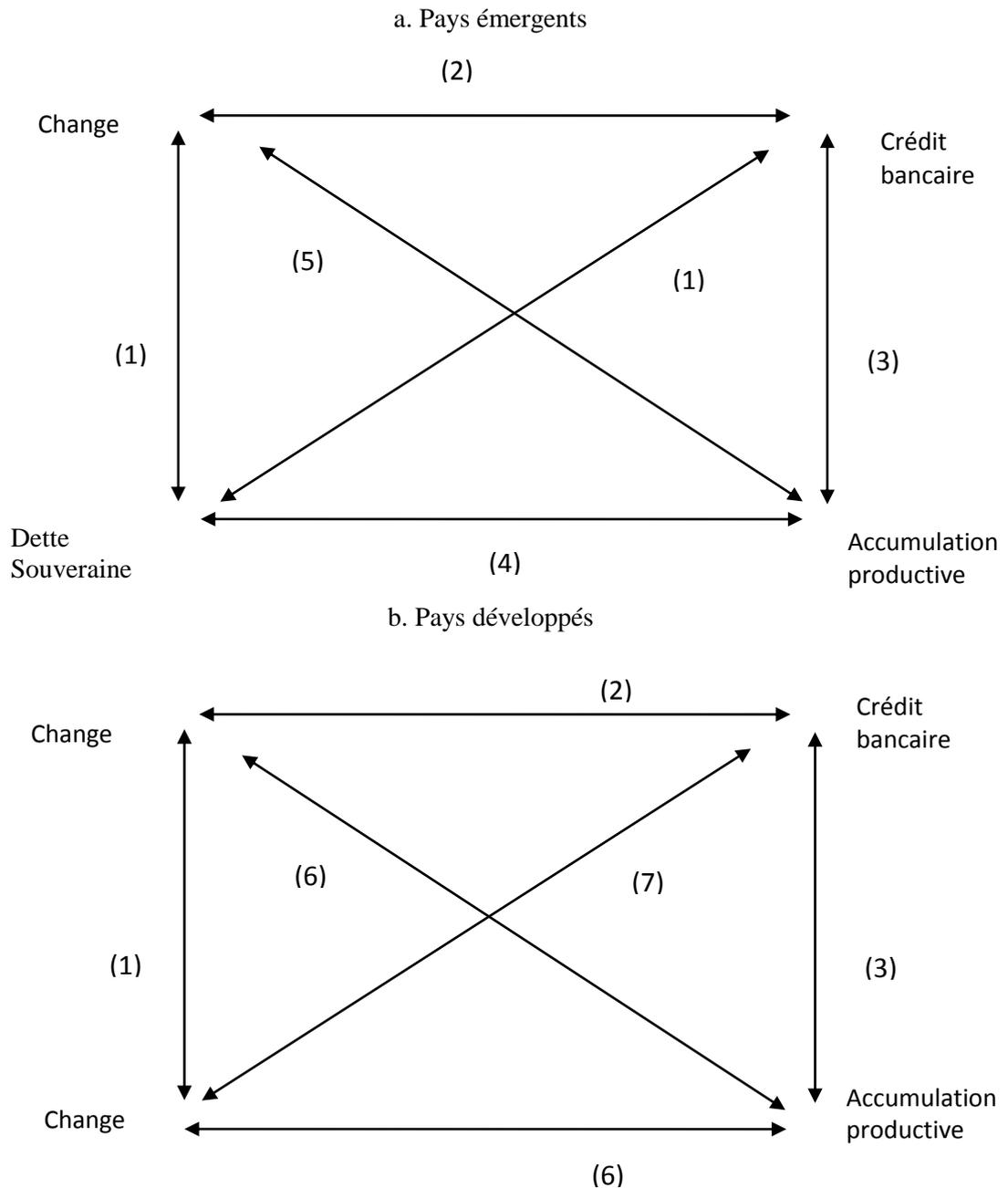
A partir du crédit obtenu sur le marché international, ces banques domestiques octroient des crédits en monnaie domestique qui, même en cas de succès des projets ainsi financés, ne génèrent pas des recettes en monnaie nationale permettant de rembourser des prêts correspondants. La capacité de remboursement en monnaie internationale décroît avec la dévalorisation de la monnaie domestique dans un équilibre défavorable.

A la lumière de la crise américaine consécutive à l'éclatement de la bulle Internet et la crise japonaise qui éclate au début des années quatre-vingt-dix,

¹⁷⁸ Eichengreen B. & Hausman R. (1999), "Exchange Rates and Financial Fragility", NBER Working Paper, n°7418, novembre. Disponible sur <http://www.nber.org/paper/w7418>

Boyer & *al.* (2004)¹⁷⁹ fait un inventaire des différentes thèses apportées par les théoriciens pour expliquer ces crises et mettre en cause l'effet de résonance entre les différents compartiments du marché financier. Pour illustrer cette étude, on présente le schéma n°06a.

Schéma n°06a : Entrée en résonance des divers marchés financiers



Source : Boyer et *al.* (2004)

¹⁷⁹ Boyer et *al.* (2004), « La crise japonaise : structurelle, financière... politique ? » In : La finance et la monnaie à l'âge de la mondialisation : examen comparatif de l'Europe et de l'Asie, Nishikawa Jun et Dourille-Freer, Edition L'Harmattan, 2004.

La lecture de ce schéma montre que :

- (1) Krugman (1979) s'attache à mettre en relation la crise de change avec la crise de la dette souveraine d'une part et, de l'autre part, la crise de la crise de la dette souveraine avec la crise de change avec la crise boursière pour expliquer les crises des apys émergents et la crise de change avec la crise boursière pour expliquer les crises des pays industrialisés.
- (2) Jeanne & Zelttelmeyer (2002) et Chang & Velasco (2000) considèrent que les crises financières sont le résultat de l'entrée en résonance entre le crédit bancaire avec la crise de change pour les pays émergents et les pays industrialisés.
- (3) Kyotaki et Moore (1997) expliquent que les crises financières sont le produit de l'interaction entre la crise du crédit bancaire et la crise de l'accumulation productive pour les pays émergents et les pays industrialisés.
- (4) Kalantzis (2003) met en relation la crise de la dette souveraine avec celle de l'accumulation productive pour expliquer les crises des pays émergents.
- (5) Hausmann et Velasco (2002) explique le déclenchement des crises financières des pays émergents par l'interaction entre la crise de l'accumulation productive et la crise cde change.
- (6) Caballero et Krishnamurthy (2001) persistent à montrer que les crises dans les pays industrialisés sont le résultat de l'entrée en résonance entre la crise de l'accumulation productive avec la crise boursière d'une part et, de l'autre part, la crise de l'accumulation productive avec la crise de change.

- (7) Bernanke, Gertler et Gilchrist (1999) révèlent que les crises financières dans les pays industrialisés sont la conséquence de l'interaction entre la crise du crédit bancaire avec la crise boursière.

Ainsi, ce schéma montre qu'il existe une contagion d'une sphère de l'activité financière à l'autre. Cela explique que les crises financières sont le produit de l'effet d'entrée en résonance d'un actif financier avec un autre.

Conclusion

En conclusion de ce chapitre, on peut faire quelques remarques concernant l'analyse théorique des crises des pays émergents.

Tout d'abord, on ne trouve pas chez les classiques et les néoclassiques une théorie, proprement dite, sur les crises financières. Il paraît que le phénomène n'a pas eu beaucoup d'importance à cette époque car il se produisait à des intervalles de temps assez longs par rapport aux crises récentes et l'ampleur des dégâts subis par les crises anciennes étaient moins importantes que celles de notre ère. Ce qui peut expliquer l'idée avancée par les économistes classiques et néoclassiques pour expliquer la crise.

Pour les économistes classiques, les crises étaient considérées comme des événements passagers qui se manifestent suite à des défaillances enregistrées dans un secteur ou activité économique.

De même, les néoclassiques continuent à croire, dans le même courant de pensée de leurs prédécesseurs classiques, que les crises sont des événements conjoncturels qui viennent réajuster l'équilibre naturel de la vie économique. Les crises sont annonciatrices de la fin d'un cycle et le début d'un autre.

Après la crise de 1929, le monde s'est réveillé sur une crise couteuse et dévastatrice. C'est alors que les économistes reconnaissent la nécessité de théoriser le phénomène et de trouver des explications valables. Les théoriciens commençaient à prendre au sérieux le phénomène des crises.

Suite à cela, Keynes (1930) tentait d'expliquer les crises en évoquant le problème de l'insuffisance d'investissement comme cause possible à ce phénomène. Fischer (1933) voulait démontrer que la cause des crises est le surendettement des entreprises. Minsky (1992) privilégie le problème de la fragilité financière et de l'instabilité économique comme explication de la crise.

Ensuite, des modèles de crises ont été construits à partir de 1979, date à laquelle l'économiste Krugman a développé son propre modèle de crise, connu comme modèle de crises de première génération. Après la crise du SME (1992), des modèles de deuxième génération ont été développés pour faire évoluer les explications apportées par Krugman.

Après la crise asiatique de 1997, les théories et modèles explicatifs se sont multipliés et succédés pour expliquer les crises touchant particulièrement les pays émergents. Ces modèles ont donné naissance à des modèles de crises de troisième génération.

D'autre part, la finance moderne décèle des imperfections constatées au niveau des marchés financiers qui peuvent apporter des éclaircissements concernant l'implication de ces marchés dans le déclenchement de la crise.

L'analyse de ces théories des crises conduit à privilégier les unes sur les autres pour comprendre, particulièrement, les crises des pays émergents. Ces crises sont le produit d'une politique économique qui fragilise le système économique et le mène tout droit vers une crise de change doublée avec une crise bancaire et/ou boursière. Les deux chapitres suivants se focalisent sur cette idée de fragilité économique pour comprendre ces crises.

Suite à cela, on peut souligner que les modèles de crises de la première génération sont les plus appropriés à expliquer les crises des pays émergents. On peut ajouter, à ces modèles, ceux de la troisième génération qui prennent en compte les crises de change doublées de crise bancaire.

Chapitre 3.

Analyse des manifestations extérieures des crises des pays émergents et de leurs causes possibles

Section 1 : Les manifestations extérieures des
crises des pays émergents

Section 2 : Les causes possibles des crises des
pays émergents

Le hasard gouverne un peu plus de la moitié de nos actions, et nous dirigeons le reste. (Machiavel)

Ce chapitre s'intéresse à l'observation et à l'analyse des manifestations extérieures des crises des pays émergents et de leurs causes possibles. Il s'agit de faire l'examen des économies des pays émergents touchés par les crises à travers la réalité économiques qui a précédé et suivi ces crises.

L'observation et l'analyse des manifestations extérieures visent à faire l'examen de la phase de la crise. L'objectif est de savoir comment s'est comportée la crise pour mieux comprendre le phénomène et d'appréhender comment s'est conduite les économies émergentes en conséquence.

Au moment des crises, la réaction de ces économies par rapport aux déséquilibres et dysfonctionnements enregistrés permettra de comprendre la manière dont ces économies sont réellement construites.

L'examen des causes possibles des crises des pays émergents porte sur la phase qui a précédé ces crises. Il s'agit d'étudier les circonstances et la conjoncture économiques qui ont favorisé l'apparition des crises. Cette analyse permettra de comprendre les conséquences qui amené ces crises.

L'étude de ce chapitre porte, de fait, sur l'ensemble des pays émergents qui ont été touchés par les crises financières de la crise mexicaine de 1994 à la crise d'argentine de 2001.

L'analyse empirique concerne les pays suivants :

- le Mexique pour la crise mexicaine de 1994-1995 ;
- la Thaïlande, l'Indonésie, les Philippines, la Malaisie et la Corée du Sud pour la crise asiatique de 1997-1998 ;
- la Russie pour la crise russe de 1998 ;
- le Brésil pour la crise brésilienne de 1999 ;
- la Turquie pour la crise turque de 2000 ;
- l'Argentine pour la crise argentine de 2001.

Ce chapitre sera, donc, composé de deux sections. La première section portera sur les manifestations extérieures des crises des pays émergents. Tandis que la deuxième section se penchera sur l'étude des causes possibles de ces crises.

I. Les manifestations extérieures des crises des pays émergents

Les analyses sur les crises des pays émergents s'accordent à souligner que ces crises apparaissent à travers certains événements qui déstructurent l'économie de ces pays.

Les économistes observent les événements suivants¹⁸⁰:

- dépréciation violente du taux de change ;
- forte hausse des taux d'intérêts à court terme ;
- forte hausse des spreads de taux d'intérêt ;
- forte chute d'activité ;
- dégradation de la balance courante.

Ces événements se présentent comme des manifestations extérieures des crises. L'examen de ces manifestations consiste à montrer la particularité de l'événement dans la vie économique du pays et à l'interpréter pour lui donner son vrai sens. Pour cela, on utilise les bases de données statistiques des institutions financières internationales telles que la Banque Mondiale et le Fonds Monétaire International.

On essaiera de vérifier à l'aide de ces statistiques, si les manifestations observées sont ordinaires et habituelles en les comparant à celles des moments normaux. Une série statistique de 1990 à 2008 sera construite et exploitée, pour la plupart des pays et la plupart des cas, selon la disponibilité des données.

Aussi, on tentera de comparer les résultats enregistrés au moment des crises avec celles des pays les plus développés dans les moments les plus difficiles au cours de la même période étudiée.

¹⁸⁰ Artus P. (2006), « *La résolution des crises dans les pays émergents* », Ed. Economica, Paris, p. 2.

A. Dépréciation violente du taux de change

La première observation pouvant être tirée des crises des pays émergents est, inévitablement, « *la dépréciation violente des taux de change* » au moment de la crise. Tous les travaux théoriques et empiriques effectués sur ces phénomènes ont remarqué que les monnaies domestiques des pays émergents ont subi au moins deux à trois fois de dépréciations par rapport au dollar. Ils donnent des divers chiffres pour décrire la dépréciation du taux de change.

Cette forte dépréciation de la monnaie est considérée comme le premier symptôme des crises qu'il faut nécessairement étudier pour comprendre et expliquer la conduite du phénomène.

Avant de démontrer et interpréter la dépréciation violente du taux de change au cours de la crise, on explique théoriquement, d'une manière générale, ce que veut signifier la dépréciation d'une monnaie dans un pays

a. Le cadre théorique de la dépréciation d'une monnaie

Entre deux monnaies de deux pays différentes, la notion de taux de change signifie "l'expression de l'unité de compte utilisée dans un pays en termes de l'unité de compte utilisée dans un autre pays"¹⁸¹. Le taux de change est, donc, le prix d'une monnaie en termes d'une autre monnaie et le marché sur lequel ce prix est déterminé est le marché des changes.

Les taux de change peuvent se varier soit par une dépréciation ou une appréciation d'une monnaie par rapport à une autre. Le pays dont la monnaie se déprécie rend la vente de ses biens et services moins chères pour les étrangers

¹⁸¹ Aglietta M. (1997), « *Macro-économie internationale* », Ed. Montchrestien, Paris, octobre 1997, p. 45.

et rend l'achat des biens et services étrangers plus cher pour les résidents. C'est le contraire pour le pays dont la monnaie s'apprécie. Ce pays encoure, de ce fait, un risque de change dont l'importance dépend de sa position de change et de la variabilité du taux de change de ce même pays.

La variation du taux de change peut être expliquée par l'étude de la notion du « *taux de change d'équilibre* ». On prend un exemple dans lequel on suppose un monde où il y a deux économies : les Etats-Unis et le Mexique¹⁸². Ces deux économies ont comme monnaie respective le dollar et le peso.

Le taux de change entre le dollar et le peso est considéré par $R = \frac{\text{peso}}{\text{dollar}}$. Ce qui désigne le nombre de peso nécessaire pour acheter un dollar. Si $R = 1$, cela signifie qu'il faut un peso pour acheter un dollar. Dans un système de taux de change flexible, le prix en peso du dollar est déterminé comme le prix de tout autre bien par l'intersection de la courbe d'offre et de demande, illustrée dans le graphe n°07¹⁸³.

Il montre en axe verticale le prix en peso du dollar et en axe horizontal la quantité de dollars disponible comme réserve de change du Mexique. Les courbes d'offre et de demande de dollar font leur intersection au point E qui définit un taux de change d'équilibre de $R = 1$ auquel les quantités demandées et offertes s'égalisent à 200 millions d'euros.

A un taux de change plus élevé, la quantité offerte de dollar dépasserait la quantité demandée de sorte que le taux de change tendrait à retomber au taux d'équilibre de $R = 1$. A un taux de change plus faible, la quantité demandée de dollars serait supérieure à la quantité offerte de sorte que le taux de change remonterait à son niveau d'équilibre $R = 1$.

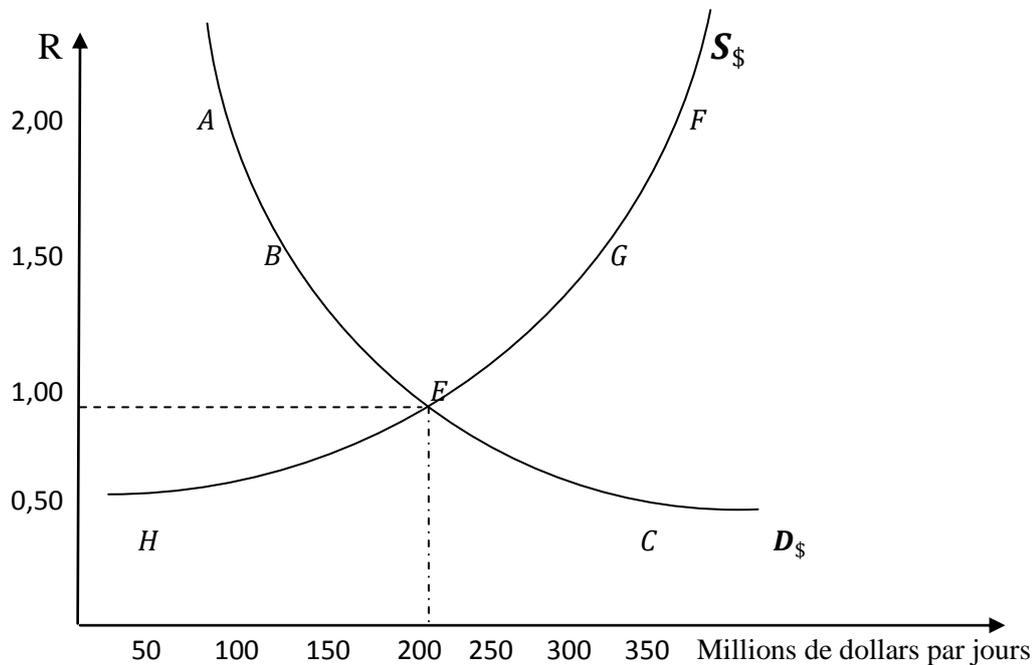
Si le taux de change ne pouvait rejoindre un niveau d'équilibre $R = 1$, le Mexique devrait imposer à leurs résidents des restrictions sur la demande de

¹⁸² Les Etats-Unis et le Mexique sont cités comme exemple car la monnaie du premier pays est considérée comme monnaie de référence et le deuxième pays est choisi pour représenter les pays émergents touchés par les crises.

¹⁸³ Cette explication est inspirée d'un exemple cité dans l'ouvrage de : Salvatore D. (2007), « Economie internationale », Ed. De boeck, Paris, octobre 2008, p. 515.

dollars ou bien leur banque centrale devrait satisfaire la demande excédentaire de dollars en puisant dans ses réserves de change.

Graphe n° 07 : Le taux de change d'équilibre



La demande mexicaine de dollars est inclinée négativement, indiquant que la quantité de dollars demandés par les résidents mexicains est d'autant plus grande que le taux de change R est bas. En effet, plus le taux de change est bas, moins il est cher pour les mexicains d'importer des Etats-Unis des produits à un prix donné en dollar ou d'y investir et, donc, plus grande est quantité de dollars demandés pour ces opérations.

A l'inverse, l'offre de dollar est inclinée positivement, indiquant que plus le taux de change R est haut, plus la quantité de dollars offerts par les résidents mexicains est grande. En effet, à un taux de change élevé, les résidents des Etats-Unis obtiennent plus de peso par dollar de sorte qu'ils trouvent moins cher d'importer du Mexique ou d'y investir.

Si la demande mexicaine de dollar se déplaçait vers le haut, suite à un goût plus prononcé au Mexique pour des produits américains, et coupait la courbe d'offre de dollar au point G , le taux de change d'équilibre deviendrait $R = 1,50$ et la quantité de dollars passerait à 300 millions par jours. On dira que le peso s'est

déprécié car il faut maintenant 1,50 pesos pour acheter un dollar. La dépréciation indique, donc, un accroissement du prix domestique de la monnaie étrangère. A l'opposé, si la demande mexicaine de dollar se déplaçait vers le bas et coupait la courbe d'offre en H , le taux de change d'équilibre baisserait à 0,5 et on dirait que le peso s'est apprécié. L'appréciation indique, donc, une baisse du prix domestique de la monnaie étrangère et vice versa.

La demande et l'offre de devises varient en temps normale selon l'activité des résidents du pays. Si des touristes demandent plus à visiter un autre pays, des entreprises veulent de plus en plus à importer des produits ou des individus veulent faire un investissement, la demande de devises étrangère pour un pays augmente. Inversement, l'offre de devises étrangères vient des dépenses des touristes, des revenus d'exportations, de l'accueil de l'investissement étranger.

Dans cet exemple, si la demande mexicaine de dollar, en tant que monnaie étrangère, s'accroît de plus en plus, le gouvernement doit choisir une politique de change qui détermine de fixer le taux de change ou le laisser flotter. C'est-à-dire le gouvernement doit choisir entre le système de change fixe ou le système de taux de change flottant ou flexible¹⁸⁴.

S'il choisit le système de change fixe, le gouvernement décide de fixer la valeur de sa monnaie par rapport une autre monnaie, généralement le dollar, où il est autorisé de la fluctuée dans les limites d'une bande ou une parité. Pour maintenir, les autorités devront défendre cette parité en intervenant dans le marché des changes par les réserves officielles. Cette intervention se détermine par la vente ou l'achat de la monnaie étrangère contre la monnaie nationale afin d'influencer le taux de change réel sur le marché.

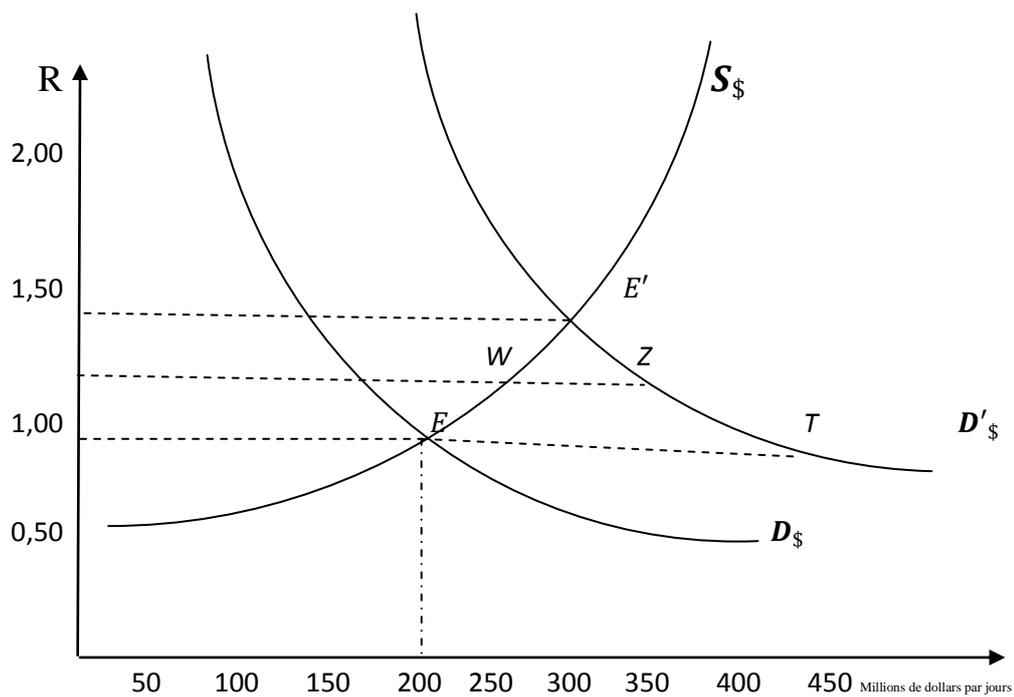
Par contre, si le gouvernement choisit le système de change flexible ou flottant, il laisse le marché déterminer le taux de change et celui-ci est libre d'évoluer vers le point d'équilibre du marché du moment. Le gouvernement peut intervenir qu'en cas où le taux de change atteint un niveau produisant des effets défavorables à l'économie du pays.

¹⁸⁴ Lindert H. P. & Pugel A. T. (1997), « *Economie internationale* », Ed. Economica, 10^{ème} édition, 1997, Paris, p. 563.

Selon la politique de change, si le Mexique préfère défendre sa monnaie, il doit intervenir dans le marché des changes en puisant de ses réserves de change. Il doit acheter de la monnaie nationale et vendre de la monnaie étrangère pour faire face à la demande excédentaire du dollar. Mais, s'il applique une politique de change flexible, il laisse le marché de change déterminer le taux de change. Ce qui fait qu'il ne doit pas intervenir dans ce marché. Dans ce cas, le Mexique voit sa courbe de demande se déplacer vers le haut et le point d'équilibre se déplace vers le point E' .

Ce déplacement est une dépréciation de la monnaie nationale par rapport au dollar et le taux de change augmente (Voir le graphique n° 08).

Graphe n° 08 : Déséquilibre du taux de change

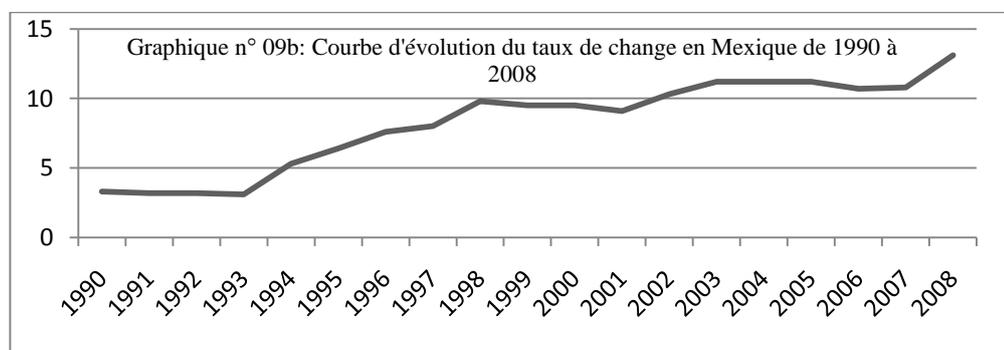
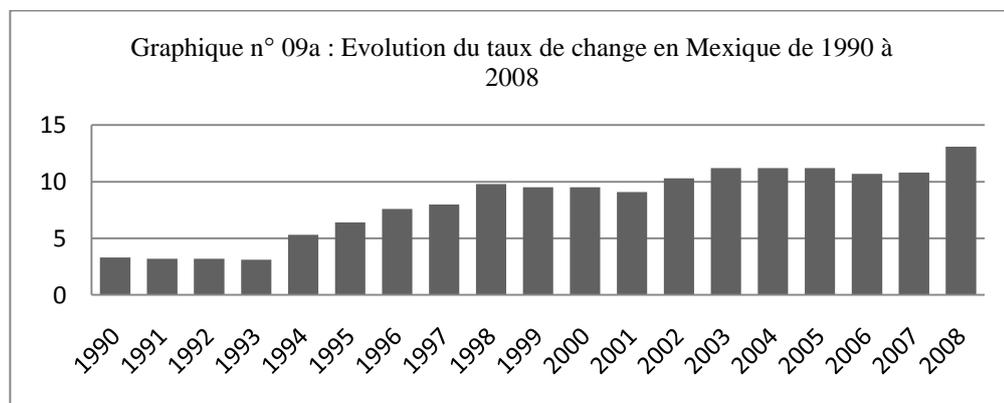


b. L'observation de la dépréciation du taux de change des pays émergents au cours de la crise

Communément, la hausse du taux de change signifie une dépréciation de la valeur d'une monnaie et, inversement, la baisse du taux de change correspond à une appréciation de la monnaie. De cela, on peut observer la dépréciation violente de la valeur des monnaies des pays émergents touchés par la crise par rapport au dollar par la hausse du taux de change de ces pays.

i. En Mexique

Le graphique 09a et 09b illustrent l'évolution du taux de change du Mexique de l'année 1990 à 2008¹⁸⁵. L'analyse de l'évolution du taux de change montre clairement que la monnaie mexicaine a subi trois grandes variations dans cette période.



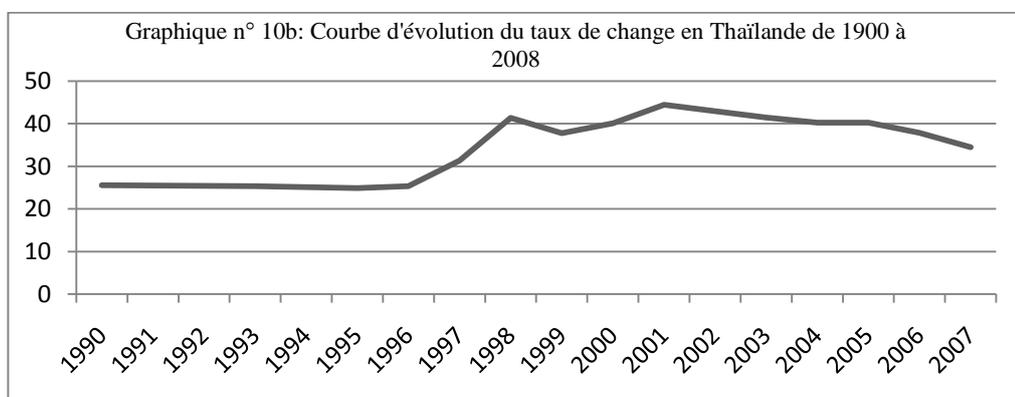
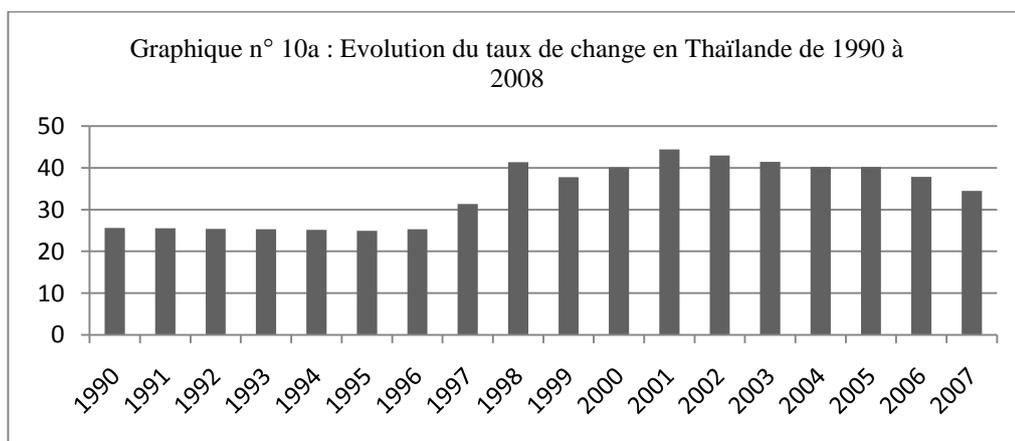
¹⁸⁵ Les données statistiques sur les taux de change des pays émergents sont dans le tableau n°01 dans l'annexe.

Entre 1990 et 1993, le peso mexicain a maintenu relativement sa valeur stable par rapport au dollar. A partir de 1994, le peso s'est fortement déprécié qui correspond à l'augmentation du taux de change. Cette dévalorisation a continué en 1995. Pendant cette période, entre la fin de 1993 et 1995, le peso a réalisé une variation à la baisse qui est de l'ordre de 106,4%. Ce qui signifie que la monnaie mexicaine a connu une forte dépréciation pendant la crise de 1994.

Après la crise, ce taux de change reste à des niveaux plus élevés. Les conséquences de la crise mexicaine, de la crise asiatique et des crises des pays de l'Amérique Latine sont à l'origine de ces variations de taux de change.

ii. En Thaïlande

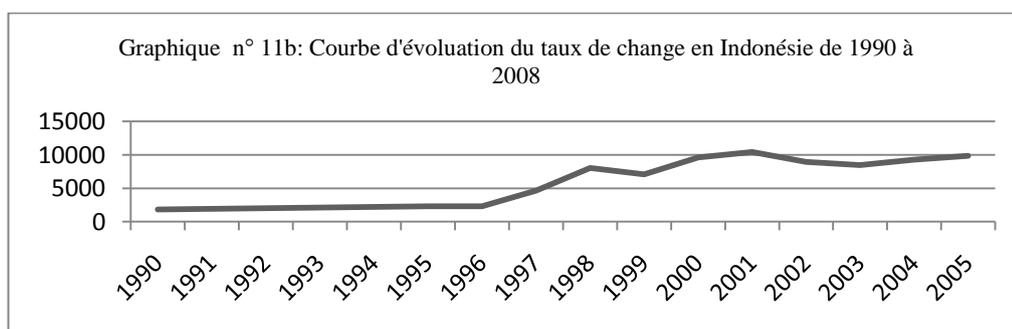
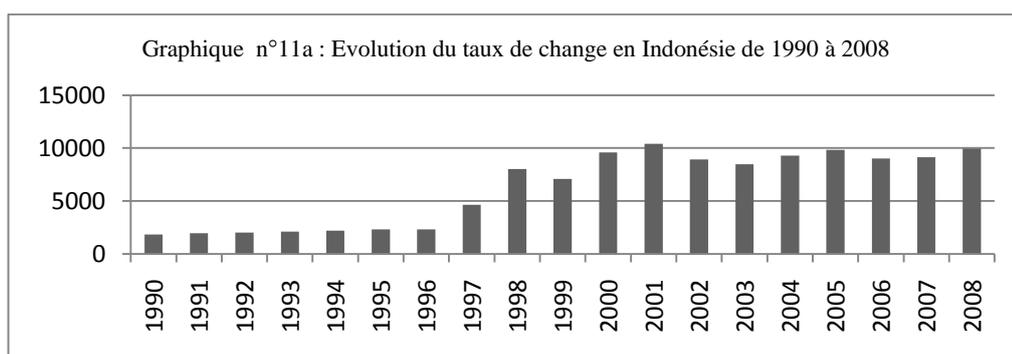
La crise asiatique a provoqué une forte dépréciation de la monnaie thaïlandaise par rapport au dollar. Le graphique 10a et 10b permettent d'observer cette dévalorisation du baht thaïlandais pendant la crise.



L'analyse des deux graphiques dégage trois périodes distinctes. Après la crise de 1997, le taux de change paraît relativement stable et la variation est constante entre 1990 et 1996. De 1997 jusqu'à 1998, le taux de change augmente subitement en indiquant une dépréciation violente. Après la crise, la dévaluation a continué d'être plus forte jusqu'à 2007. Il s'agit des conséquences de la crise asiatique. En termes de variation de taux de change, la période qui a connu le plus de variation, est celle de la période de crise, de la fin de 1996 à la fin de 1998. On enregistre une dépréciation de 63,5%.

iii. En Indonésie

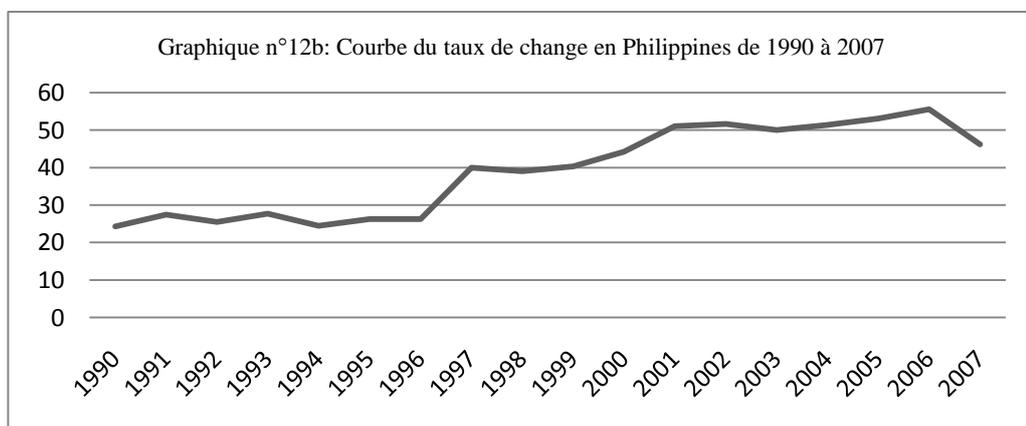
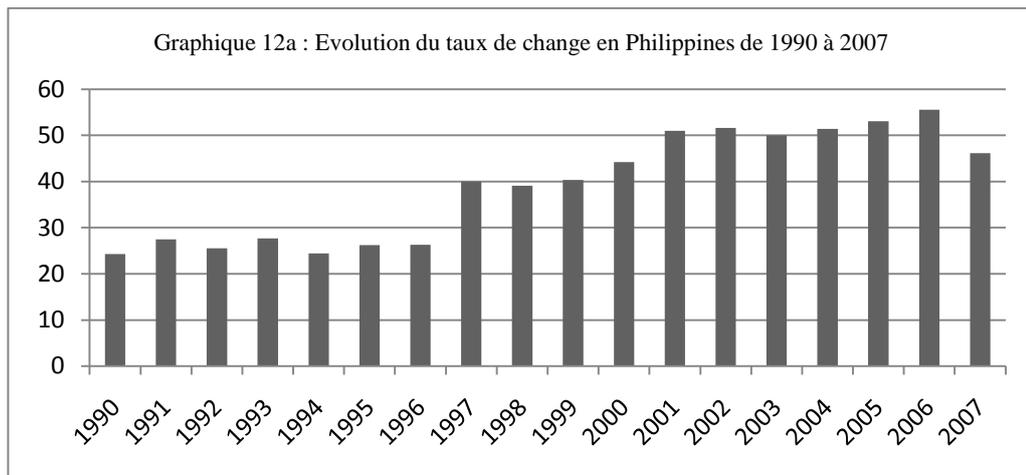
La crise asiatique a, aussi, entraîné une dévalorisation brutale de la monnaie indonésienne. Les graphiques n°11a et n°11b montrent trois périodes distinctes concernant la variation de change de 1990 à 2008. De 1990 à 1996, le taux de change reste à des niveaux stables et ne varient que sensiblement. De 1997 à 1998, le taux de change augmente fortement, indiquant la période de crise qui enregistre une variation de change de 244,5% de la fin de 1996 à la fin de 1998. Ce qui traduit une dépréciation violente de la monnaie indonésienne par rapport au dollar. Après la crise, la monnaie indonésienne a poursuivi sa dévaluation à partir de 1999.



iv. *En Philippines*

La crise asiatique a, ensuite, causé la dépréciation violente de la monnaie des Philippines. Les graphiques n°12a et n°12b illustrent ce fait à travers l'évolution du taux de change de 1990 à 2007 dans ce pays. Cette évolution est marquée par trois phases. On peut remarquer que la phase de l'après crise révèle que la monnaie nationale est relativement stable par rapport au dollar et la variation du taux de change n'est pas significative. Par contre, à partir de 1997 jusqu'à 1998, ce taux augmente brutalement, indiquant une forte dépréciation du peso philippin. On mesure la variation de 47,7% entre la fin de 1996 et la fin de 1998.

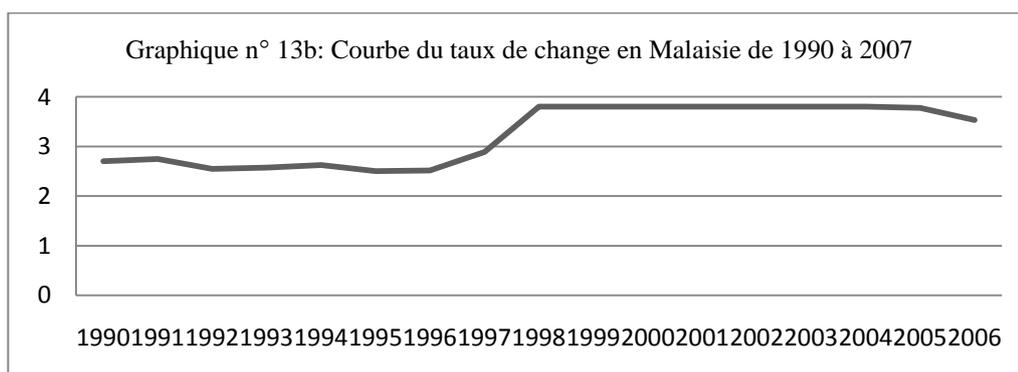
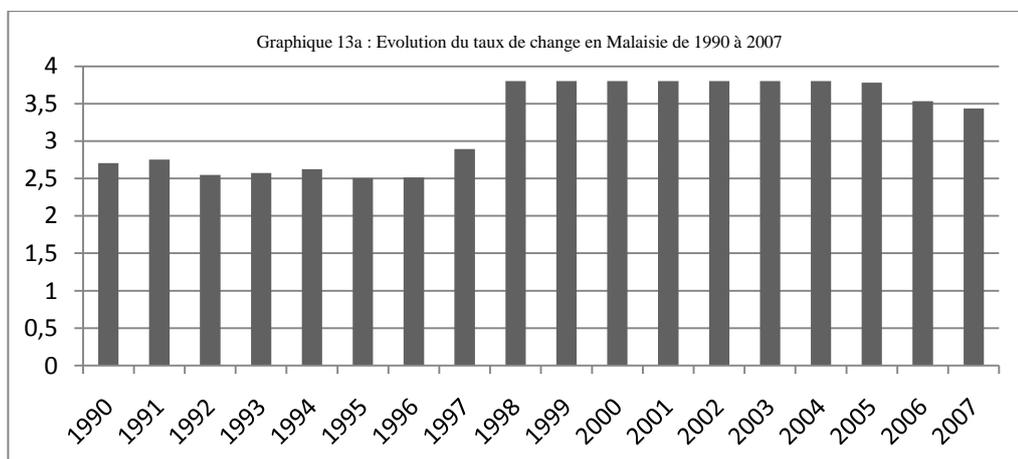
Après la crise, à partir de 1999, le taux de change continue à augmenter. Les conséquences de la crise peuvent expliquer la tendance vers la dévalorisation de la monnaie des Philippines par rapport au dollar.



v. *En Malaisie*

Pendant la crise asiatique, la monnaie Malaisienne « *le Ringgit* » a subi une violente dépréciation par rapport au dollar. Cela peut se vérifier dans les graphiques n°13a et 13b qui permettent d'observer l'évolution du taux de change de 1990 à 2007. Après la crise, de 1990 à 1996, le taux de change se varie lentement en gardant un niveau de variation relativement stable. Pendant la crise, la variation de change atteint 51% entre la fin 1996 et la fin 1998. Ce qui traduit une dépréciation violente de la monnaie du pays.

Après la crise, le taux de change se stabilise à des niveaux de change très élevé à partir de 1999.



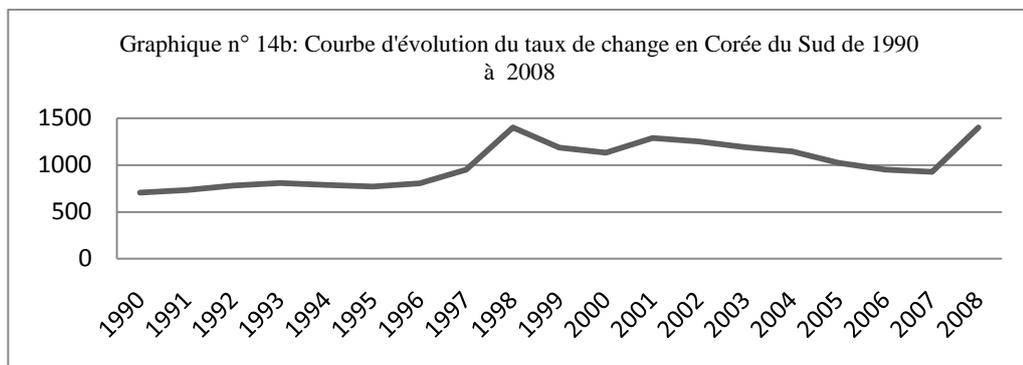
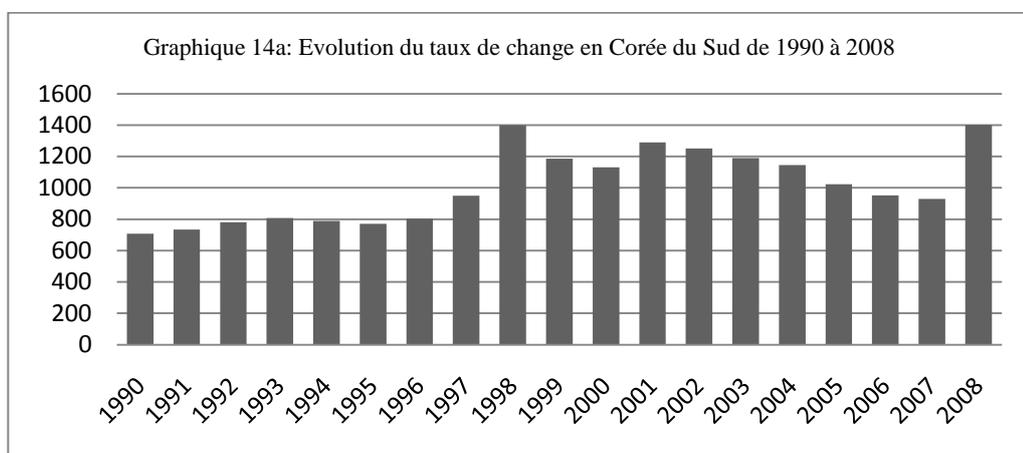
vi. *En Corée du Sud*

La monnaie sud-coréenne « *le won* » a connu au cours de la crise asiatique une forte dépréciation. Cela est illustré dans les graphiques n°14a et n°14b qui montrent cette dévalorisation à travers l'évolution du taux de change de ce

pays, de 1990 à 2008. De cette évolution, on peut distinguer trois périodes. La variation de change n'est pas significative pendant la première période, considérée comme période l'après crise, allant de 1990 à 1996.

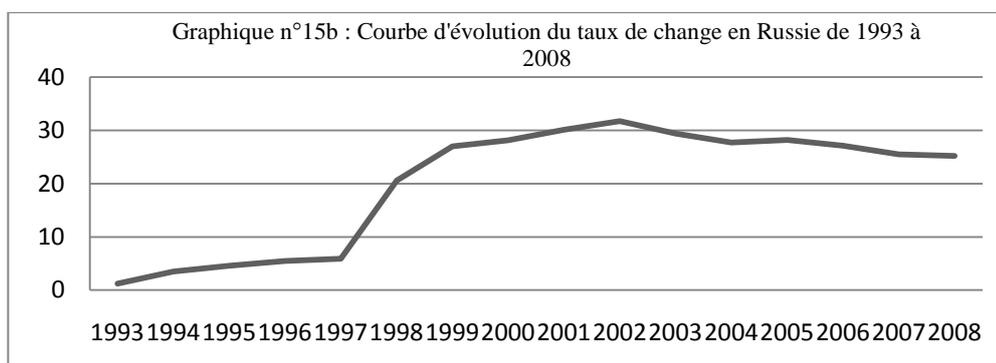
La période de la crise montre que le « won » coréen monnaie a subi une dépréciation de 74,2% entre à la fin 1996 et 1998. Cette variation justifie la forte chute de la monnaie coréenne.

Après la crise, les conséquences de la crise ont conduit le taux de change à des niveaux très élevés.



vii. En Russie

La Russie a connu une crise financière en 1998 comme conséquence de la crise asiatique. La crise russe a provoqué une forte dépréciation de la monnaie nationale face au dollar. Les graphiques n°15a et n°15b qui illustrent l'évolution du taux de change de ce pays de 1993 à 2008, montrent cette forte variation de change.



La variation du change du « *Rouble* » russe passe par trois phases pendant la période 1993-2008. Le taux de change a été relativement stable avant la crise. De 1993 à 1997, il se situe à des niveaux très bas par rapport aux périodes ultérieures.

Au cours de l'année 1998, la crise s'installe et le taux de change augmente fortement en donnant des variations très élevées qui avoisinent 246,5%. Cette variation est mesurée entre la fin de 1997 et 1999. Cela montre que le « *Rouble* » russe a subi une très forte dépréciation face au dollar. Après la crise, le taux de change a maintenu un niveau élevé jusqu'à la fin de 2008.

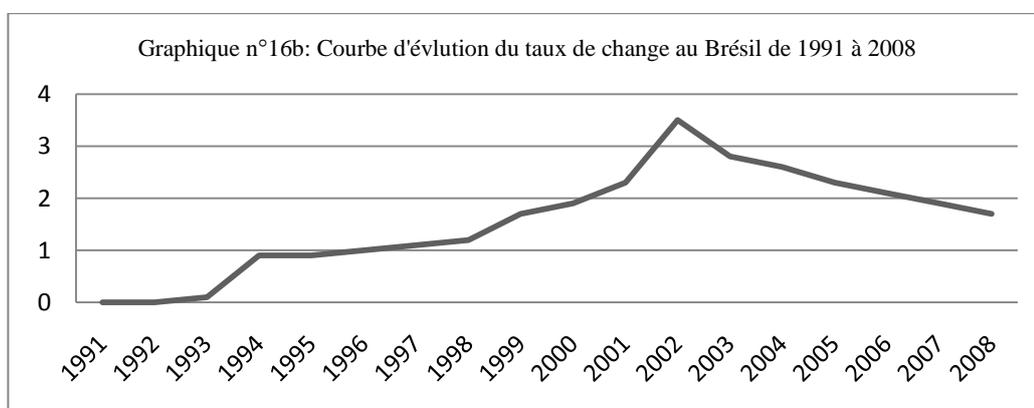
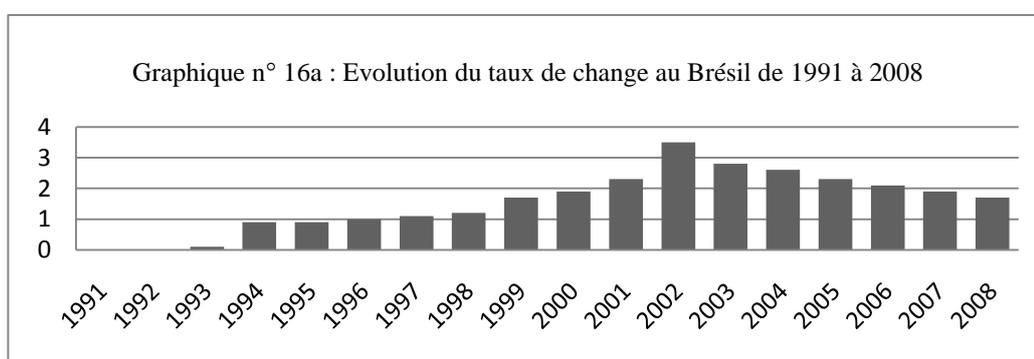
viii. En Brésil

Le Brésil a connu une crise de 1999 jusqu'à 2002. La monnaie brésilienne a subi une dépréciation violente. Les graphiques n°16a et n°16b permettent d'observer cette chute de la valeur du « *real* » brésilien face au dollar.

Ces deux graphiques illustrent la forte variation de change entre 1993 et 1994 qui atteint une dépréciation de 2825%. Cette chute est la conséquence directe

de la crise mexicaine de 1994. A partir de cette date jusqu'à 1998, le real a continué de se dévaluer avec un rythme relativement faible.

Pendant la crise brésilienne, le real s'est violemment déprécié. Entre la fin de 1998 et la fin de 2002, la dévaluation est mesurée d'environ 192,2%. Après la crise, cette dévaluation a reculé de 18% l'année suivante. C'est-à-dire que la monnaie brésilienne s'est appréciée de 18% entre la fin de 2002 et 2003. Jusqu'à la fin de 2008, la monnaie nationale a maintenu relativement sa valeur avec une légère variation.

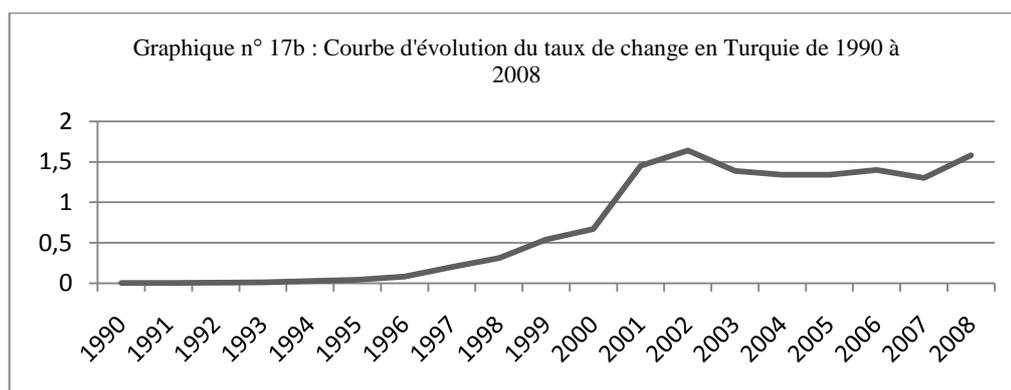
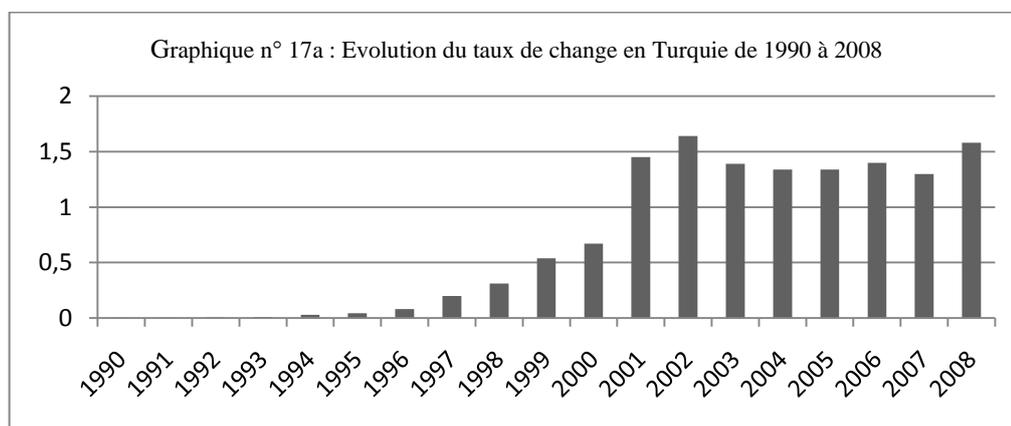


ix. En Turquie

La Turquie a connu, aussi, une période de crise de 2000 à 2002. La valeur de livre turque a subi, dans cette crise, une chute brutale. Les graphiques n°17a et n°17b révèlent cette chute de la monnaie turque à travers l'observation de l'évolution du taux de change.

Avant la crise turque, la période de 1990 à 1999 a témoigné d'une variation continue qui tend à la dévaluation de la monnaie turque mais qui n'était pas significative.

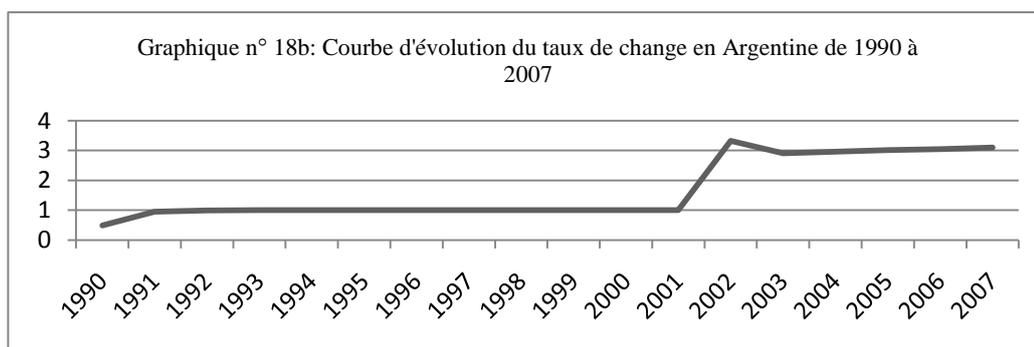
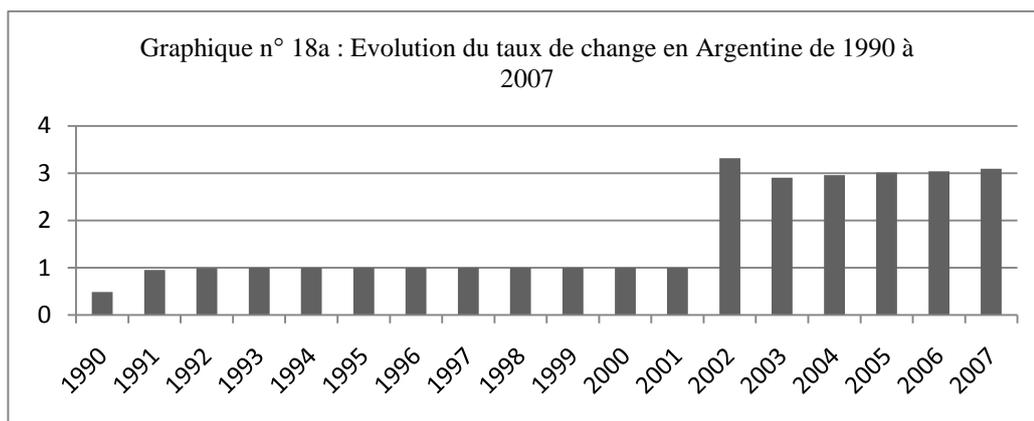
Au moment de la crise, la variation de change a enregistré une augmentation de 203,8% entre la fin de 1999 et fin 2002. Ce qui montre une forte dépréciation entre la fin de 1999 et 2002. Après cette crise, le livre turque a continué à se dévaluer avec un rythme moins violent que celui de la période de crise.



x. En Argentine

Entre 2001 et 2003, l'Argentine a connu une crise difficile qui a fait chuter brutalement la valeur de la monnaie du pays par rapport au dollar. Les graphiques n°18a et n°18b montrent la tendance à la hausse du taux du change. Après la crise, on retrouve que le taux de change est stable de 1991 à la fin de 2001. La dépréciation a commencé au cours de l'année de 2002 indiquant le début de la période de crise. A la fin de 2003, la variation est de 190,5%. Elle représente une chute brutale, surtout pour une monnaie qui voulait s'aligner sur le dollar.

Après la crise, la dépréciation du « peso » s'est maintenue avec une variation annuelle de près de 1% entre la fin de 2005 et 2006.



Les fortes chutes de la valeur des monnaies des pays émergents touchés par la crise étaient une caractéristique de l'effet des crises et traduisent des événements particuliers dans la vie de ces pays. Elles représentent la plus forte variation de change au cours des vingt dernières années pour le monde entier.

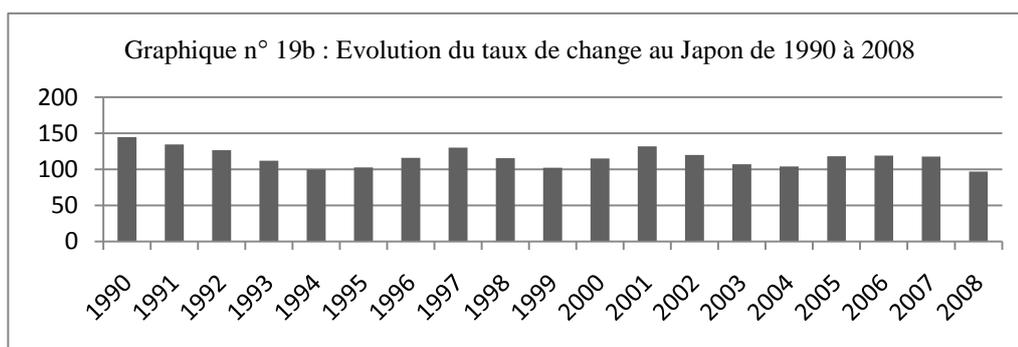
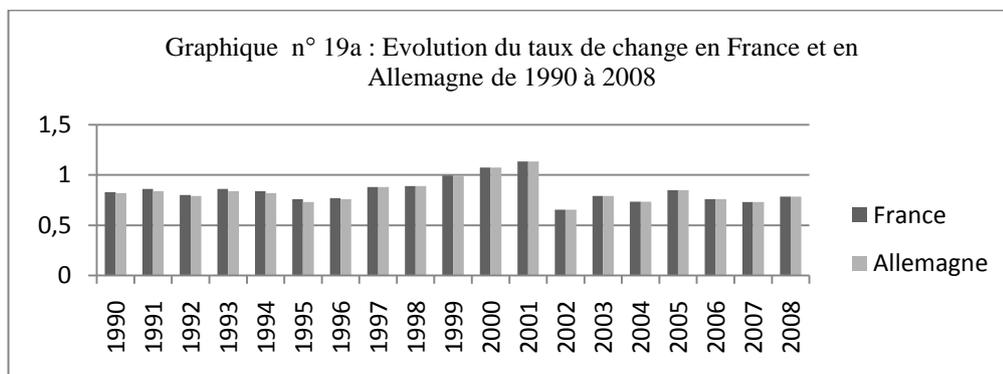
Pour vérifier ce fait, on étudie l'évolution des taux de change des trois pays les plus développés¹⁸⁶ : France, Allemagne et Japon. Les graphiques n°19a, 19b montrent l'évolution du taux de change de ces pays de 1990 à 2008.

On distingue la variation la plus grande qui peut être enregistrée au cours de cette période pour chaque pays développés et on compare cette variation avec celles des pays émergents touchés par la crise.

L'observation de ces deux graphiques montrent que les taux de change des trois pays développés n'ont pas subi de grande variation au cours des deux dernières décennies. Néanmoins, on peut soulever les plus grandes variations pour le besoin de la recherche.

¹⁸⁶ On exclut les Etats-Unis de cette démonstration car le taux de change américain est constant et égal à 1.

Pour la France et l'Allemagne, on a observé que la variation la plus grande a été entre la fin de 1998 et 2001 et qui a révélé une dépréciation de 27%. Pour le Japon, la variation la plus grande a été observée entre 2000 et 2001 et elle est de 12%.



Ces variations sont nettement inférieures par rapport à celles enregistrées dans les pays émergents touchés par la crise. Le tableau n°02 permet de voir la comparaison entre les différentes dépréciations réalisées dans les pays émergents et les pays développés.

Afin de mieux illustrer la comparaison des chutes des taux de change des pays émergents touchés par les crises et les pays développés étudiés, on trace le graphique n°20 qui montre les écarts existants entre les variations de change.

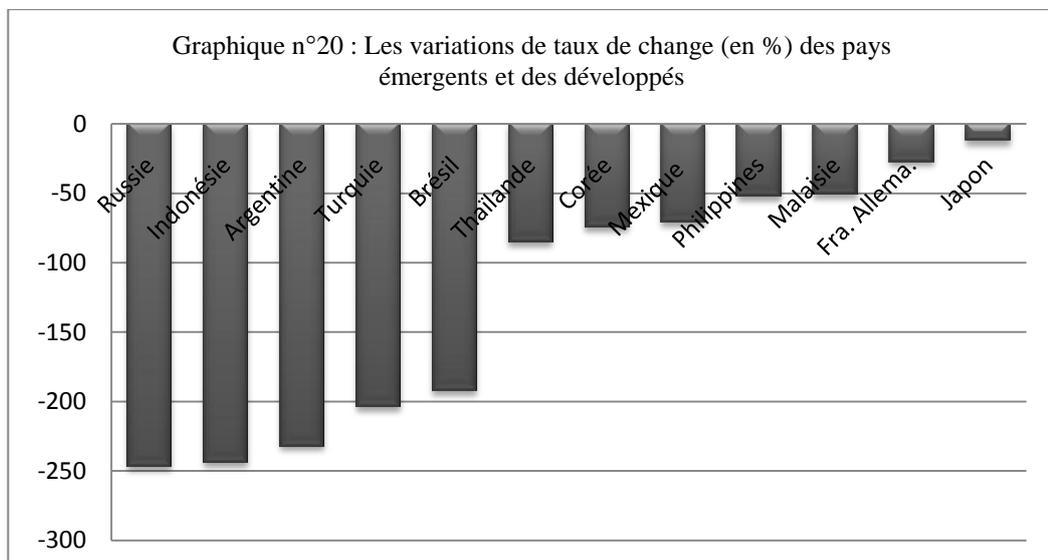
La lecture de cette comparaison se fixe sur l'idée que les fortes dépréciations sont celles des pays émergents touchés par les crises par rapport aux pays développés.

Aussi, on enregistre que les pays asiatiques ont eu des variations moins fortes par rapport aux autres pays émergents d'Amérique Latine et d'Europe qui ont eu des variations plus fortes.

Tableau n°02 : les variations (en %) des pays émergents pendant la crise et des pays développés

Pays	Variation en % (au moment de la crise)	Période de crise
Mexique	71,5	1994
Thaïlande	63,5	1997-1998
Indonésie	244,5	1997-1998
Philippines	47,7	1997-1998
Malaisie	51	1997-1998
Corée	74,2	1997-1997
Russie	246,5	1998-1999
Brésil	192,2	1999- 2002
Turquie	203,8	2000-2002
Argentine	232	2001-2002
France/ Allemagne	27	1998-2001
Japon	12,5	2000-2001

Source : *Par l'étudiant.*



c. L'analyse du phénomène

L'explication théorique donnée de la dépréciation de la monnaie est celle qui prend en compte la notion de l'équilibre du taux de change.

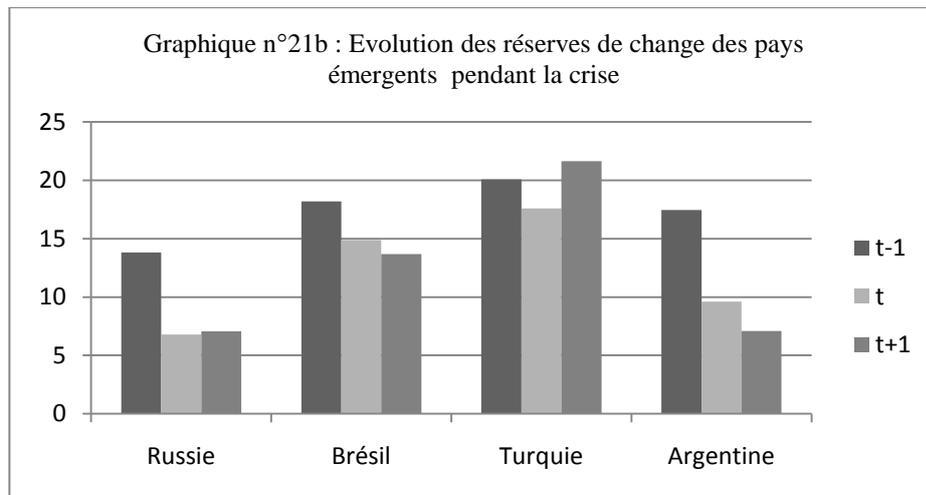
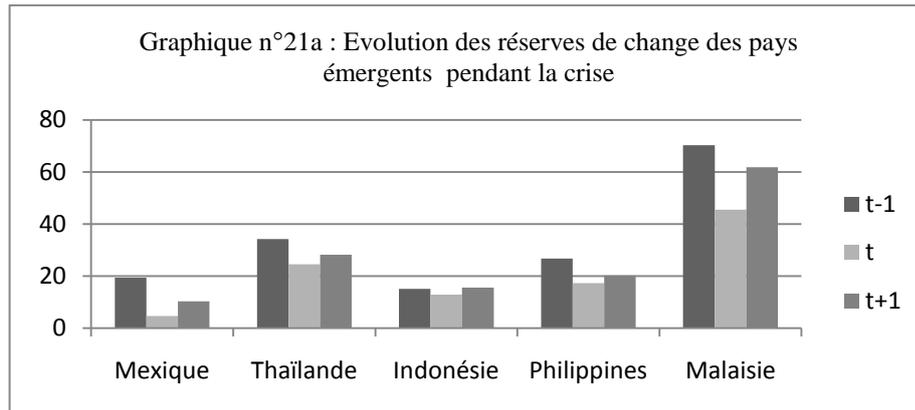
La dépréciation de la monnaie d'un pays peut se déclencher quand la quantité demandée du dollar dépasse la quantité offerte. Le taux de change se déplace, dans ce cas, vers le haut ou la courbe de demande se déplace totalement vers le haut en annonçant un autre taux de change d'équilibre qui indique l'incapacité du pays de maintenir le niveau précédent du taux de change d'équilibre.

Deux explications peuvent illustrer ce fait. La première explication considère que la quantité demandée est très forte car les sorties de capitaux du pays sont plus grande que les entrées de capitaux. La deuxième explication tient au fait que si le pays n'a pas suffisamment d'entrée de devises pour faire face à la demande, la valeur de la monnaie domestique chute et le taux de change augmente

Si on suit cette réflexion, on doit tenir compte des deux politiques de change. Dans le cas du système de change flottant, le pays peut choisir de ne pas intervenir et laisser le marché s'autoréguler par lui-même. Par contre, il doit intervenir, dans le cas du système de change fixe. Dans les deux cas, le pays doit intervenir, surtout, si la monnaie nationale subit des attaques spéculatives qui peuvent provoquer une dépréciation insupportable pour l'économie nationale.

Les pays émergents touchés par la crise suivent la même politique de change qui est basée sur le système du taux de change fixe. Quand ils ont subi les premières attaques spéculatives, ils puisent dans leurs réserves de change pour maintenir le taux de change fixe. Les graphiques n°21a et n°21b montrent que les réserves de change des pays émergents ont baissé considérablement la première année de la crise, désignée dans les graphiques par le symbole (t), par rapport à l'année qui précède la crise ($t - 1$).

Dans la deuxième année de la crise, les pays émergents acceptent le principe de flotter la monnaie du fait des dégâts subis de la dépréciation. Ce qui explique que les réserves de change n'ont pas baissé en deuxième année de la crise car les pays émergents n'avaient besoin de soutenir la valeur de la monnaie et puiser de leurs réserves de change.



B. Forte hausse des taux d'intérêt à court terme

La deuxième manifestation extérieure des crises des pays émergents soulevée par les analystes financiers est la forte hausse des taux d'intérêt à court terme en monnaie nationale. Ce fait observé pendant les différentes crises des pays émergents est, aussi, une caractéristique importante qui doit être étudiée pour comprendre le phénomène.

a. Le cadre théorique du phénomène

Les taux d'intérêt ont toujours occupé une place éminente dans la théorie économique et financière et dans les politiques économiques. Ils se présentent comme des variables indicateurs de l'état de l'économie d'un pays.

Sous un angle économique, il y a lieu de faire une distinction entre le taux d'intérêt réel et nominal :

- le premier : le taux d'intérêt réel est le taux d'intérêt nominal corrigé du taux d'inflation. C'est Irving Fischer (1930)¹⁸⁷ qui a été le premier à faire la distinction entre les taux d'intérêt nominaux et les taux d'intérêt réels qui prennent en compte l'effet de la hausse des prix ;
- le second : le taux d'intérêt nominal est le taux qui est défini à la création d'un emprunt. Il inscrit dans le contrat qui lie les parties.

Lorsque le taux d'inflation est faible, les deux taux d'intérêt sont peu différents. Par ailleurs, on peut avoir des taux d'intérêt nominaux positifs mais des taux d'intérêt réels négatifs, si l'inflation est plus élevée que les taux d'intérêt nominaux.

Il existe trois catégories de taux d'intérêt¹⁸⁸ :

- les taux d'intérêt directeurs des banques centrales ;
- les taux d'intérêt à court terme du marché monétaire ;
- et les taux d'intérêt à long terme du marché obligataire.

Les premiers taux sont totalement administrés par les banques centrales puisqu'ils constituent les instruments privilégiés de la régulation monétaire. Par contre, les derniers taux d'intérêt sont des taux appliqués dans le marché obligataire.

Même, s'ils n'apparaissent pas comme un instrument d'action des autorités monétaires, les taux d'intérêt à court terme sont au cœur des mécanismes des chocs monétaires. Ils sont considérés comme des variables de liaison des sphères monétaires et réels de l'économie. Ils se forment sur le marché monétaire mais de manière différente.

¹⁸⁷ Fischer I. (1930), « *Theory on Interest* », New York : The Macmillan Co, 1930.

¹⁸⁸ Simon Y. & Lautier D. (2007), « *Finance internationale et gestion des risques* », Ed. Economica, 5^{ème} édition, Paris, octobre 2007, p. 54.

Les taux d'intérêt à court terme sont déterminés sur le marché monétaire et résultent essentiellement de la politique conduite par la banque centrale. Ces taux représentent le prix que les banques commerciales doivent payer pour se refinancer, c'est-à-dire obtenir l'argent dont elle a besoin.

Dans une logique néoclassique, le taux d'intérêt est le prix résultant de la rencontre entre l'offre et la demande de fonds prêtable. Ce prix permet l'ajustement entre l'investissement et l'épargne. Mais, ajuster ne peut pas dire équilibrer dans la réalité.

Pour l'autorité monétaire, deux scénarios sont possibles. Si elle laisse les taux d'intérêt à des niveaux très faibles, le coût de l'emprunt est faible et les investisseurs peuvent obtenir des crédits à des intérêts très faibles. Ils profitent de l'effet de levier pour maximiser leurs profits. De cela, cette tendance encourage l'investissement au détriment de l'épargne. Mais, l'investissement ne peut exister sans l'épargne. D'un autre côté, le coût faible des taux d'intérêt incite les ménages à emprunter pour consommer. Si cette tendance à la consommation s'amplifie, elle va créer de l'inflation. C'est la consommation au détriment de la tendance inflationniste. Par ailleurs, le recours massif à l'investissement accompagné par des taux d'intérêt faibles handicapent le placement financier et font fuir les capitaux.

Par contre, des taux d'intérêt très élevés encouragent l'épargne et le placement financier au détriment de l'investissement et la consommation. L'inflation pourrait, aussi, se réduire en stimulant l'épargne, ce qui pourra être un mécanisme pour absorber la masse monétaire dans le marché. La banque centrale pourrait intervenir pour l'un ou l'autre, mais elle tient compte dans le choix de scénario les conjonctures et de l'urgence de la situation qui se présente.

Par exemple, quand il y a dégradation des finances publiques qui aurait entraîné une hausse des taux d'intérêt réels, qui aurait dissuadé les entreprises d'investir et les ménages de consommer. Le niveau élevé de la dette et du déficit public

créerait des pressions inflationnistes, qui conduiraient les banques centrales à augmenter le taux d'intérêt de court terme (Creel & al., 2005)¹⁸⁹.

Ajuster les taux d'intérêt à court terme suivant la conjoncture dans laquelle un pays se trouve, est compréhensible et émane d'une politique économique justifiable. Mais, quand on enregistre de très forte hausse taux d'intérêt, on ne peut comprendre l'intérêt. C'est le cas des pays émergents au cours des crises.

b. L'observation de la hausse des taux d'intérêt à court terme dans les pays émergents au cours des crises

Pour que l'observation de la hausse des taux d'intérêt à court terme dans les pays émergents touchés par les crises soit significative, il est préférable de faire une comparaison avec les mêmes taux d'intérêt pratiqués par les pays développés.

Pour cela, deux observations sont nécessaires à faire :

- la première : elle sert à constater l'augmentation des taux pour le même pays au cours de la crise et à comparer avec les autres périodes, c'est-à-dire avant et après la crise. Cette comparaison permet de voir l'écart et la différence entre les taux au moment de la crise et en temps normal ;
- la deuxième : elle sert à constater plus de cette forte hausse des taux en les comparant avec ceux des pays développés sur des périodes longues.

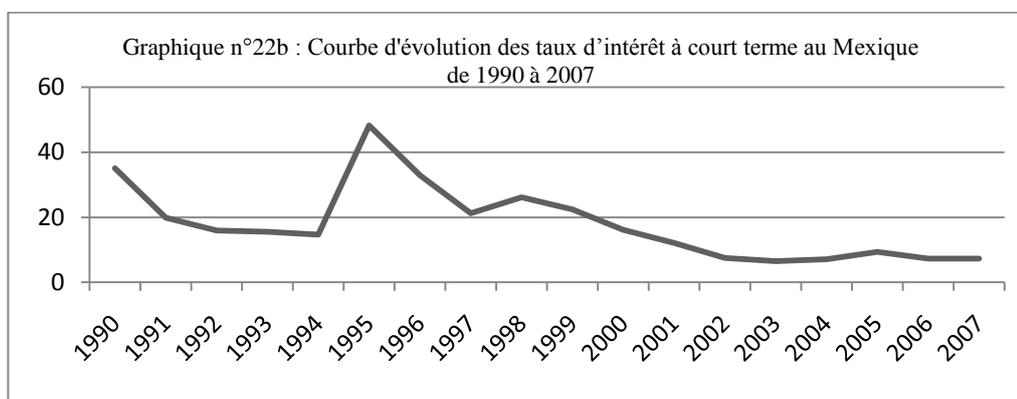
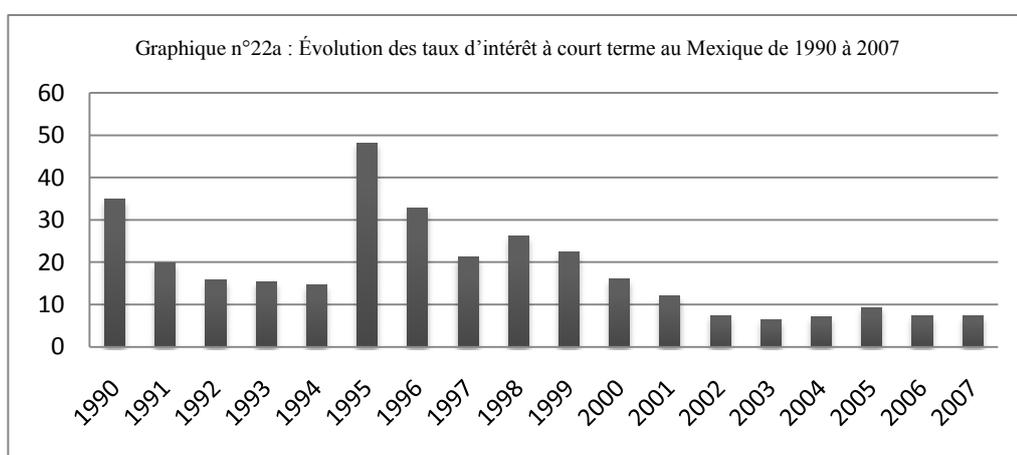
i. Au Mexique

Les graphiques n°22a et n°22b montrent l'évolution des taux d'intérêt à court terme au Mexique de 1990 à 2007. On observe que ces taux sont très élevés,

¹⁸⁹ Creel J., Ducoudré B, Mathieu C. & Sterdyniak H. (2005), « *Doit-on oublier la politique budgétaire ?* », *Revue de l'OFCE*, n° 92, pp. 43-97.

notamment, de 1990 jusqu'à 2001. Ce n'est qu'à partir de 2002 où on enregistre une baisse de ces taux sous la barre de 10 % pour se stabiliser à ces niveaux jusqu'à 2007.

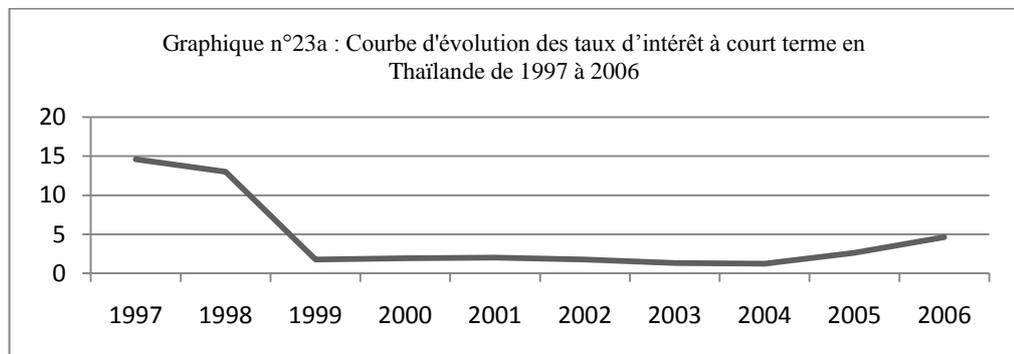
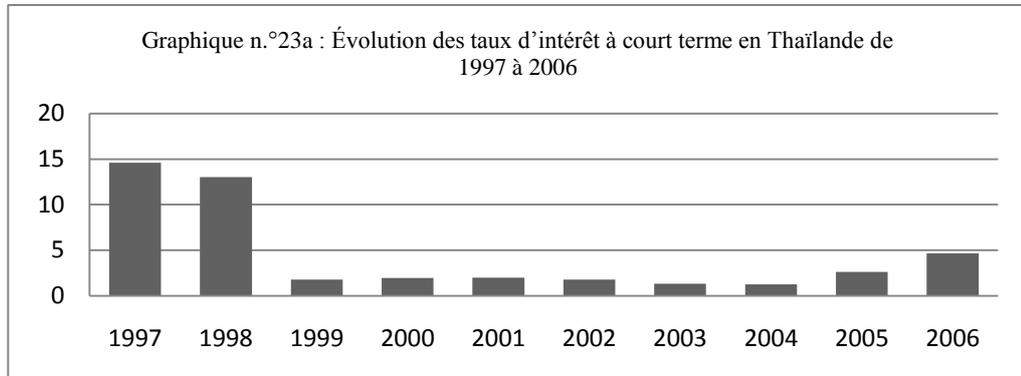
Au moment de la crise, les taux d'intérêt à court terme ont atteint leur maximum avec un taux de 48.24% en 1995. Pendant la crise mexicaine de 1994, les taux d'intérêt à court terme ont été augmentés par le gouvernement mexicain que la deuxième année de la crise. Cette mesure était une réaction aux effets de la crise.



ii. *En Thaïlande*

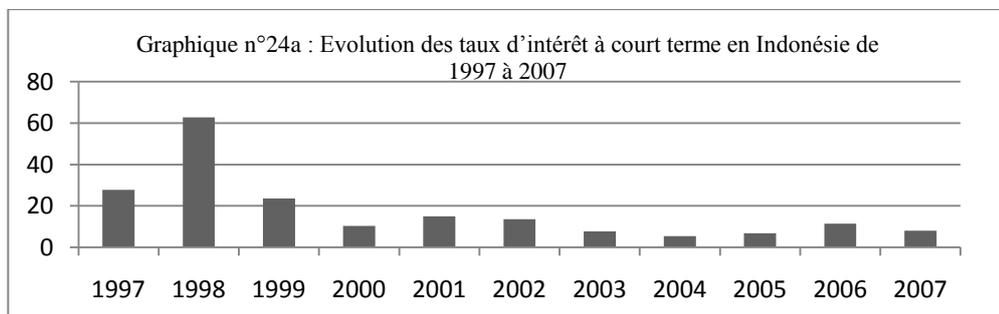
Au Thaïlande, les taux d'intérêt à court terme étaient très élevés pendant les deux ans de la crise asiatique. Dans l'année 1997, on enregistre 14,59 % et 13,02 % dans 1998. Proportionnellement, ces taux sont très élevés par rapport aux taux pratiqués au cours des années qui suivent la crise asiatique.

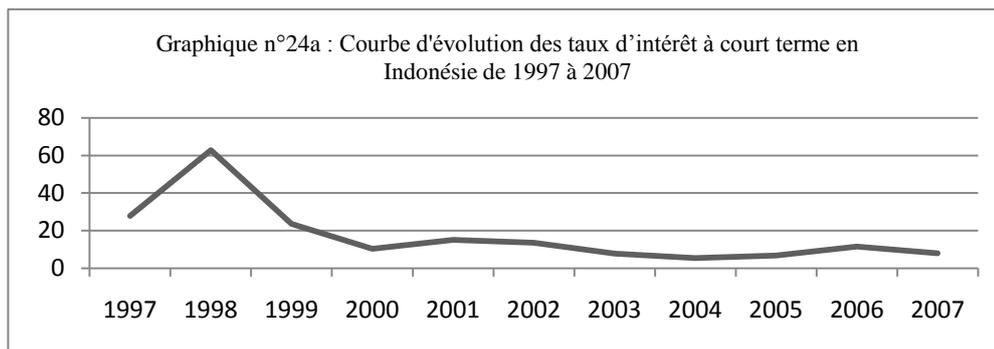
Après la crise, les taux sont revus sensiblement à la baisse comme le montre les graphiques n°23a et n°23b.



iii. En Indonésie

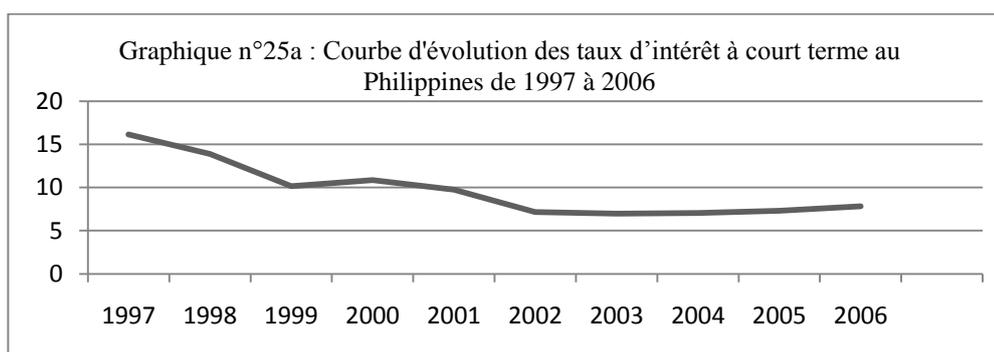
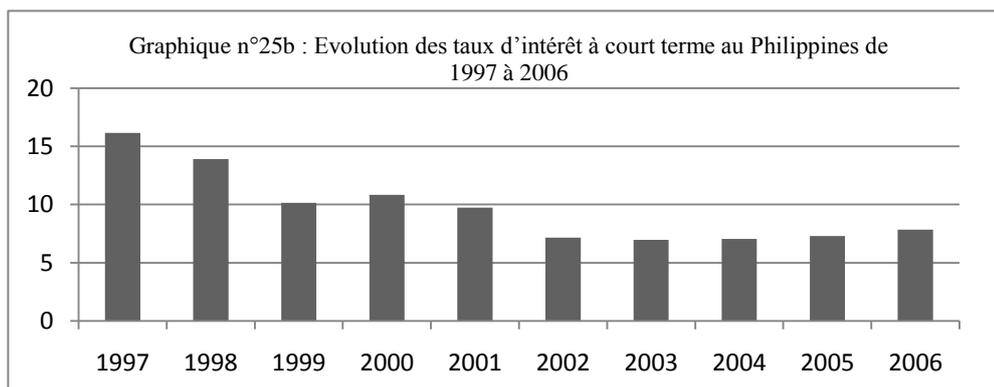
A partir es graphiques n°24a et n°24b, on enregistre en Indonésie une hausse des taux d'intérêt à cout terme pendant la crise asiatique. En 1998, ces taux ont atteint 62,79% et 27,82% en 1997. Ces taux sont très élevés par rapport aux autres taux pratiqués de 1999 à 2007.





iv. *Au Philippines*

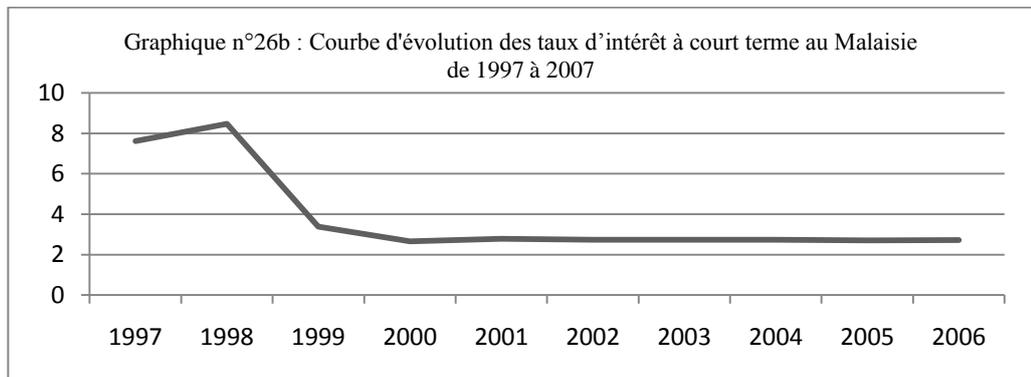
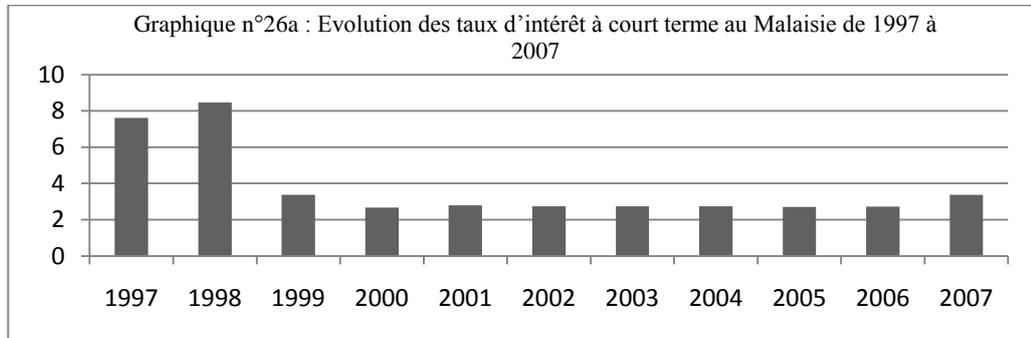
Les graphiques n°25a et n°25b montre que les taux d'intérêt à court terme pratiqués au Philippines ont connu une très forte hausse pendant la crise asiatique. Ces taux ont atteint 16,16 % en 1997 et 13,9 % en 1998. Ils se présentent comme des taux très élevés par rapport aux ceux observés de 1999 à 2006.



v. *Au Malaisie*

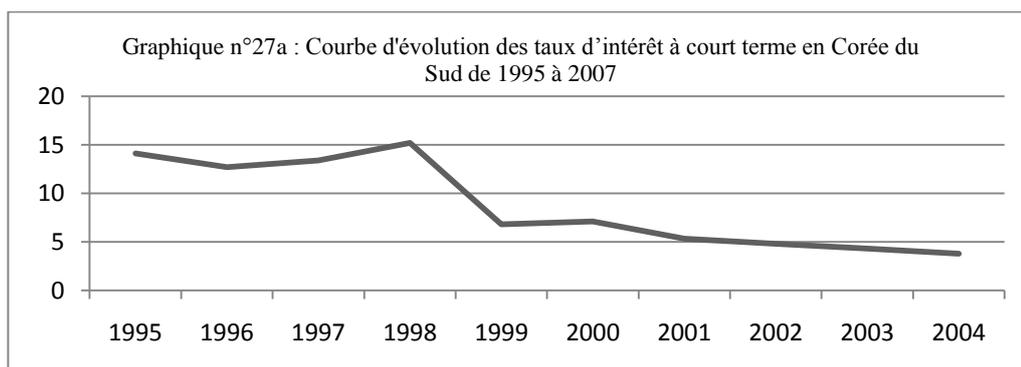
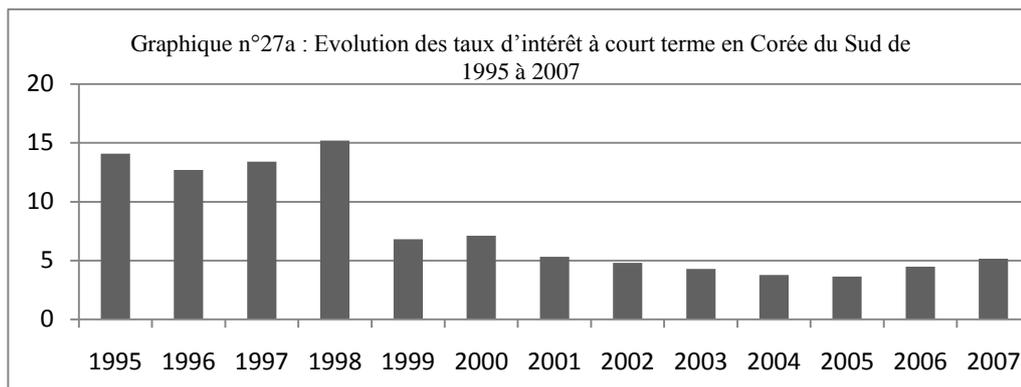
Le graphiques n°26a et 26b illustrent, aussi, la hausse des taux d'intérêt à court terme pendant la crise asiatique au Malaisie. En 1997, le taux a atteint 7,61% et 8,46% en 1998.

Par rapport aux autres, taux pratiqués dans les années qui suivent la crise, ces taux sont très élevés et le graphique n°26a montre ce constat. D'ailleurs, ces taux après la crise ont sensiblement baissé et stabilisé à des niveaux très bas en tenant compte de ceux connus en période de la crise.



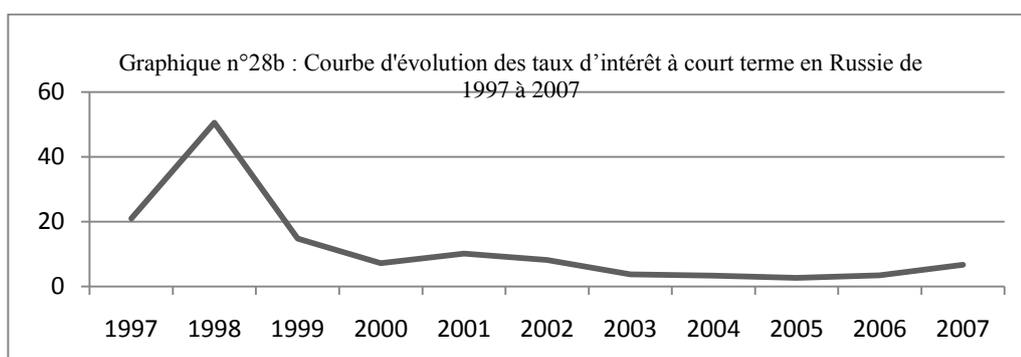
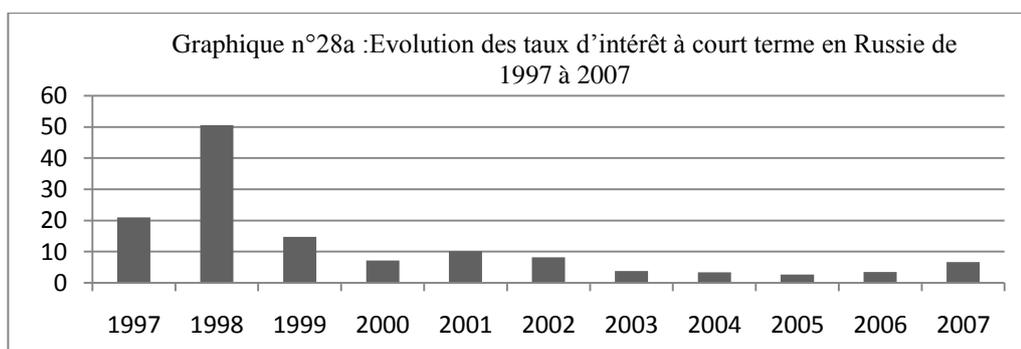
vi. *En Corée du Sud*

La hausse des taux d'intérêt à court terme est, également, observée en Corée du Sud pendant la crise asiatique. Les graphiques n°27a et 27b montrent que ces taux ont atteint respectivement 13,4% et 15,2% en 1997 et 1998. En comparant ces taux avec ceux des autres années, on constate qu'ils étaient très élevés par rapport aux autres taux pratiqués dans les années qui suivent la crise asiatique. De 1999 à 2007, c'est-à-dire après la crise, les taux ont considérablement baissé et ont stabilisé à des niveaux très bas. Par contre, ces taux étaient, aussi, très élevés avant la crise. Cette hausse est remarquée en 1995 et en 1996.



vii. *En Russie*

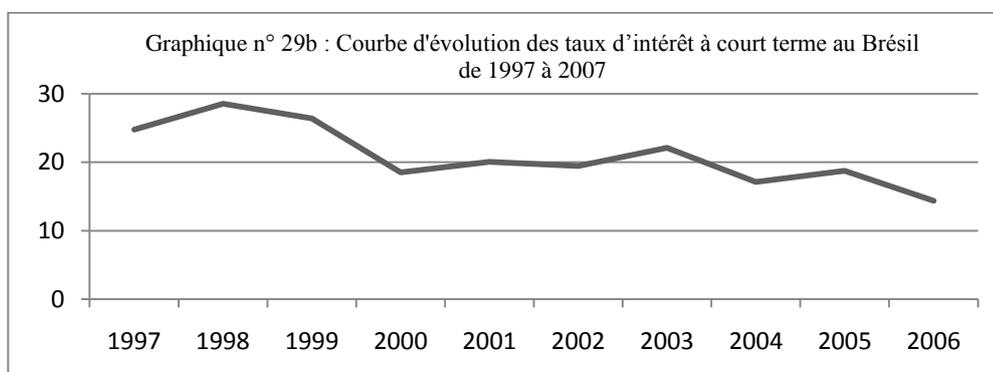
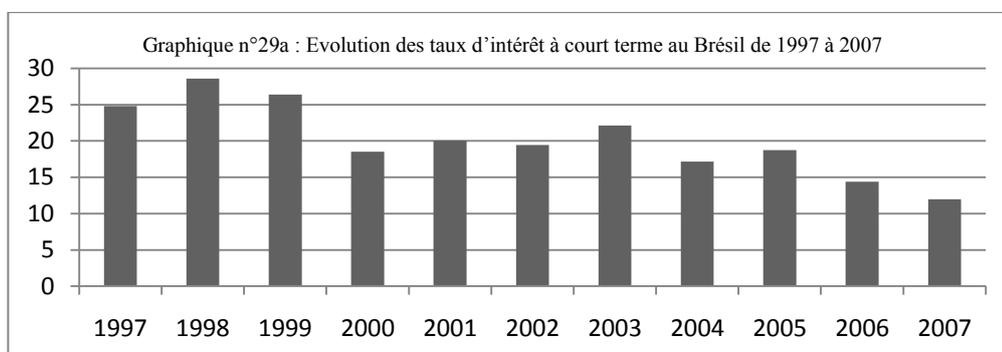
La crise russe de 1998 s'est, également, manifesté par la hausse des taux d'intérêt à court terme en Russie. Les graphiques n°28a et n°28b montrent que le taux a atteint 50,56% en 1998.



Ce taux observé pendant la crise est très élevé par rapport aux autres années qui précèdent et qui suivent la crise de 1998.

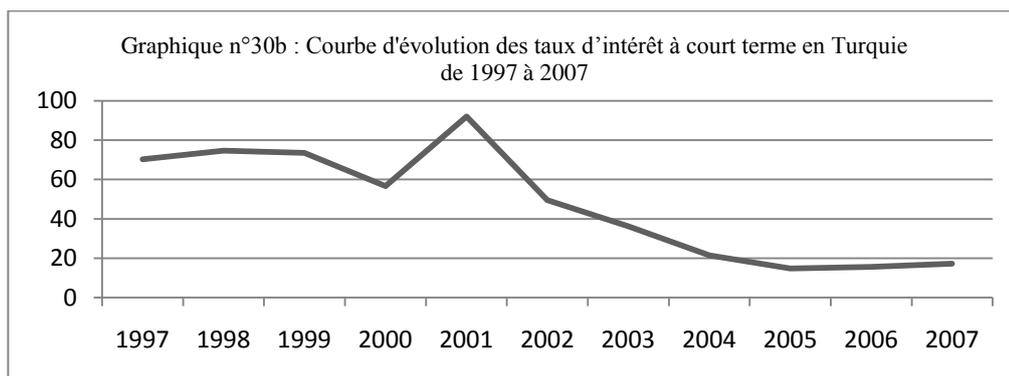
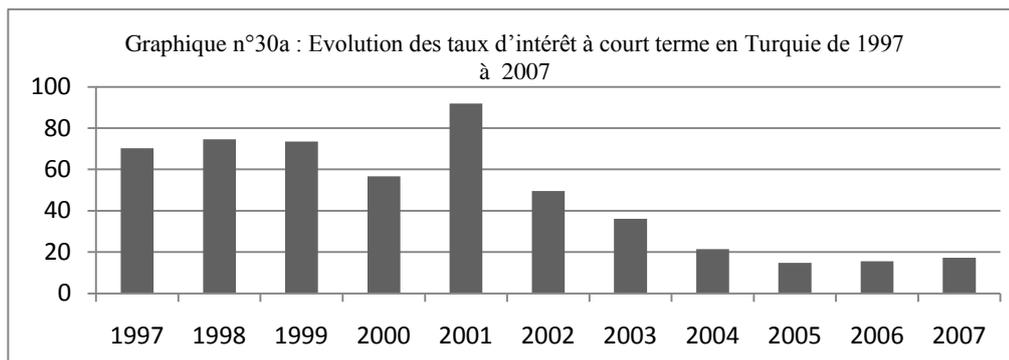
viii. Au Brésil

La crise brésilienne de 1999 a provoqué une hausse des taux d'intérêt à court terme. Les graphiques n°29a et n°29b permettent d'observer que ces taux sont très élevés pendant la crise asiatique en 1997 et pendant la crise russe en 1998. Pendant la crise brésilienne, ces taux ont atteint 26,39 % et restent à des niveaux très élevés même s'ils ont un peu baissé. Après la crise du Brésil, les taux d'intérêt à court terme ne baissent pas trop.



ix. En Turquie

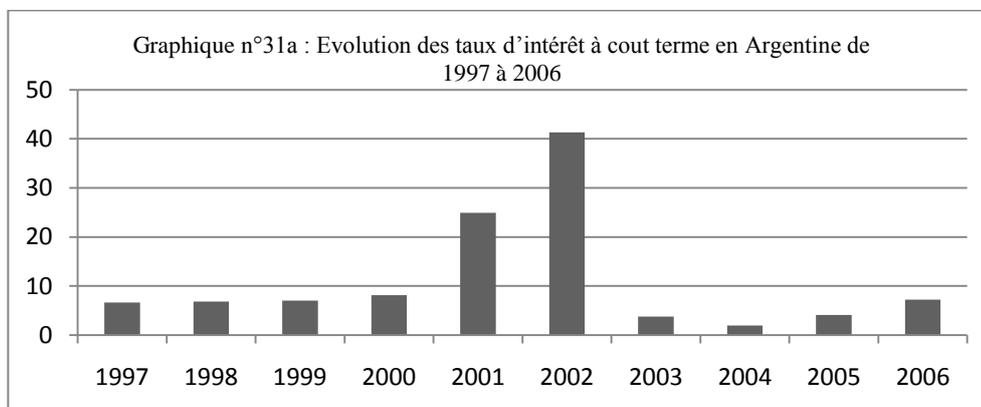
Lors de la crise turque de 2000, la Turquie a subi une forte hausse des taux d'intérêt à court terme. Les graphiques n°30a et n°30b montrent qu'avant et au moment de cette crise, ces taux ont atteint des niveaux très élevés par rapport à la période de l'après crise.

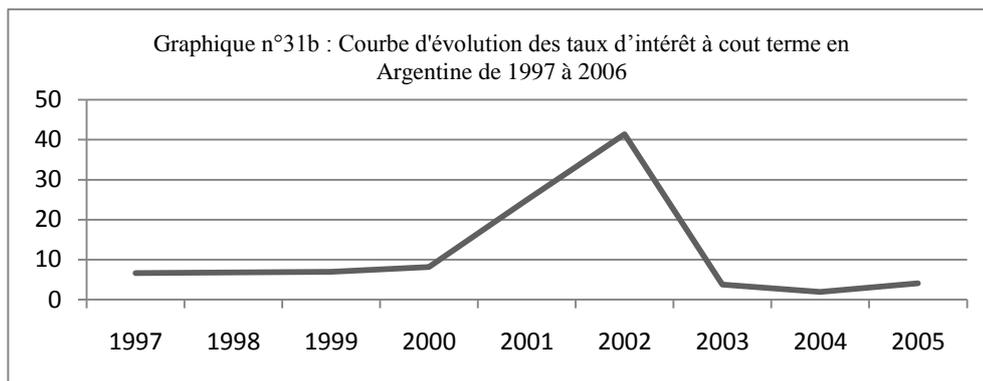


Avant la crise, ces taux ont atteint 70,32 %, 74,6 % et 73,53 % respectivement 1997, 1998 et 1999. Au moment de la crise, ils ont atteint 91,95 % en 2001. Après la crise, ces taux ont baissé jusqu'à 14,73% en 2005.

x. *En Argentine*

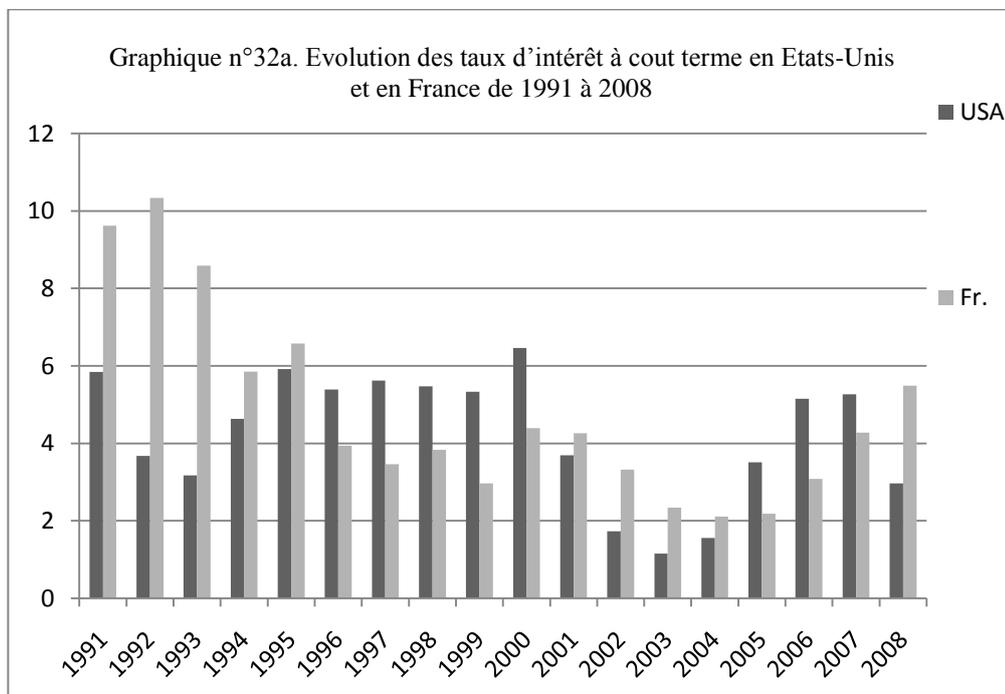
Les graphiques n°31a et n°31b permettent d'observer la forte hausse des taux d'intérêt à court terme en Argentine, pendant la crise argentine de 2001. En 2002, ils ont atteint 41,35% et 24,9% en 2001. Habituellement, ces taux sont très faibles par rapport à ceux réalisés pendant la crise.



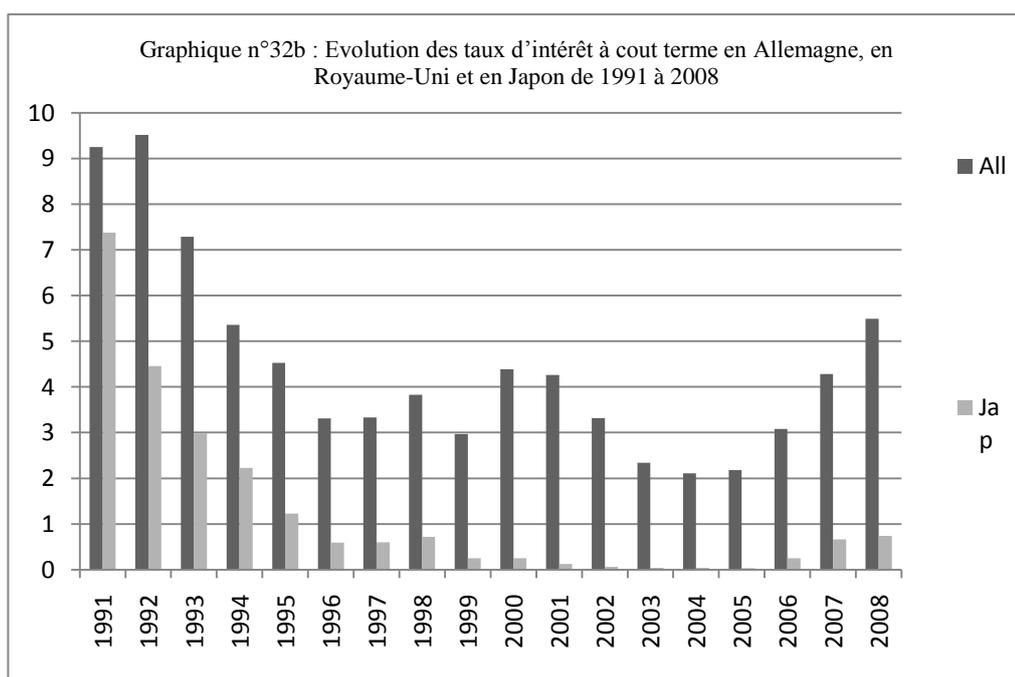


L'observation des taux d'intérêt à court terme pratiqués dans les pays développés permettent de voir les plus élevés pendant la période de 1991 à 2008. Cette observation vise à comparer ces taux d'intérêt avec ceux des pays émergents pendant la crise.

La comparaison permet, aussi, de constater la forte hausse réalisée dans les pays émergents est exceptionnel. Les graphiques n°32a et n°32b montrent que le taux le plus élevé au Etats-Unis a été enregistré en 2002 et a été 6,46%. En France, le taux le plus élevé a été observé en 1992 et a atteint 10,34%.



Pour ce qui est de l'Allemagne et du Japon, les taux d'intérêt observés montrent qu'ils sont, aussi, moins élevés par rapport au taux enregistrés dans les pays émergents au cours de la crise. En Allemagne, les taux les plus élevés sont ceux de 1992 avec un taux de 9,52%. Par contre, le Japon réalise les taux les plus faibles des pays développés parce qu'ils ont effleuré le chiffre zéro (0) de 1996 à 2008. Par contre, le taux le plus élevé est réalisé en 1991 avec un taux de 7,38 qui est une conséquence de la crise japonaise déclenchée en 1990.



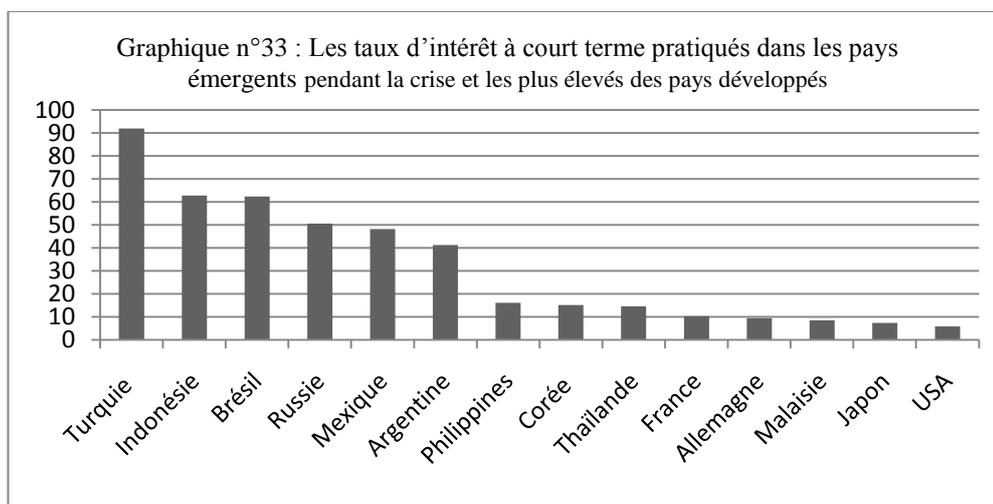
Ces résultats sur les taux d'intérêt à court terme dans les pays émergents au cours des crises et sur les taux les plus élevés les quatre pays développés sont regroupés dans le tableau n°03.

Ce tableau montre les écarts qui existent entre les taux d'intérêt à court terme les plus élevés d'un coté à l'autre. Ces écarts sont, aussi, présenté dans le graphique n°33.

Dans ce graphique, on peut observer que tous les pays émergents touché par la crise, à l'exception de la Malaisie, ont fait augmenter leurs taux d'intérêt à court terme à des niveaux très élevés par rapport aux ceux enregistrés dans les pays développés.

Tableau n°03 : Les taux d'intérêt à court terme les plus élevés des pays émergents pendant la crise et les pays développés

Pays	Taux d'intérêt à court terme	Année
Mexique	48,24	1995
Thaïlande	14,59	1997
Indonésie	62,79	1998
Philippines	16,16	1997
Malaisie	8,46	1998
Corée	15,2	1998
Russie	50,56	1998
Brésil	62,39	1999
Turquie	91,95	2001
Argentine	41,35	2001
Etats-Unis	6,46	2000
France	10,34	1992
Allemagne	9,52	1992
Japon	7,38	1991



Deux groupes de pays émergents se distinguent par cette comparaison. D'une part, les pays asiatiques, à l'exception de l'Indonésie, qui réalisent des taux d'intérêt à court terme inférieurs par rapport aux autres pays émergents. Par contre, les autres pays émergents ont pratiqué des taux d'intérêt à court terme très élevés par rapport aux taux pratiqués dans les pays asiatiques.

Cette différence trouve explication dans la nature différente de la structure économique des deux groupes des pays émergents.

C. Forte hausse des *Spreads* de taux d'intérêt en dollars

Pendant le déclenchement des crises des pays émergents, les économistes soulèvent, également, comme manifestation extérieure, une forte hausse des *spreads* de taux d'intérêt en dollars.

a. Le cadre théorique du phénomène

Le « *spread* » de taux d'intérêt est l'écart entre les taux d'intérêt les plus élevés et les plus faibles pratiqués dans le marché financier et bancaire dans un pays.

Généralement, les plus faibles taux d'intérêt sont pratiqués pour les bons de trésor. Par exemple, les Etats-Unis émettent des bons de trésor dans le marché financier à des taux d'intérêt très faible par rapport aux autres taux d'intérêt pratiqués dans le marché bancaire et financier. Ces taux sont faibles car les différents risques liés à ce placement sont faibles.

Par contre, les taux les plus élevés sont ceux qui sont pratiqués par les banques sur les crédits à court terme. Ils sont élevés car les risques liés à ce genre de placement sont grandes. Plus que ces risques sont grandes, plus ces taux sont élevés. Cela représente un indicateur de la détérioration de la conjoncture.

De ce fait, une hausse du *spread* est « synonyme d'une détérioration de la conjoncture car les risques associés aux crédits augmentent »¹⁹⁰. De ce fait, le *spread* est un indicateur de défaut de paiement. Plus que cet indicateur est élevé, plus le risque de défaut de paiement est grande et plus probable. Les *spreads* sont, donc, étudiés pour se mettre une idée sur l'état financier du pays.

Cet indicateur de défaut de paiement est un signe extérieur des crises financières qui ont touchés les pays émergents. L'observation de l'évolution des *spreads* dans ces pays au cours de la crise permet de constater ce fait.

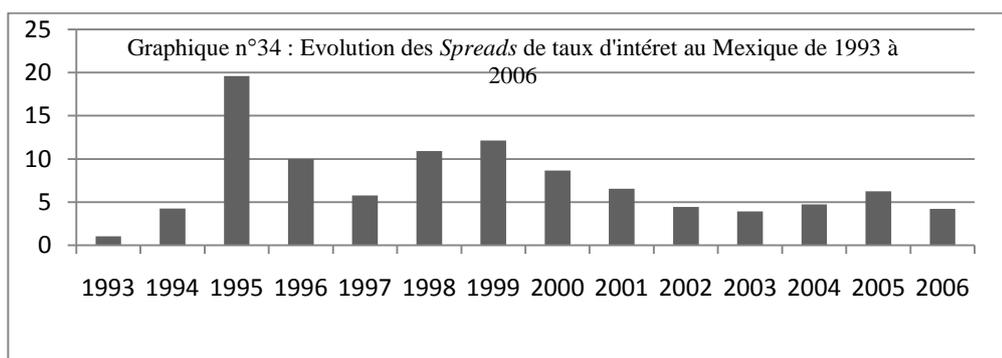
¹⁹⁰ Aglietta M. (1997), « *Macro-économie internationale* », Ed. Montchrestien, Paris, octobre 1997, p. 15.

b. L'observation du phénomène dans les pays émergents pendant les crises

L'observation de la hausse des *spreads* de taux d'intérêt dans les pays émergents pendant les crises ne peut être complète et significative que si on la compare avec celle qui se pratique dans les pays développés.

i. Au Mexique

Le graphique n°34 montre que l'évolution des *spreads* de taux d'intérêt au Mexique de 1993 à 2006. On peut observer que le *spread* le plus élevé a été réalisé en 1995. Cette année coïncide avec la deuxième année de la crise mexicaine.

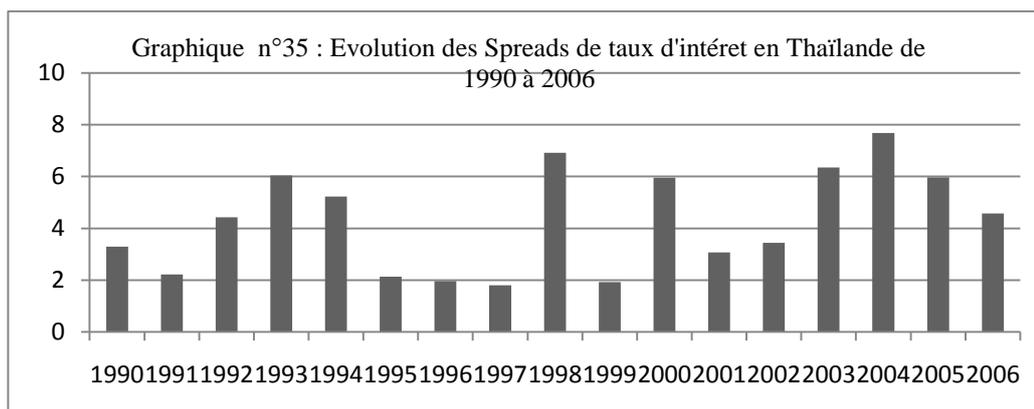


Après la crise mexicaine de 1994, les *spreads* sont restés élevés. Par contre, ils étaient moins élevés avant la crise.

ii. En Thaïlande

Les *spreads* de taux d'intérêt, en Thaïlande, ont été très élevés pendant la crise asiatique, notamment en 1998. Le graphique n°35 montre que cet écart de taux a été enregistré la deuxième année de la crise, alors qu'il reste faible en première année.

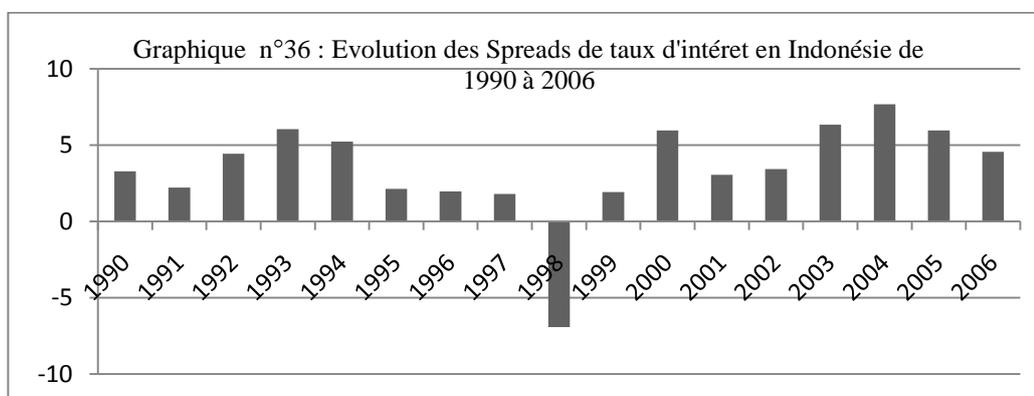
Après la crise, on observe que les *spreads* restaient élevés, notamment en 2004. Avant la crise, ils sont moins élevés.



iii. *En Indonésie*

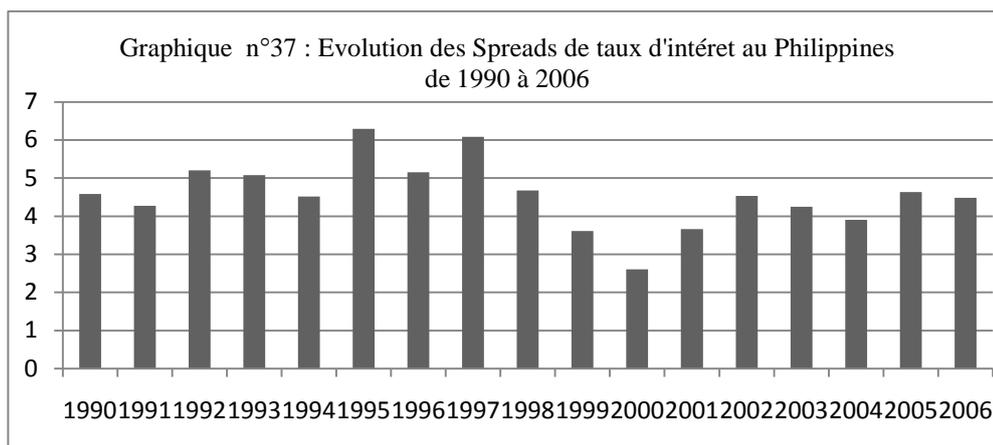
Le graphique n°36 permet d'observer l'évolution des spreads de taux d'intérêt en Indonésie de 1990 à 2006. Cet écart de taux d'intérêt se montre, pendant la crise asiatique, en deux visages. En première année de crise, il est moins élevé par rapport aux autres périodes. Par contre, en deuxième année, il est négatif.

Mais, cet écart augmente, après l'année 2000, comme conséquence de la crise asiatique.



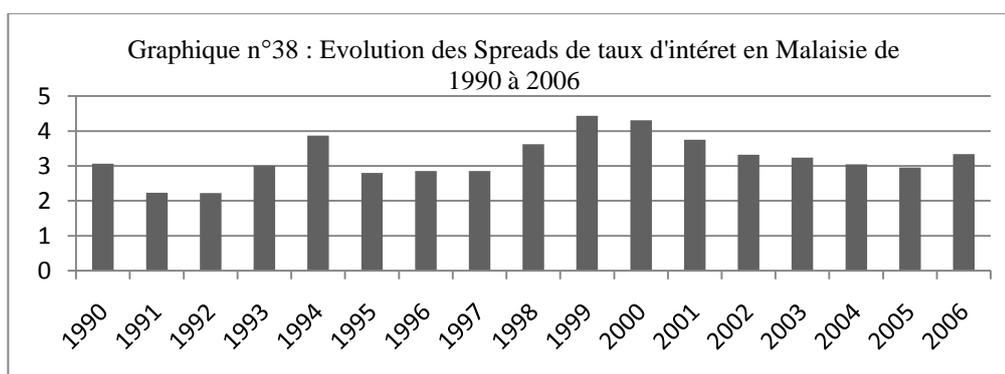
iv. *Au Philippines*

Au Philippines, les spreads de taux d'intérêt n'ont beaucoup augmenté, pendant la crise asiatique, par rapport aux autres périodes. Le graphique n°37 illustre l'évolution des spreads de taux d'intérêt dans ce pays de 1990 à 2009 et permet de faire les observations de deux années de crise.



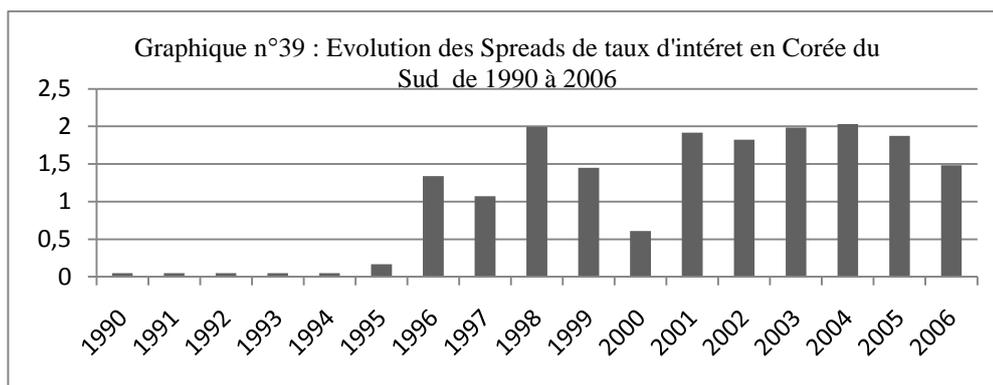
v. *En Malaisie*

Le graphique n°38 illustre l'évolution des spreads de taux d'intérêt en Malaisie de 1990 à 2006. Ces spreads de taux d'intérêt ne sont pas très élevés au moment de la crise mais ils sont plus élevés après la crise, à partir de 1999.



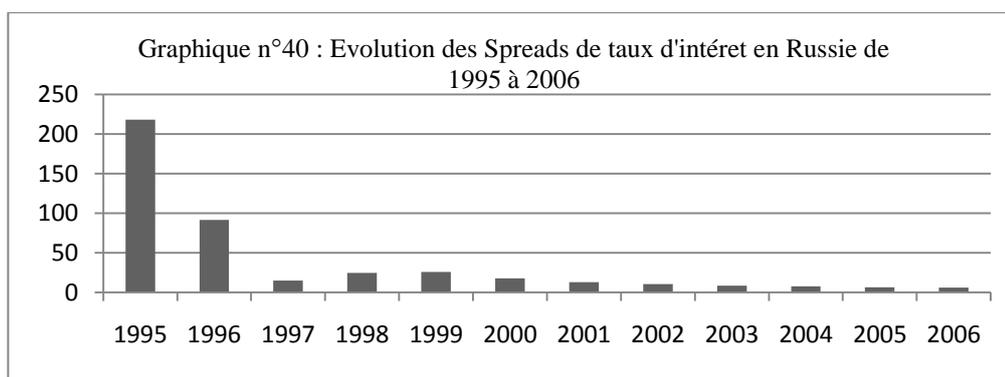
vi. *En Corée du Sud*

En Corée du Sud, les *spreads* de taux d'intérêt sont très faibles entre 1990 et 1995. Au cours de la crise asiatique, cet écart de taux augmente sensiblement en 1997 et en 1998. Après la crise, il reste élevé jusqu'à 2006. Le graphique n°39 permet cette observation.



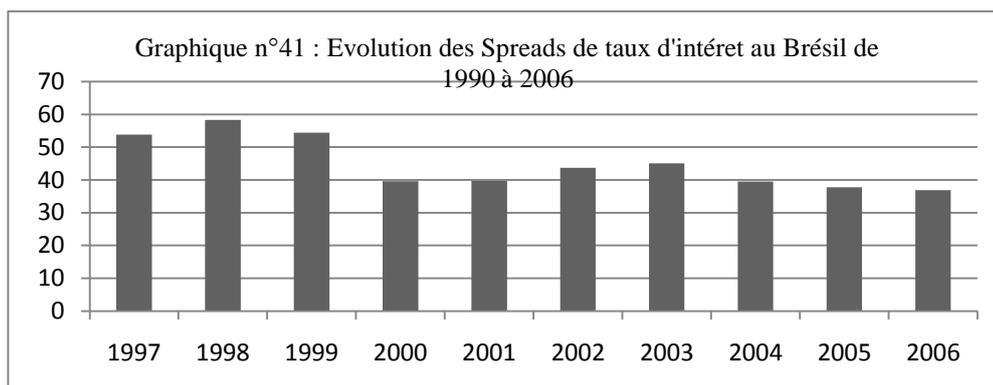
vii. *En Russie*

Le graphique n°40 montre l'évolution des spreads de taux d'intérêt en Russie de 1995 à 2006. Il permet d'observer que le spread le plus élevé pendant cette période est celui de 1995. Pendant la crise russe de 1998, cet écart de taux reste élevé mais à des niveaux bas par rapport à celui de 1995. Après la crise, il baisse progressivement.



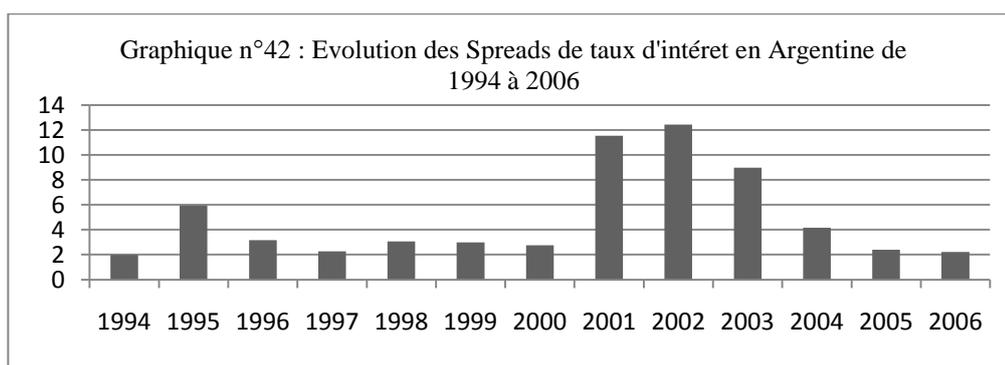
viii. *Au Brésil*

La crise brésilienne de 1999 a provoqué une hausse des spreads de taux d'intérêt au cours de cette année au Brésil. Le graphique n°41 trace l'évolution des spreads de taux d'intérêt dans ce pays de 1990 à 2006 et permet d'observer que cet écart est très élevé avant et pendant la crise. Après la crise, il baisse sensiblement mais il reste à des niveaux très élevés.



ix. En Argentine

En Argentine, l'évolution des spreads de taux d'intérêt de 1994 à 2006, illustrée dans le graphique n°42, permet d'observer que ces spreads étaient faibles avant et pendant la crise mais ils augmentaient après la crise en 2001 et 2002.



Afin de procéder à une observation comparative, on doit s'intéresser à l'évolution des spreads de taux d'intérêt de l'Allemagne, de la France et du Japon de 1990 à 2005 pour déterminer le spread le plus élevé dans cette période. Cela est illustré dans le graphique n°43.

Pour l'Allemagne, on observe que l'année 1993 présente un spread de 7%. Pour la France, on enregistre 6% en 1991. Pour le Japon, le spread le plus élevé est de 3% et qui est réalisé en 1990.

Sur ces résultats, on trace un tableau et une graphique qui illustre cette comparaison.

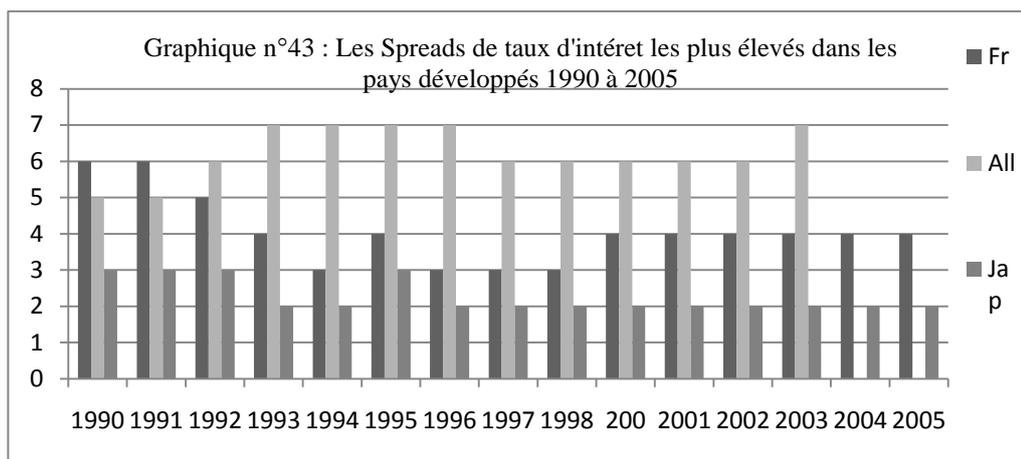


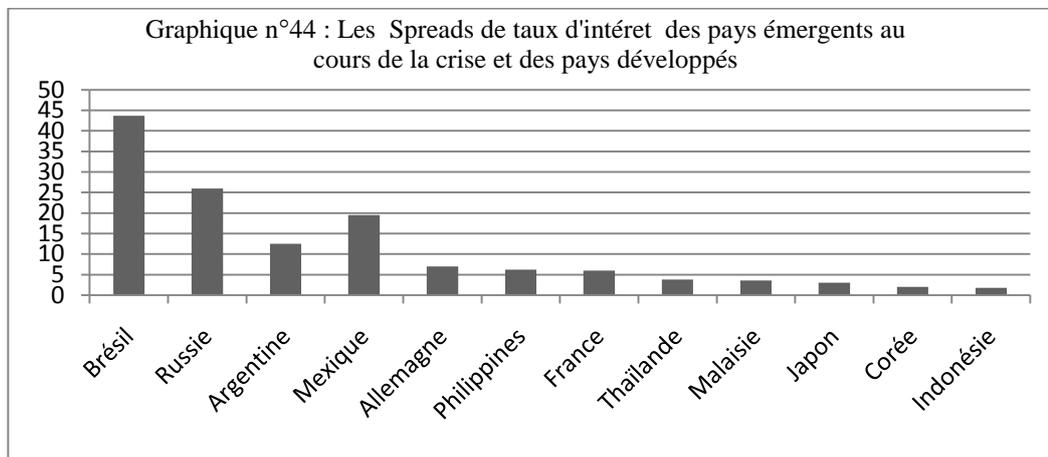
Tableau n°04 : Les Spreads de taux d'intérêt des pays émergents au cours de la crise et des pays développés

Pays	Spreads (en %)	Année
Mexique	19,6091667	1995
Thaïlande	3,77083333	1998
Indonésie	1,80333333	1997
Philippines	6,08191667	1997
Malaisie	3,62083333	1998
Corée	1,99166667	1998
Russie	26,0333333	1999
Brésil	43,7322721	2002
Argentine	12,4303342	2002
France	6	1991
Allemagne	7	1993
Japon	3	1990

Le tableau n°04 et le graphique n°44 permet d'illustrer la comparaison entre les pays émergents et les pays développés concernant les spreads les plus élevés. On peut faire deux remarques :

- les pays de l'Amérique Latine et la Russie présentent des spreads de taux d'intérêt les plus élevés par rapport les pays développés et les pays asiatiques ;

- les pays asiatiques n’ont pas eu les mêmes attitudes avec les autres pays émergents pendant la crise concernant les spreads de taux d’intérêt.



D. Forte chute d’activité

Les crises financières sont accompagnées d’une forte chute de l’activité et sont précédées d’une période de croissance faible ou déclinante. Ainsi, la consommation est affectée dans les pays émergents touché par les crises.

a. Le cadre théorique du phénomène

L’activité d’une économie est mesurée généralement par la croissance, la consommation et l’investissement sur une période donnée qui est, souvent une année.

La croissance économique signifie l’augmentation de la production de biens et de services dans une économie sur une période donnée, en particulier sur une période longue. En pratique, l’indicateur utilisé pour la mesurer est le produit intérieur brut ou PIB. On utilise la croissance du PIB par habitant comme indication de l’amélioration du niveau de vie.

Investissement est considéré comme étant la part de la production utilisée par les firmes privées pour assurer une production future. Les dépenses d'investissement peuvent être considérées comme la part du PNB utilisée pour accroître le stock capital du pays. Concernant la consommation, on s'intéresse à la consommation intermédiaire qui contribue à la production d'autres biens ou services.

Pour une économie, la chute de l'activité désigne la baisse de la croissance qui affecte la consommation et l'investissement. Ce qui signifie une baisse de la production de biens et de services.

b. L'observation du phénomène dans les pays émergents pendant la crise

L'observation de la chute de l'activité des économies émergentes pendant les crises financières se fera de deux manières :

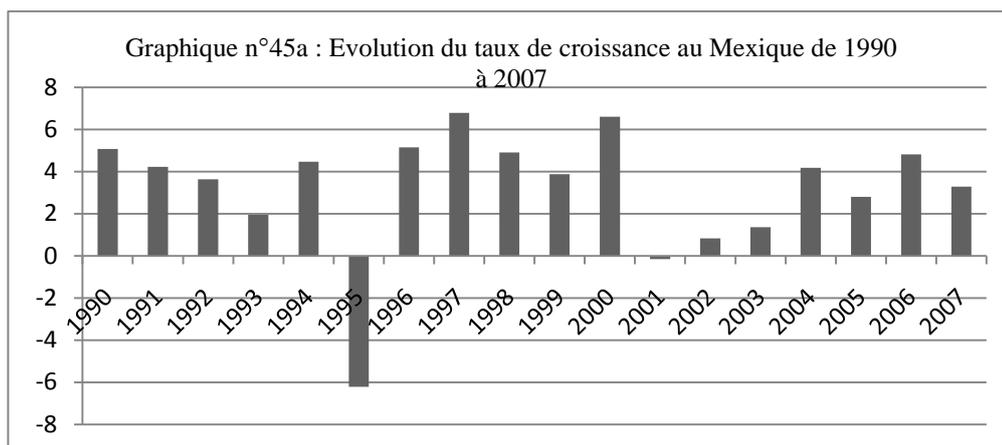
- par la baisse du taux de croissance ;
- par la baisse de la variation de la consommation.

i. Au Mexique

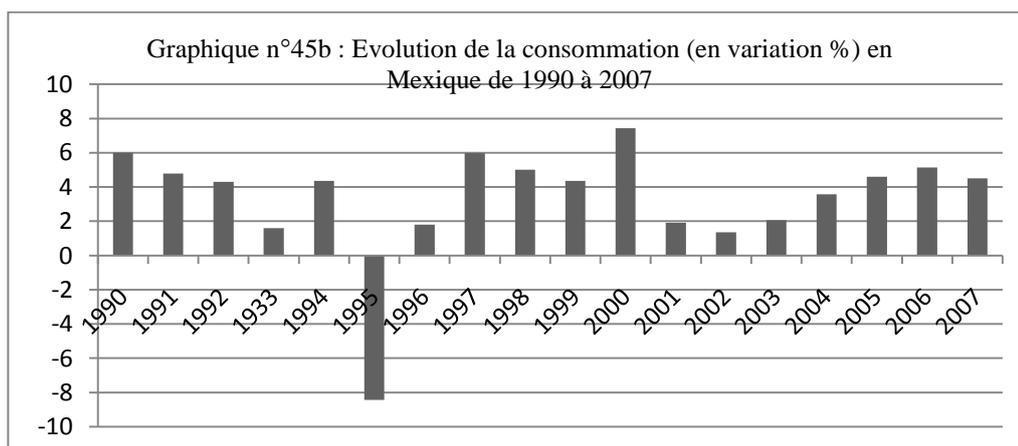
La crise mexicaine de 1994 a provoqué une chute de l'activité de l'économie de ce pays pendant la crise. Les graphiques n°45a et n°45b montrent, respectivement, le taux de croissance et la variation de la consommation au Mexique de 1990 à 2007.

A partir de ces deux graphiques, on peut voir que le taux de croissance a chuté en 1995. Il a atteint -6,217%. Pourtant, ce taux était positif en 1994 et qui a augmenté par rapport à l'année antérieure 1993.

Cette chute de la croissance à des niveaux négatifs, a été réalisée deux fois dans la période entre 1990 et 2007. La première en 1995 et la deuxième en 2001 avec un taux de -0,156%.



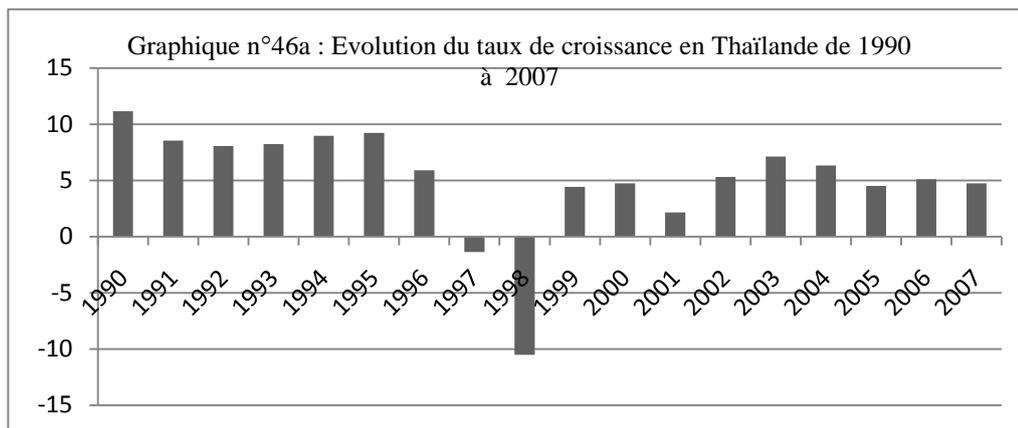
D'autre part, la consommation du Mexique a été affectée par cette chute du taux de croissance. Le graphique n°45b permet d'observer qu'en 1995, la variation de la consommation est de -8,439%. C'est la seule année où cette variation est négative.



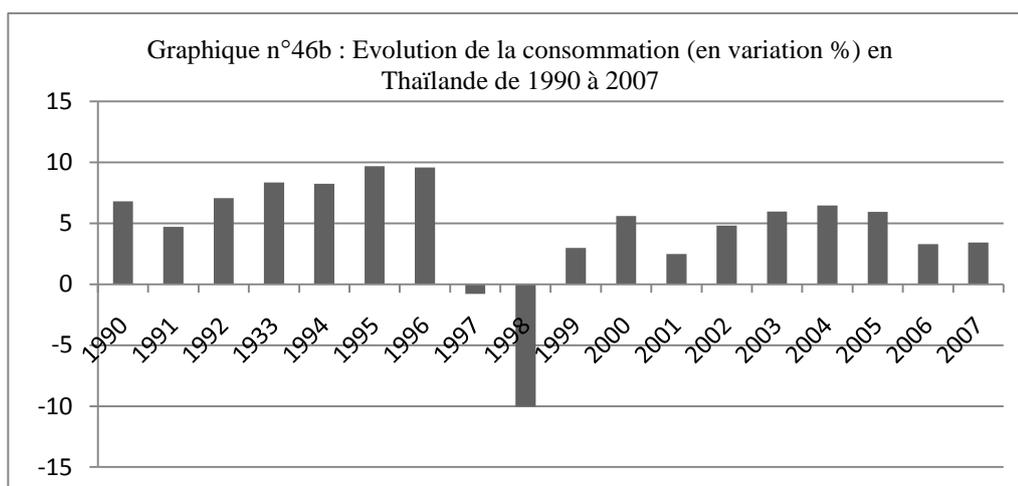
La chute de l'activité au Mexique a été observée en deuxième année de la crise mexicaine. Ce qui explique que l'activité était affectée par les sorties des capitaux et ses conséquences en 1994.

ii. En Thaïlande

La crise asiatique de 1997 a également entraîné une chute de l'activité de l'économie thaïlandaise. Les graphiques n°46a et n°46b permettent d'observer les taux de croissance et la variation de la consommation du Thaïlande de 1990 à 2007 et peuvent confirmer cette manifestation extérieure.



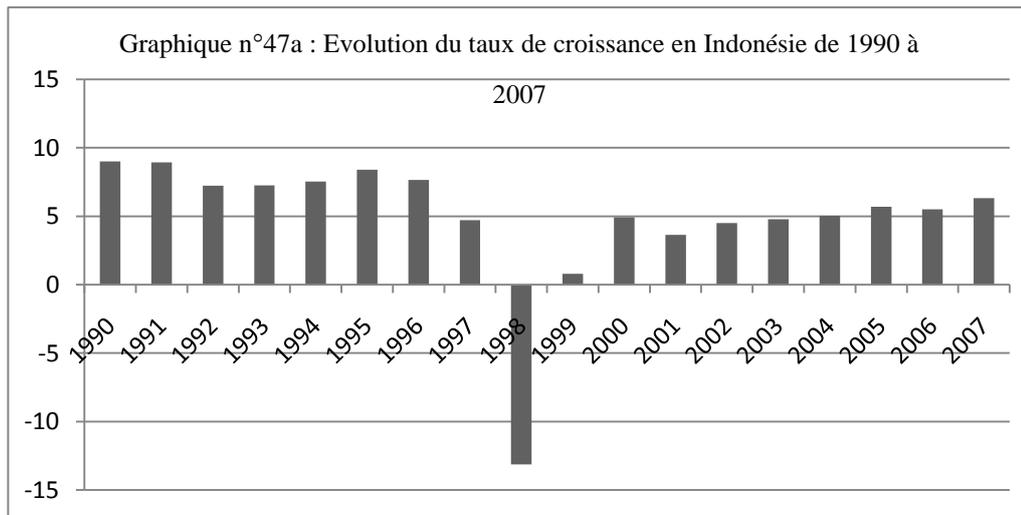
Le graphique n°46a montre que le taux de croissance en 1997 et en 1998 est négatif. On enregistre -1,371% en première année et -10,5% en deuxième année. La chute de la croissance est forte si on regarde qu'elle a réalisé 9,23% en 1995 et 5,9% en 1996. Cette chute a continué en 1998 en descendant à la barre de -10,5%.



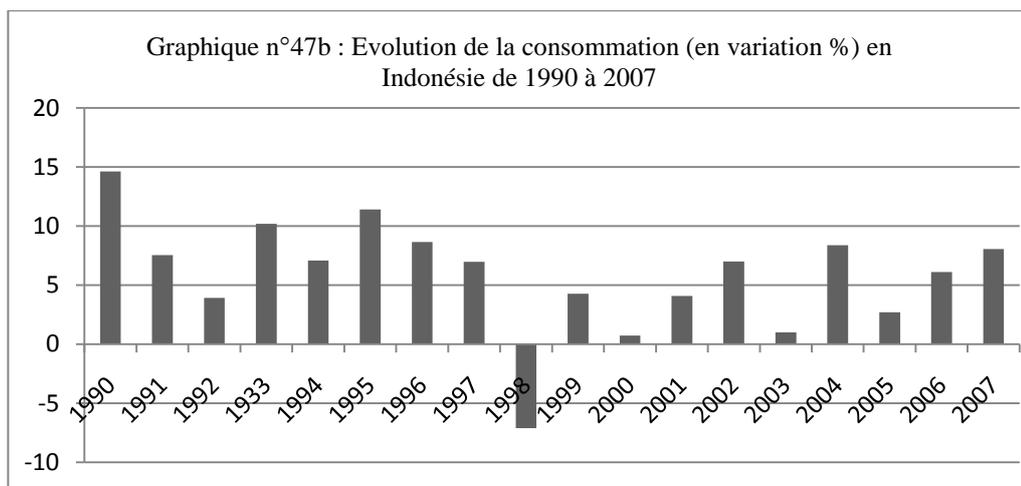
Ainsi, la consommation dans ce même pays a suivi la chute du taux croissance. La variation de la consommation est de -0,79% en 1997 et de -10,044% en 1998. Cette variation justifie la chute d'activité dans les deux années de la crise.

iii. *En Indonésie*

L'économie indonésienne a connu une chute de l'activité pendant la crise asiatique. Le graphiques n°47a illustre la chute de la croissance en 1997 et 1998. On peut observer que le taux de croissance est de 4,69% en 1997 et de -13,126%. Ces taux justifient la chute de la croissance puisqu'en première année de la crise, le taux de croissance a baissé de 7,64% en 1996 à 4,69 en 1997. Par contre, ce taux a brutalement chuté à -13,126% en 1998.



En conséquence, on observe une baisse violente dans la consommation. Le graphique n°47b montre que la variation de la consommation est de 6,96% en 1997 et de -7,11% en 1998.

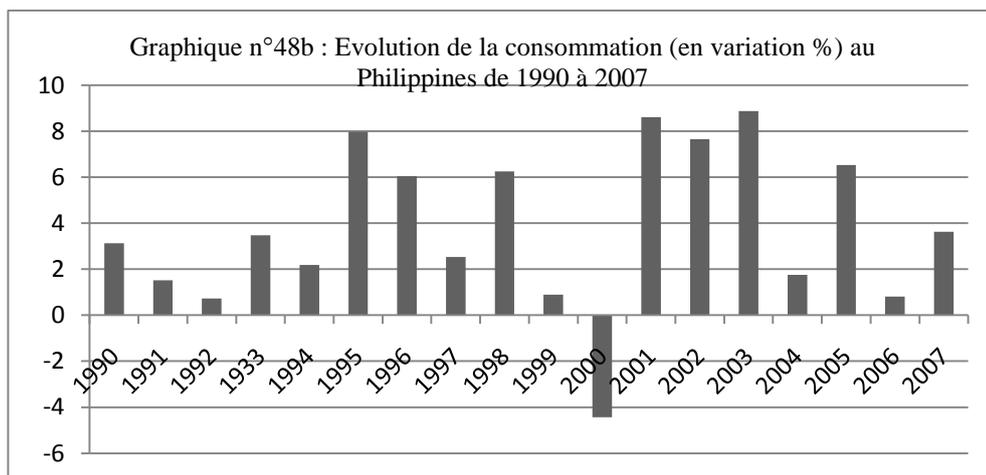
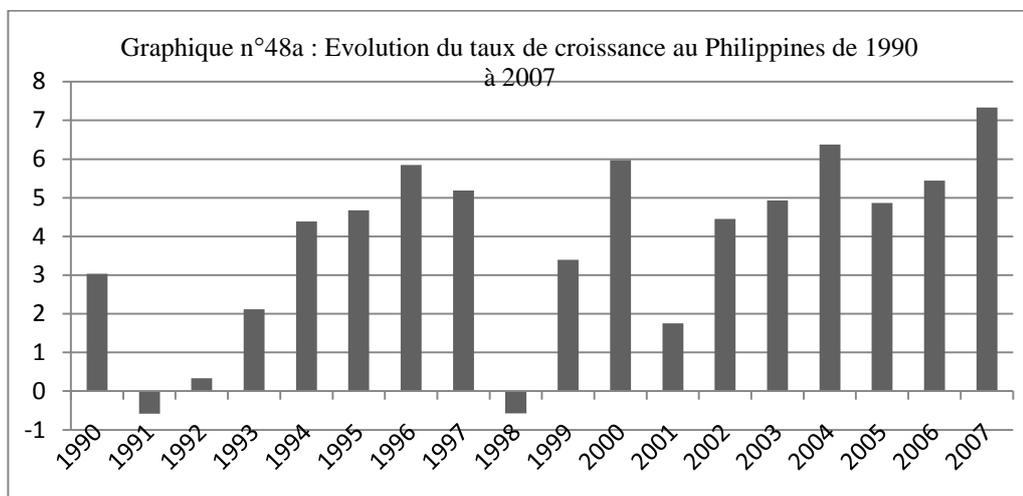


L'observation de la chute de l'activité de l'économie de l'Indonésie, pendant la crise asiatique, distingue deux périodes. La première période concerne la

première année qui marque une baisse sensible de l'activité. Mais, la deuxième période se distingue par la chute violente de l'activité.

iv. Au Philippines

Le Philippines a connu une chute de l'activité économique pendant la crise asiatique. Le graphique n°48a révèle que le taux de croissance de 1998 est le plus faible de 1990 à 2007. Cette baisse de la croissance dans cette année a été suivie par une autre baisse. Mais, cette baisse n'était pas significative. C'est en 1998 qu'on observe une chute de la croissance économique estimé à -0,57.

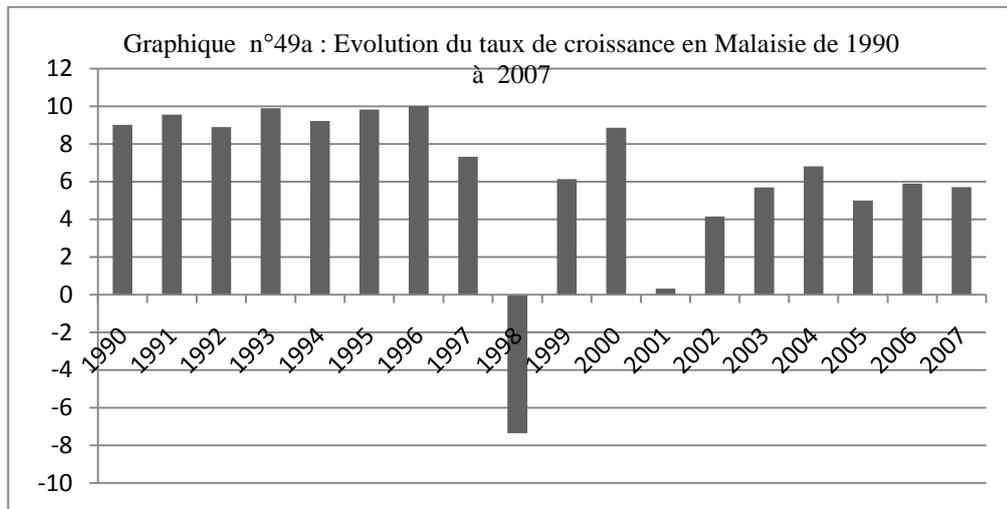


Par contre, la consommation n'a pas été trop affectée par la chute de l'activité et la croissance enregistrée en 1998. Le graphique n°48b confirme ce fait et permet d'observer une variation de la consommation estimée de 6,252%. Au regard des autres variations de la période entre 1990 et 2007, on constate que la

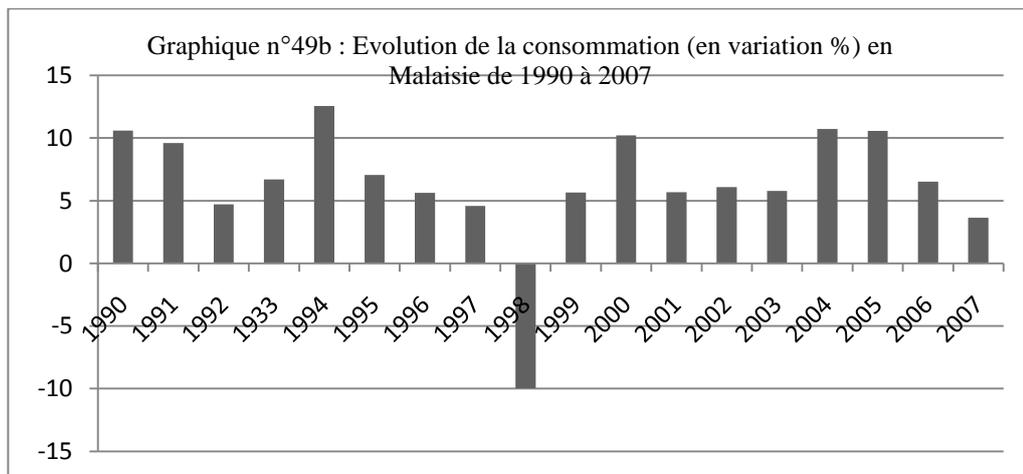
variation de 1998 est ordinaire et ne présente pas une chute réelle ou baisse de la consommation.

v. *En Malaisie*

La crise asiatique a provoqué une chute de l'activité économique de la Malaisie. Le graphique n°49a montre qu'il y a eu une chute de la croissance en 1998. Le taux de croissance est de -7,359%. Il est considéré comme le seul taux négatif enregistré pendant la période de 1990 à 2007.



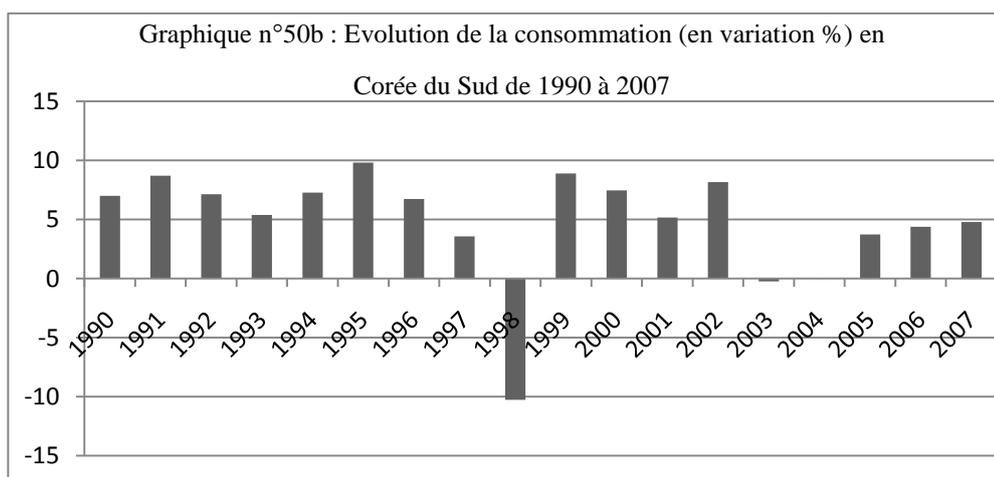
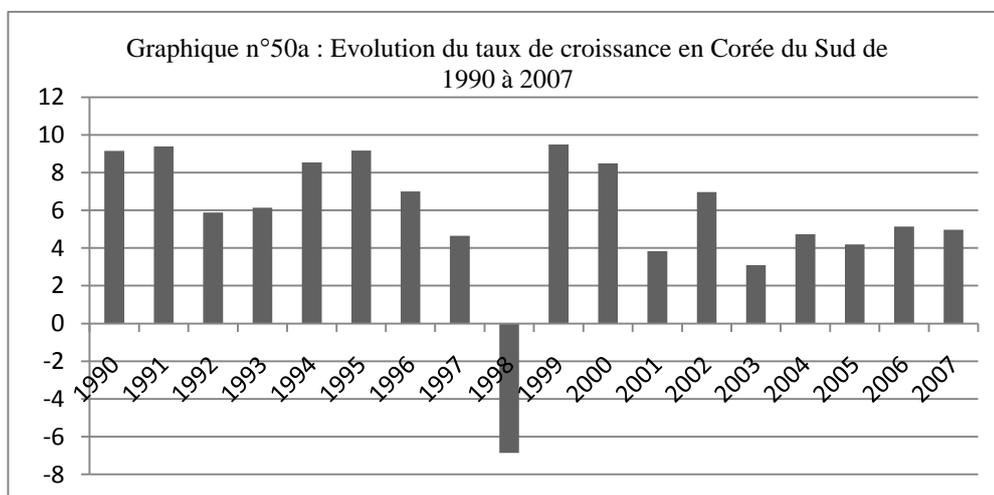
Suite à la chute de la croissance en 1998, la consommation a baissé en Malaisie. Le graphique n°49b montre que la variation de la consommation dans cette année a été -9,975%.



Cette chute de l'activité économique dans le pays est observée uniquement dans la deuxième année de la crise asiatique. En 1997, on enregistre une baisse insignifiante de l'activité.

vi. *En Corée du Sud*

En Corée du Sud, on observe une chute de l'activité économique en deuxième année de la crise asiatique. Le graphique n°50a permet de voir que le taux de croissance est de -6,854% en 1998. En 1997, le taux est de 4,65% et de 6,99% en 1996. Ce qui signifie une baisse de plus de 2%. Mais, cette baisse n'est pas significative.



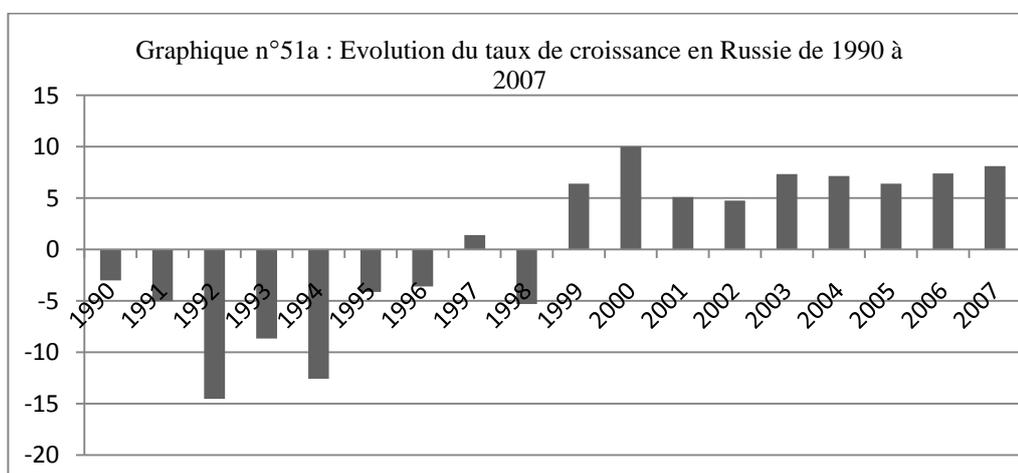
La chute de la croissance économique en 1998 a été accompagnée d'une forte baisse de la consommation. Le graphique n°50b illustre ce fait et permet

d'observer une variation de -10,292%. Cette variation est la seule négative de la période 1990 à 2007.

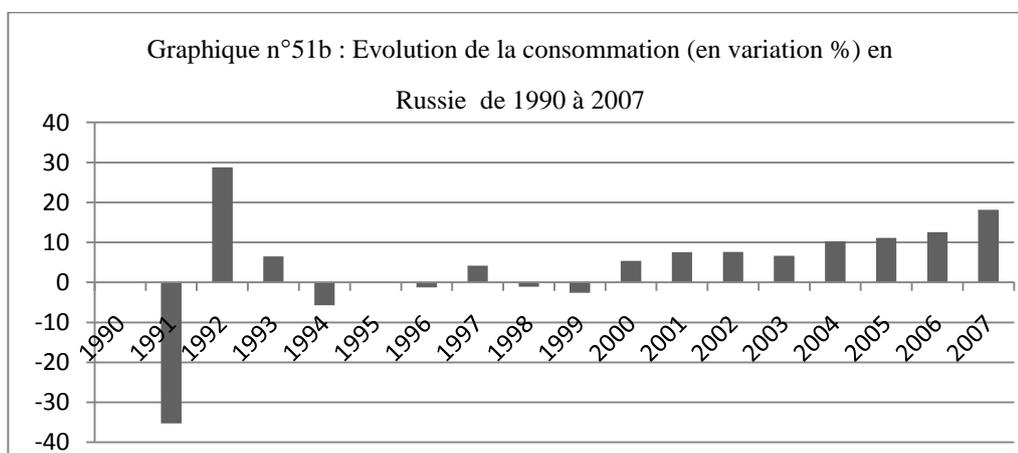
vii. *En Russie*

La Russie a connu une chute de l'activité économique pendant la crise de 1998 qui a touché le pays. Le graphique n°51a montre que le taux de croissance a atteint -5,3%.

Au regard de l'évolution du taux de croissance de 1990 à 2007, on soulève que la Russie a connu des taux de croissance négatifs avant la crise russe, de 1990 à 1996.

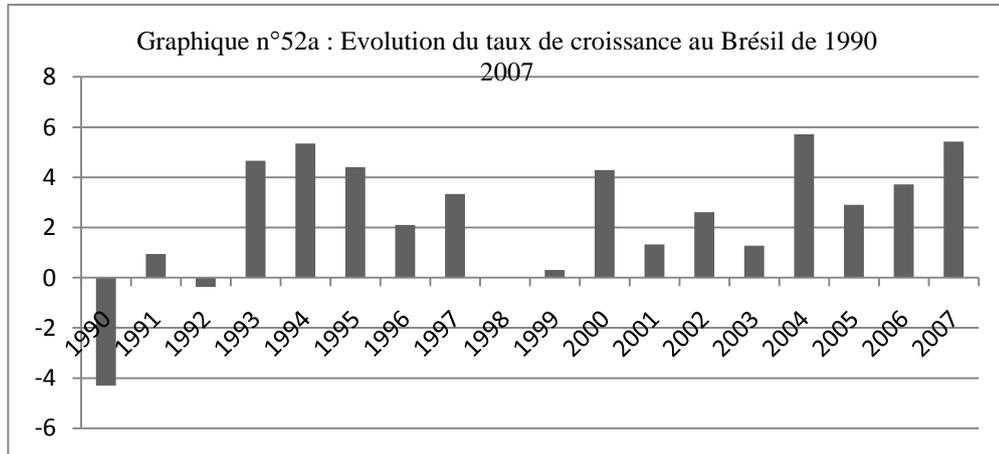


La consommation en Russie pendant la crise a également baissé avec une variation de -1,06% comme le montre le graphique n°51b. Cela confirme la baisse de l'activité économique en 1998.

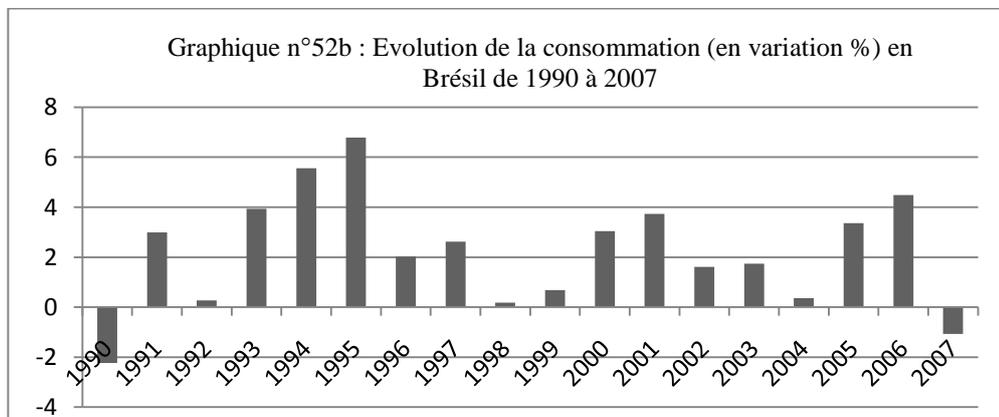


viii. *Au Brésil*

Pendant la crise de 1999, le Brésil a subi une baisse de son activité économique. Le graphique n°52a montre que le taux de croissance est de 0,3% en 1999.

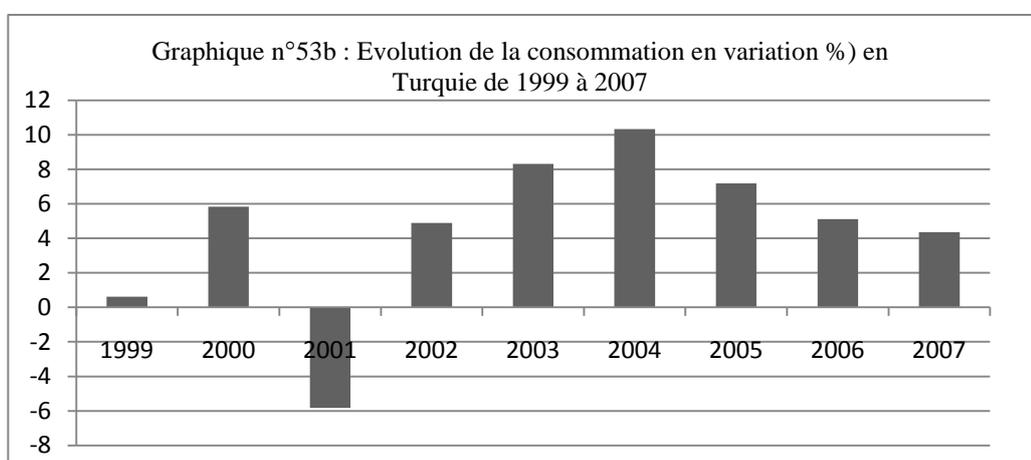
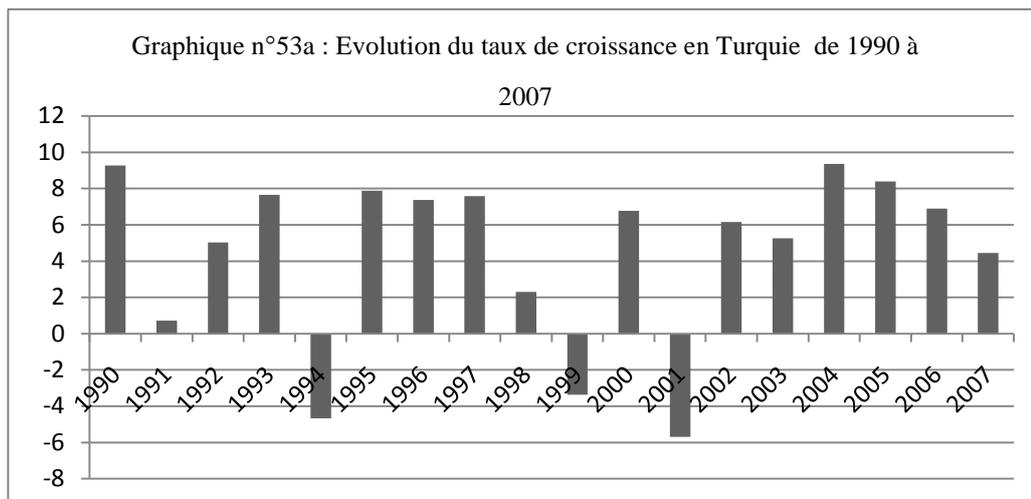


La consommation a suivi cette baisse de la croissance en 1999. La variation est de 0,6%.



ix. *En Turquie*

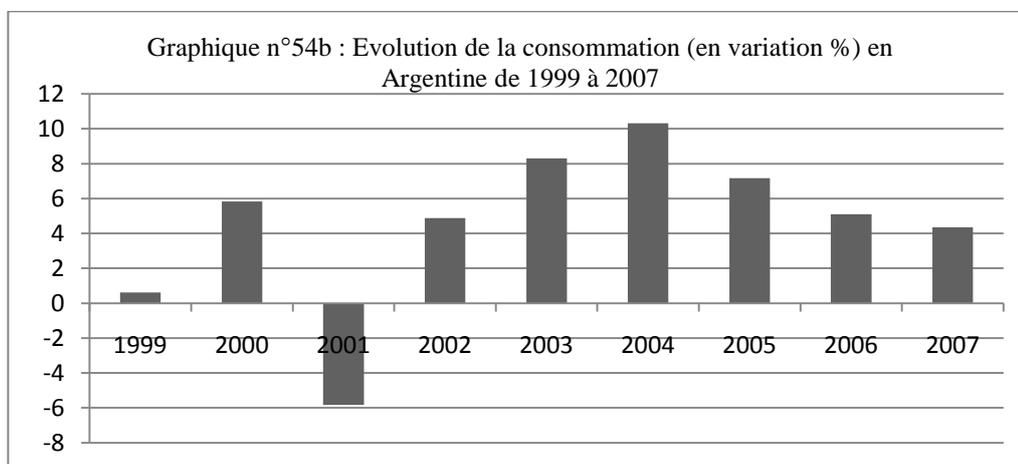
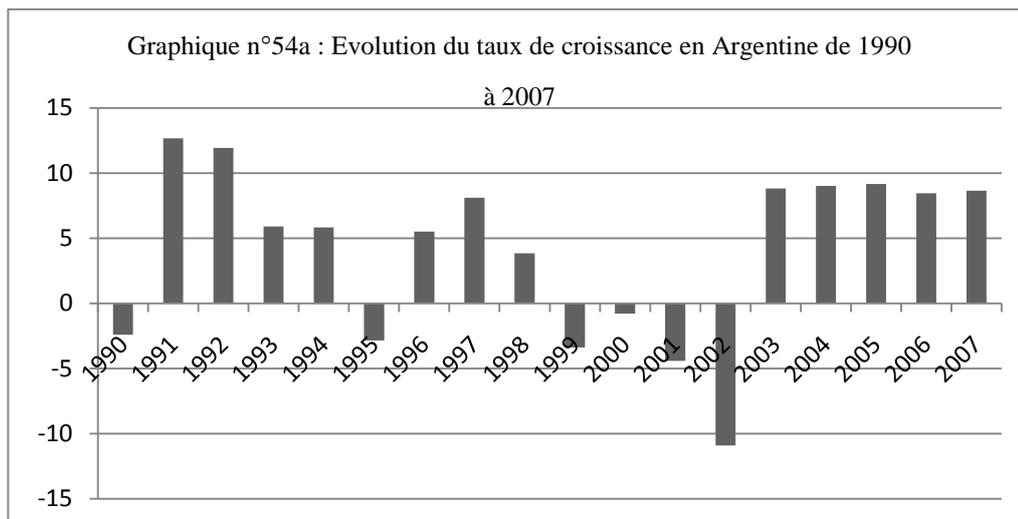
La crise turque a entraîné une chute de l'activité économique de la Turquie. Le graphique n°53a montre que le taux de croissance réalisé en 2001 est de -5,69%. En conséquence, la consommation a baissé en 2001 et atteint une variation de -5,82%. Le graphique n°53b illustre ce fait.



x. En Argentine

En Argentine, on observe une chute de l'activité économique pendant la crise argentine de 2001. Le graphique n°54a permet de voir que le taux de croissance est de -4,40% en 2001 et de -10,89 en 2002. Ces deux taux traduisent une chute de la croissance et de l'activité dans le pays.

Cette chute d'activité a fait baisser le niveau de consommation. Le graphique n°54b montre que la variation de la consommation a atteint -5.82% en 2001 et 4,88% en 2000.



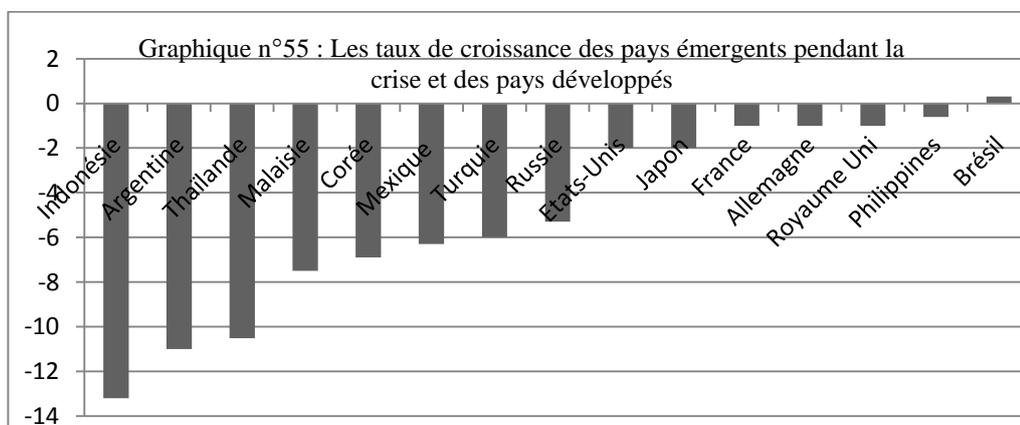
Fin de mieux situer les taux de croissance réalisés par les pays émergents par rapport aux pays eux-mêmes, on effectue une comparaison avec les pays développés avec le taux de croissance le plus mauvais de 1990 à 2010. Cette comparaison est illustrée par le tableau n° 05 et le graphique n°55.

Cette comparaison permet de faire deux remarques :

- les taux de croissance des pays émergents sont les plus mauvais par rapport ce que réalise les pays développés ;
- les taux de croissance des pays asiatiques pendant la crise, se présentent comme les plus mauvaises entre les pays développés et le reste des pyas émergents.

Tableau n°05 : les taux de croissance des pays émergents pendant la crise et les plus faibles dans les pays développés.

Pays	Taux de croissance	Année
Mexique	-2,21798658	1995
Thaïlande	-10,5099726	1998
Indonésie	-13,1267242	1998
Philippines	0,5767222	1998
Malaisie	-7,35941553	1998
Corée	-6,85445929	1998
Russie	-5,30000019	1998
Brésil	0.30721965	1999
Turquie	-5,69747686	2001
Argentine	-10,8944845	2002
Etats-Unis	-2	1991
France	-1	1993
Allemagne	-1	1993
Royaume-Uni	-1	1991
Japon	-2	1998



E. Dégradation de la balance courante

Les crises des pays émergents sont, aussi, systématiquement précédées d'une dégradation de la balance courante et déclenchée par la perte des réserves de change qui suit des sorties de capitaux à court terme. Il s'agit d'un deuxième signe apparent du phénomène de la crise.

a. Le cadre théorique du phénomène

La balance courante d'un pays est une composante de sa balance des paiements qui enregistre les transactions entre résidents et non résidents. C'est-à-dire qu'elle calcule la différence entre tous ce qui donnent lieu à des paiements à des non résidents et tous ce qui donnent lieu à des paiements provenant de non résidents.

La balance courante est composée elle-même en deux trois postes¹⁹¹ :

- balance commerciale : la différence entre les exportations et les importations des biens et des services ;
- revenus nets des capitaux : la différence entre les revenus d'investissement reçus et pays sous forme des intérêts et des dividendes ;
- autres services : il s'agit des postes comme les services juridiques, les dépenses des touristes ou les frais de transport.

Dans les économies qui prennent le Produit National Brut (PNB) comme unité de mesure à la place du PIB, à l'image des Etats-Unis, elles incluent dans la balance courante un autre poste qui est les transferts unilatéraux. C'est ces transferts qui font la différence entre le PNB et le PIB. C'est-à-dire que les recettes des nationaux non résidents sont prises en compte dans le PNB de leur pays origine même s'ils réalisent ces recettes hors le territoire de ce même pays. Par conséquent, ces recettes sont considérées des transferts unilatéraux et sont calculés dans la balance courante.

En général, la différence entre les exportations et les importations de biens et services est appelée la balance du compte courant ou la balance courante. Lorsque le niveau des importations d'un pays dépasse ses exportations, nous dirons que le pays a un déficit de sa balance courante. Il aura, par contre, un

¹⁹¹ Krugman P. & Obsfeld M. (2006)« *Economie internationale* », Ed. Pearson Education, 7^{ème} édition, juillet 2006, p. 367.

surplus de sa balance courante lorsque ses exportations dépassent ses importations.

La balance courante est un indicateur important pour les équilibres macroéconomiques nationaux et internationaux car tout changement de la balance courante peut être associé à un changement dans la production et dans l'emploi. Aussi, elle peut avoir de l'intérêt pour « mesurer l'ampleur et direction de l'emprunt international »¹⁹².

Lorsqu'un pays importe plus qu'il n'exporte, il achète plus à l'étranger plus qu'il vend et doit d'une façon ou d'une autre financer ce déficit. C'est, alors que, se pose la question du financement de déficit. Comment un pays paie-t-il cet excédent d'importations une fois qu'il a épuisé les ressources issues de ses exportations ?

Deux solutions peuvent être envisagées. Ce pays pourrait financer le déficit de sa balance courante en utilisant pour payer ses importations des avoirs extérieurs qu'il aurait accumulés antérieurement. Ce pays diminuera, de ce fait, le montant de sa richesse extérieure nette, ce qui revient à accroître son endettement extérieur net. Ce même pays peut choisir l'autre solution qui consiste à augmenter le montant du déficit de son endettement extérieur net puisqu'il ne peut importer plus qu'il n'exporte que s'il emprunte la différence à l'étranger.

Par contre, un pays qui a un surplus de sa balance courante, tire plus de gains de ses exportations qu'il ne dépense pour ses importations. Il finance, de ce fait, le déficit de la balance courante de ses partenaires commerciaux en leur prêtant. Il constitue plus d'avoirs extérieurs qui peuvent servir à emprunter les pays qui ne peuvent financer leurs importations et accroître leurs endettements extérieurs.

Pour qu'un pays arrive à financer le déficit de sa balance courantes, il ne doit pas consommer plus qu'il génère de production. S'il veut obtenir un surplus de

¹⁹² Krugman P. & Obsfeld M. (2006)« Economie internationale », Ed. Pearson Education, 7^{ème} édition, juillet 2006, p 358.

sa balance courante et le prêter à l'extérieure, il doit consommer moins que sa production.

On a :

$$Y = C + I + G$$

$$CA = EX - IM$$

$$CA = Y - (C + I + G)$$

Y la production, C la consommation, I l'investissement, G les dépenses publiques, CA la balance courante, EX les exportations et IM les importations.

Ce n'est qu'empruntant à l'étranger qu'un pays peut supporter un déficit de sa balance courante. Car un pays qui a un déficit de sa balance courante importe de la consommation présente et exporte de la consommation future. Et un pays qui a un surplus de sa balance courante exporte de la consommation présente et importe de la consommation future.

Par conséquent, le surplus résultant de la balance courante d'un pays est considérée comme une épargne puisque la consommation est inférieure à la production. Cette épargne qui est utilisée comme emprunt par un autre pays, est un investissement extérieur.

b. L'observation du phénomène dans les pays émergents pendant les crises

La dégradation de la balance courante peut être observée pendant et avant le déclenchement des crises dans les pays émergents. Cette observation est illustrée ci-dessous.

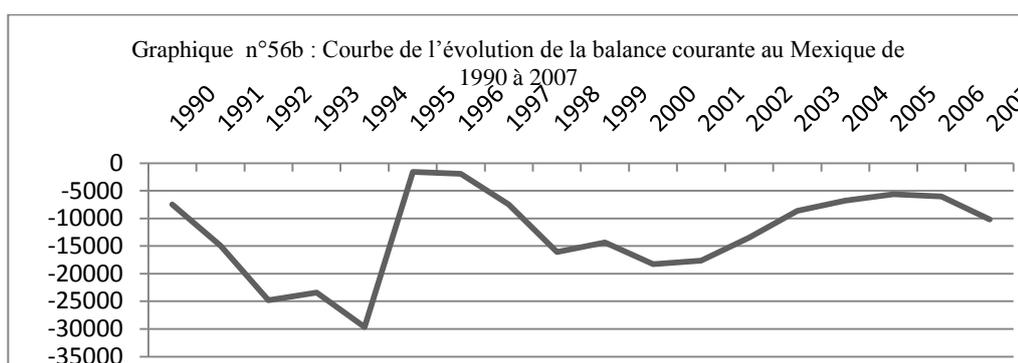
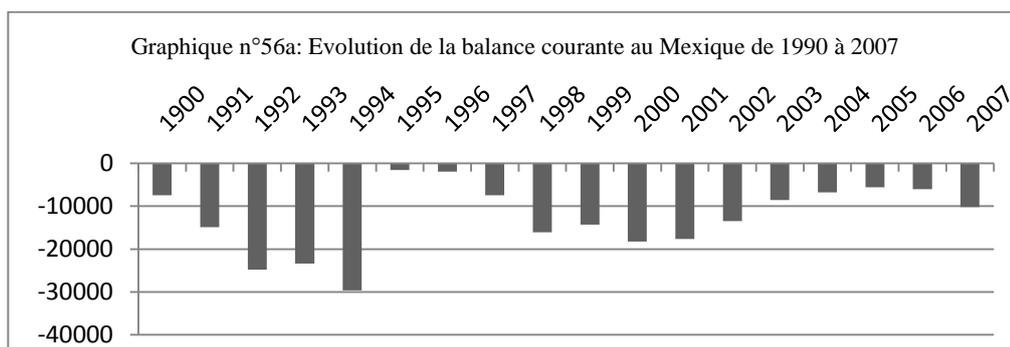
i. Au Mexique

L'évolution de la balance courante du Mexique, illustrée dans les graphiques n°56a et 56b, montrent que le compte courant de ce pays est régulièrement négative dans toute la période de 1990 à 2007. Ce qui peut être traduit comme une différence négative entre ses exportations et ses importations. De ce fait, le

Mexique importe plus qu'il exporte et consomme plus que sa production réalisée depuis 1990.

Ce qui est intéressant d'observer, dans cette évolution, est l'existence de trois phases. Dans la première phase qui précède la crise (1990-1993), le déficit de la balance courante augmente d'année en année, jusqu'à ce qu'il atteigne son maximum au moment de la crise en 1994.

Après la crise, ce déficit recule, un peu pendant 1995 et 1996, qui pourrait être expliqué par un ralentissement d'activité qu'on attribue aux conséquences de la crise. Autrement dit, le Mexique a réduit sa consommation en important un peu moins de biens et de services. Mais, sa production intérieure reste toujours insuffisante pour sa consommation. D'ailleurs, ce déficit reprend sa descente à partir de 1998 comme des effets des autres crises qui vont réapparaître plus tard en Asie et en Amérique Latine.



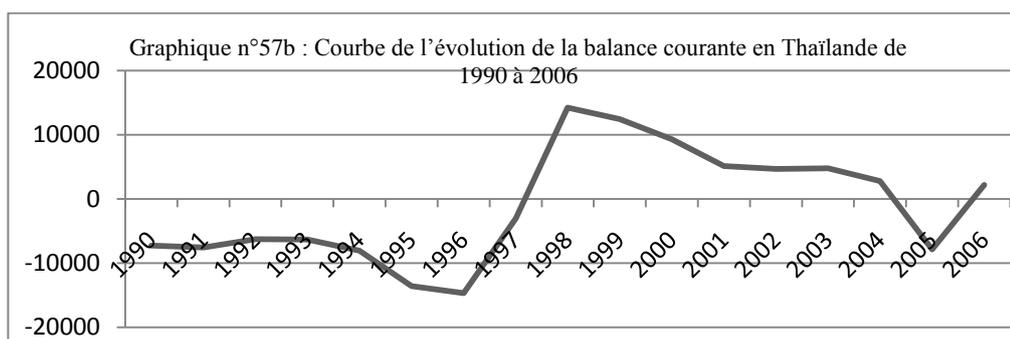
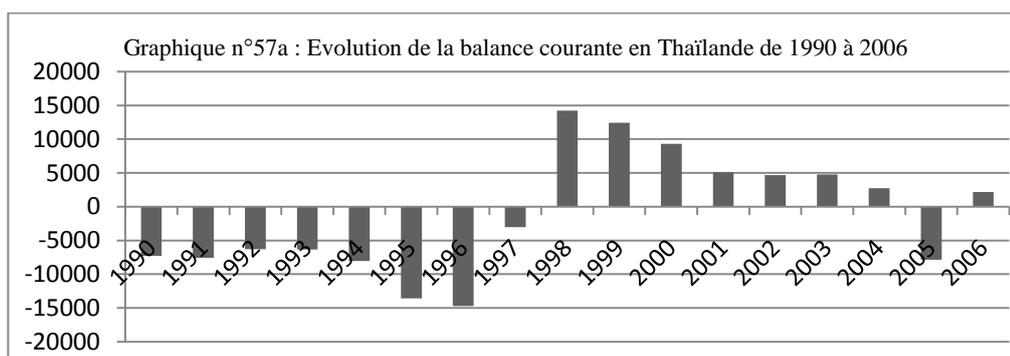
ii. *En Thaïlande*

Comme le montre les graphiques n°57a et n°57b, l'évolution de la balance courante soulève l'existence de deux phases distinctes. La première phase, de 1990 à 1997, présente un déficit de la balance courante et la seconde phase, de 1998 à 2006,

présente un surplus à l'exception de l'année 2005. Les deux années de la crise (1997 et 1998) marquent un tournant qui a permis au pays de rééquilibrer sa balance courante et générer un surplus. Ce qui est intéressant d'observer est que :

- la première année de la crise (1997), la balance courante est toujours déficitaire. Ce déficit est le plus faible indiquant le retournement de l'état du compte courant ;
- la deuxième année de crise (1998), la balance courante présente non seulement un surplus mais le plus grand surplus de toute la période de 1990 à 2006.

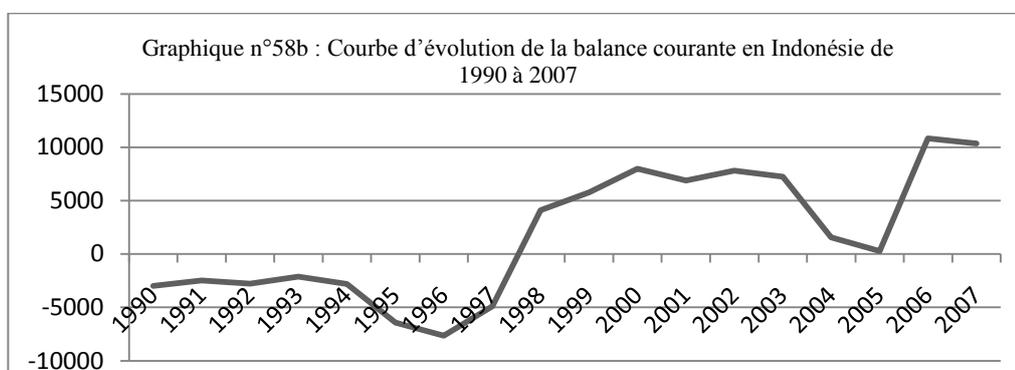
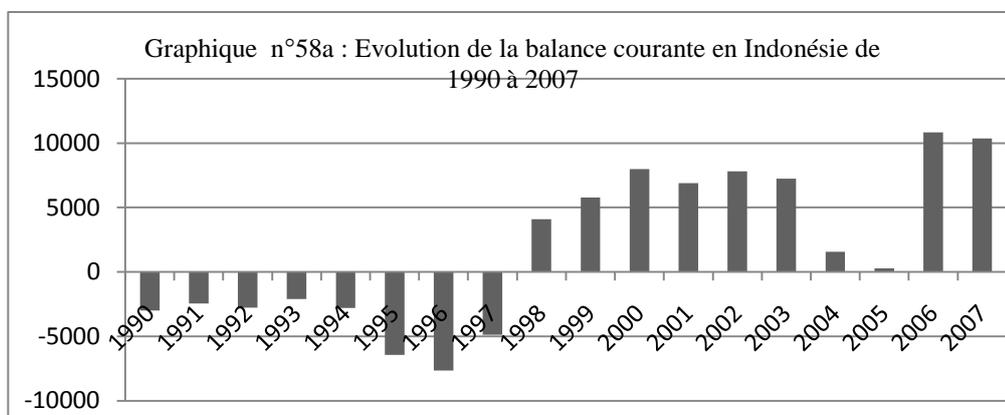
L'explication logique de ces deux observations est que le pays a réduit au maximum sa consommation qu'on attribue toujours à un ralentissement de l'activité. Ce qui fait qu'il n'a pas fait recours à des importations.



iii. En Indonésie

Les graphiques n°58a et n°58b montrent que l'évolution de la balance courante de l'Indonésie entre 1990 et 2007 est marquée par deux périodes différentes. La première période se distingue par le déficit de la balance courante de 1990 à 1997. Ce déficit devient de plus en plus important à partir de 1995 jusqu'à

1997. Par contre, ce déficit disparaît dans la deuxième période et la balance courante apparaît excédentaire de 1998 à 2007.



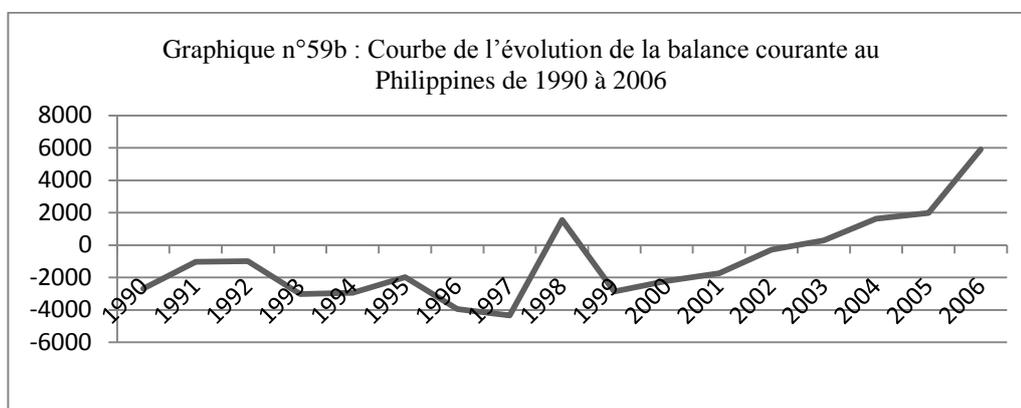
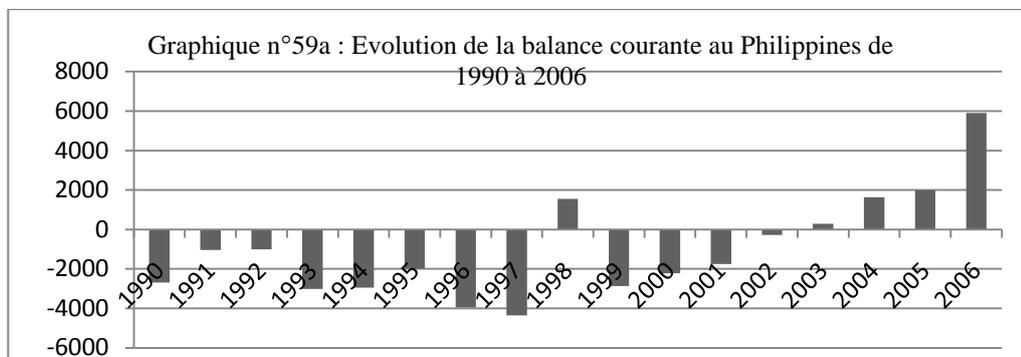
Pendant la crise asiatique, la balance courante de l'Indonésie est déficitaire en 1997 et excédentaire en 1998.

iv. Au Philippines

Le déficit de la balance courante aux Philippines est observé dans les graphiques n°59a et n°59b de 1990 à 1996. Après l'année de 1998 où on enregistre un léger excédent, le déficit revient de 1999 à 2002. Puis, cette balance se rééquilibre en 2003 et réalise un excédent de 2004 à 2006.

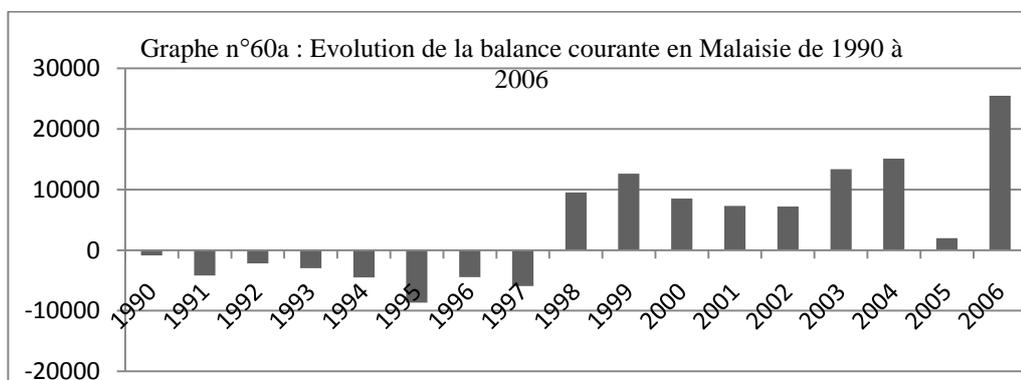
Pendant la crise, la balance courante se dégrade en 1997 où on enregistre le déficit le plus important de toute la période étudiée. Par contre, l'année 1998 connaît un léger excédent.

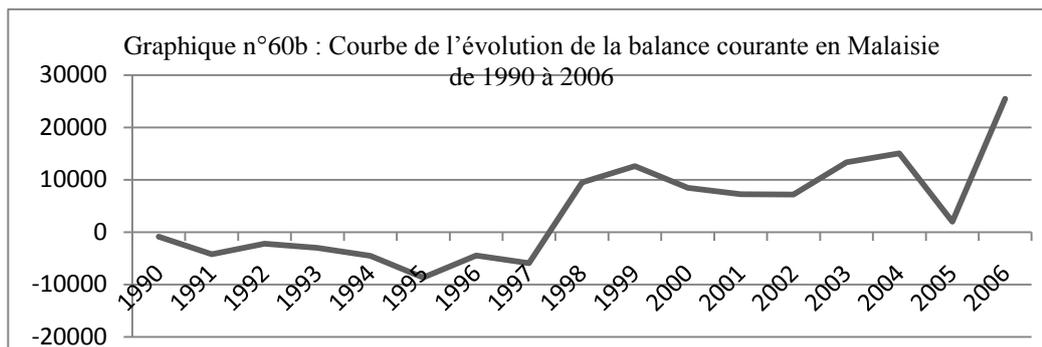
Avant la crise asiatique, on remarque qu'il y a un cumul de déficit de 1990 à 1996. Après la crise, le déficit continu pendant les trois années qui suivent la crise.



v. *En Malaisie*

Les graphiques n°60a et n°60b illustrent l'évolution de la balance courante de la Malaisie de 1990 à 2006. Ils permettent d'observer les déficits cumulés de 1990 à 1997 et les excédents répétés de 1998 à 2006.



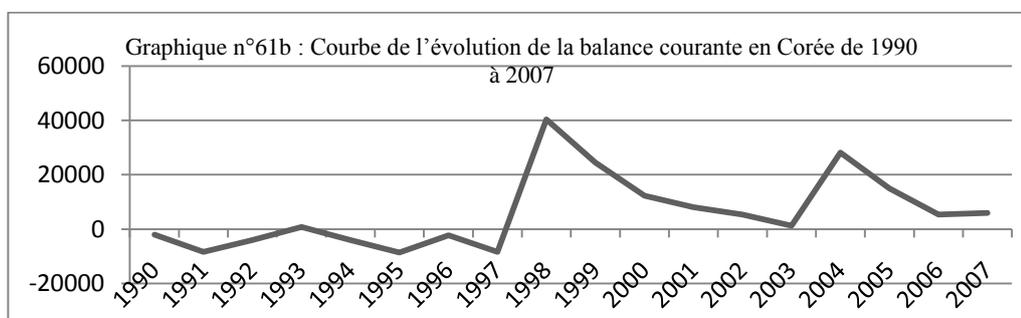
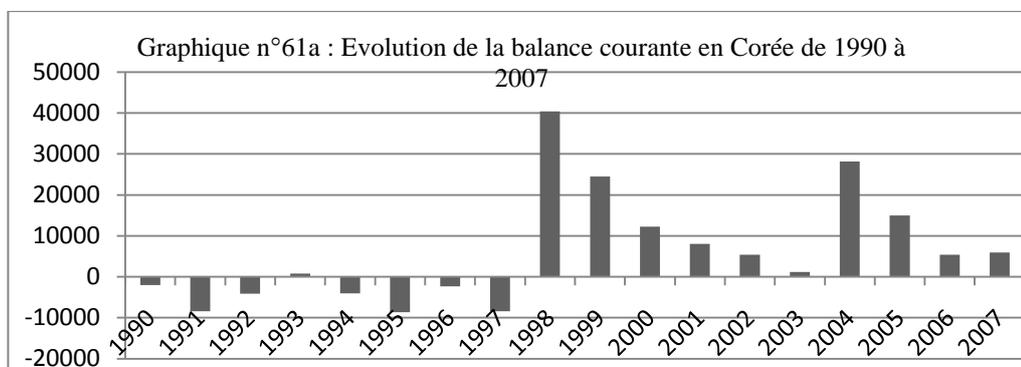


Pendant la crise asiatique, on enregistre un déficit en 1997 et un excédent en 1998.

vi. *En Corée*

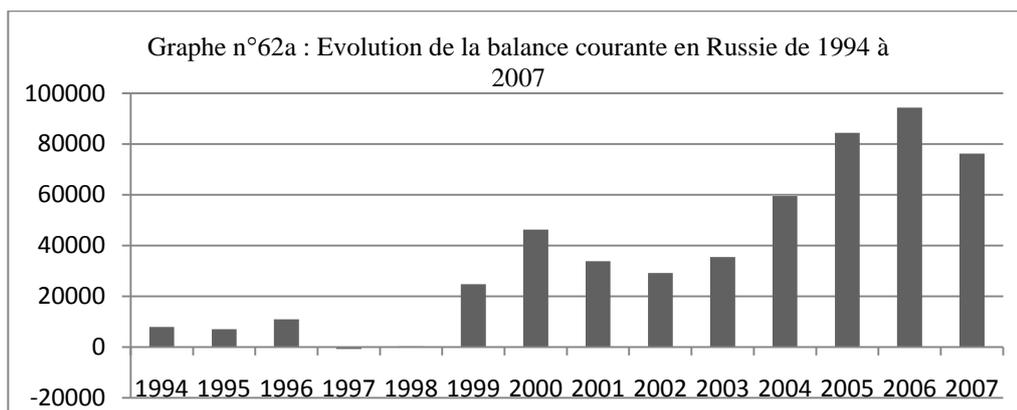
Les graphiques n°61a et n°61b illustrent l'évolution de la balance courante de la Corée du Sud de 1990 à 2007. Ils permettent d'observer, aussi, des déficits cumulés de 1990 à 1997 et des excédents répétés de 1998 à 2007.

Par contre, on enregistre pendant la crise asiatique que la première année connaît un déficit important et un excédent pour la deuxième année.

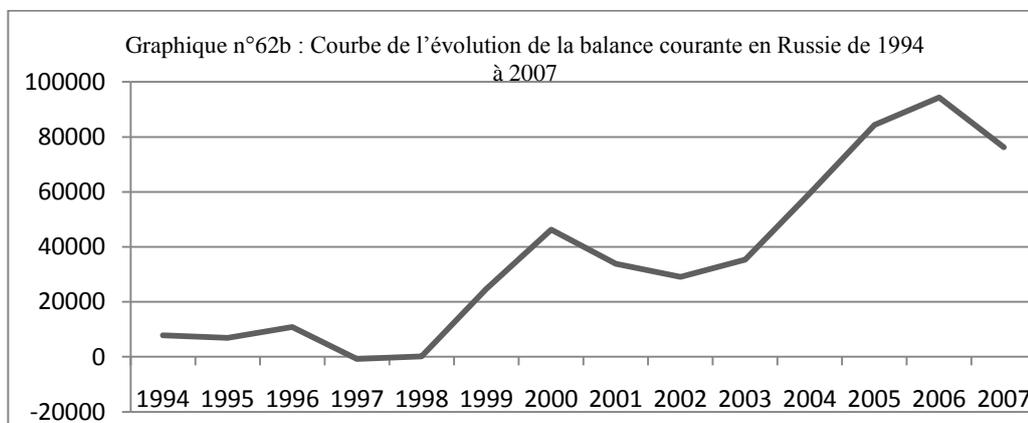


vii. *En Russie*

Les graphiques n°62a et 62b montrent que la balance courante de la Russie est excédentaire pendant toute la période de 1994 à 2007 à l'exception de l'année 1997 et 1998. Pendant la première année, on enregistre un léger déficit et un léger excédent pendant la deuxième année.



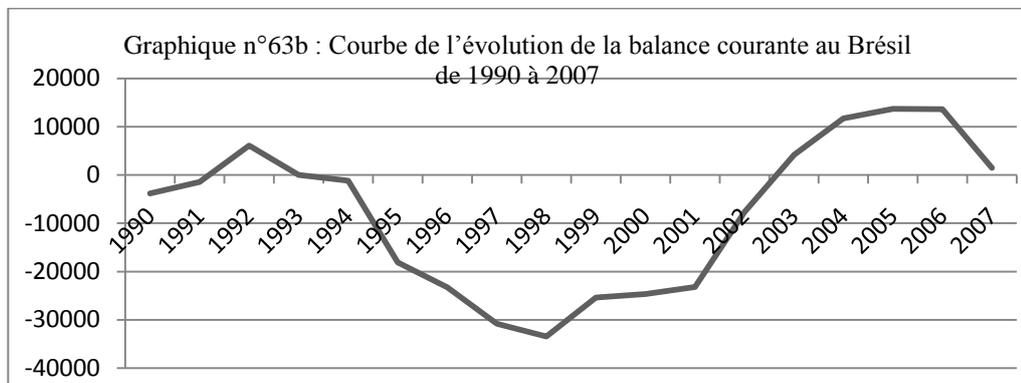
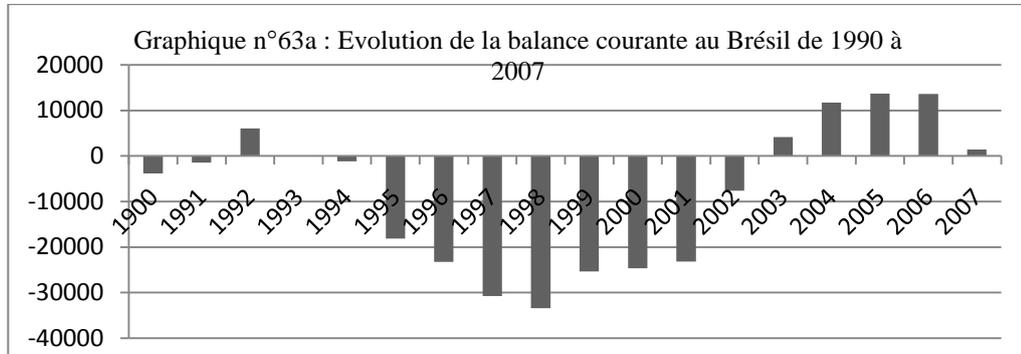
Pendant la crise russe de 1998, on remarque donc une dégradation de la balance courante de ce pays qui réalise un léger excédent.



viii. *Au Brésil*

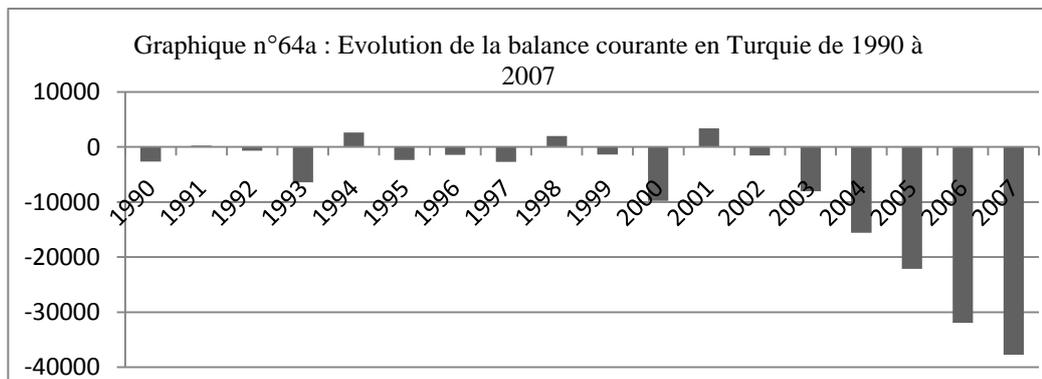
Les graphiques n°63a et 63b montrent que la balance courante du Brésil est déficitaire pendant toute la période de 1990 à 2002 à l'exception de l'année 1992 où on enregistre un excédent. A partir de 2003, la balance redevient excédentaire.

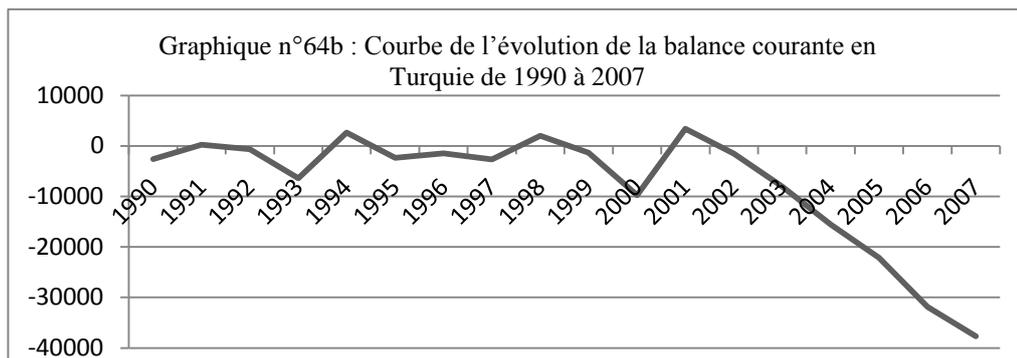
Pendant la crise de 1999, le déficit est observé dans les trois années de la crise. Le cumul des déficits avant la crise pourrait être un facteur explicatif de la crise brésilienne.



ix. *En Turquie*

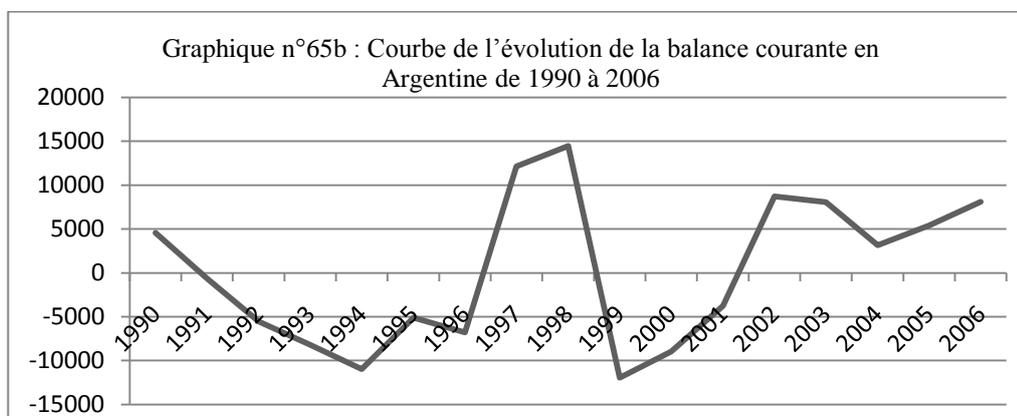
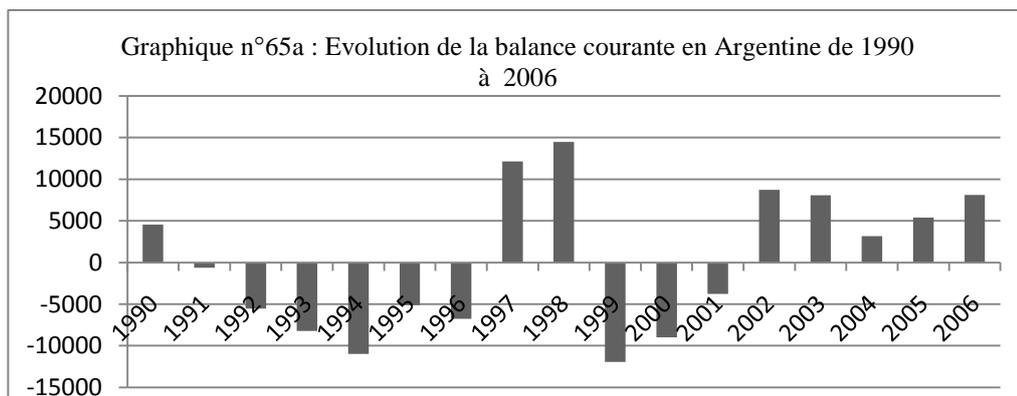
Les graphiques n°64a et n°64b permettent d'observer que la balance courante de la Turquie est marquée par les déficits répétés de 1990 à 2007 à l'exception de 1994, 1998 et 2001. Pendant la crise turque de 2000, l'économie turque enregistre le plus important déficit de toute la période. Ce qui renforce l'idée de la dégradation de la balance courante pendant la crise.





x. *En Argentine*

L'évolution de la balance courante en Argentine de 1990 à 2006, présentée dans les graphiques 56a et 65b, indique qu'on peut distinguer quatre différentes périodes. On regarde dans la première période un cumul de déficit de 1991 à 1996 et un excédent pour l'année 1997 et 1998. La troisième période est marquée par un déficit entre 1999 et 2001. Par contre, l'excédent de la balance courant réapparaît entre 2002 et 2006.



On remarque que pendant la crise argentine de 2001, la balance courante se dégrade et réalise un déficit

Dans l'ensemble, la dégradation de la balance courante est observée dans tous les pays émergents étudiés avant et pendant la crise. La plupart de ces pays ont subi un cumul de déficit avant la crise. il s'agit du cas de Mexique, de la Thaïlande, de l'Indonésie, du Philippines, de la Malaisie, de la Corée du Sud, du Brésil, de la Turquie et de l'Argentine.

Après la crise, la balance courante s'améliore dans le cas du Mexique, de la Thaïlande, de la Malaisie, de l'Indonésie, de la Corée, de la Russie, de l'Argentine mais pas de la Turquie, du Philippines ou du Brésil.

En effet, cet examen des manifestations extérieures des crises des pays émergents reste incomplet si on ne met pas en relation ces symptômes avec les causes possibles des crises.

II. Les causes possibles du déclenchement des crises des pays émergents

Les économistes et les analystes des crises des pays émergents ont mis en avant un certain nombre d'éléments macroéconomiques comme des causes possibles du déclenchement de ces crises¹⁹³. Il s'agit de :

- surévaluation réelle et perte de compétitivité ;
- excès d'endettement extérieur ;
- déficit public excessif ;
- inflation ;
- politique monétaire ;
- insuffisance d'épargne.

¹⁹³ Artus P. (2006), « La résolution des crises dans les pays émergents », Ed. Economica, 2006, pp.16-36.

L'examen de ces causes possibles vise à observer et analyser leur impact dans le déclenchement des crises. Ainsi, on tentera de mettre en relation ces éléments proposés à l'étude et les manifestations extérieures déjà étudiés. De ce fait, cette étude essayera de discuter l'impact de la politique économique appliquée par les pays émergents touché par les crises dans l'apparition des attaques spéculatives contre la monnaie nationale comme premier signe du déclenchement des crises.

L'analyse des causes possibles du déclenchement des crises des pays émergents sera portée sur une explication théorique qui sera appuyée par des données statistiques pour voir comment ces causes se sont comportés dans les économies des pays émergents étudiés.

A. Surévaluation réelle et perte de compétitivité

La surévaluation réelle et la perte de compétitivité est le premier point cité comme cause possible du déclenchement des crises financières. En fait, les économistes pensent que les économies des pays émergents étaient réellement surévaluées au moment de la crise et, par conséquent, en perte de compétitivité.

D'une part, la surévaluation réelle de l'économie signifie que l'économie ne se comporte pas réellement suivant ces moyens économiques et financiers réels. Elles avancent des indicateurs macroéconomiques qu'elle prétend d'elle pour se positionner par rapport à ses partenaires économiques. D'autre part, la perte de compétitivité est l'échec d'une économie de créer une capacité économique et commerciale pour réussir dans son propre environnement concurrentiel.

a. Surévaluation réelle des économies des pays émergents

Chaque pays tente de fixer des indicateurs pour positionner son économie à l'échelle internationale. Il peut donner un prix à sa monnaie nationale par

rapport aux différentes monnaies étrangères qui deviendrait un indicateur de l'état de l'économie du pays. Si les performances économiques de ce pays sont identiques à la valeur de sa monnaie et reflètent sa position dans les marchés des changes, on peut dire que l'économie du pays est équilibrée et va avec le taux de change. Par contre, si les résultats économiques sont inférieurs à la valeur de la monnaie nationale, on conclut que l'économie de ce pays est réellement surévaluée.

Les économistes utilisent comme indicateur le « *taux de change effectif réel* ». Cet indicateur peut montrer si une économie est surévaluée ou pas. Il est défini comme étant « *la moyenne pondérée du taux de change de la monnaie d'un pays par rapport à celles de ses principaux partenaires commerciaux* »¹⁹⁴. De ce fait, le taux de change effectif réel entre les monnaies des deux pays est une mesure synthétique des prix des biens et services d'un pays par rapport à un autre¹⁹⁵. Concrètement, le taux de change effectif réel met en relation le taux de change nominal et le niveau de prix.

D'une part, il y a le niveau des prix au pays considéré P_X et niveau de prix du pays partenaire qu'on choisit les Etats-Unis P_{US} . La formule qui permet de calculer le taux de change effectif réel entre la monnaie du pays X par rapport au dollar se présente comme suit :

$$q_{X/\$} = \frac{E_{x/\$} \times P_{\$}}{P_X} \quad (1)$$

où P_X représente le prix dans la monnaie nationale d'un panier contenant, sans jamais de changement, les achats hebdomadaires typiques des ménages et entreprises aux Etats-Unis et $P_{\$}$ a le même sens pour les Etats-Unis.

L'équation (1) peut être exprimée comme le prix en monnaie nationale de bien américain par rapport au panier du pays considéré. Autrement dit, le taux de

¹⁹⁴ Aglietta M. (1997), « *Macro-économie internationale* », Ed. Montchrestien, Paris, octobre 1997, p. 157.

¹⁹⁵ Krugman P. & Obsfeld M. (2006), « *Economie internationale* », Ed. Pearson Education, 7^{ème} édition, juillet 2006, p. 470.

change réel exprime la valeur en monnaie nationale du niveau de prix aux Etats-Unis divisé par le niveau de prix dans le pays considéré.

Par ailleurs, une augmentation dans le taux de change effectif réel correspond à une dépréciation réelle de la monnaie nationale d'un pays par rapport au dollar. Cette variation peut être vue de plusieurs façons.

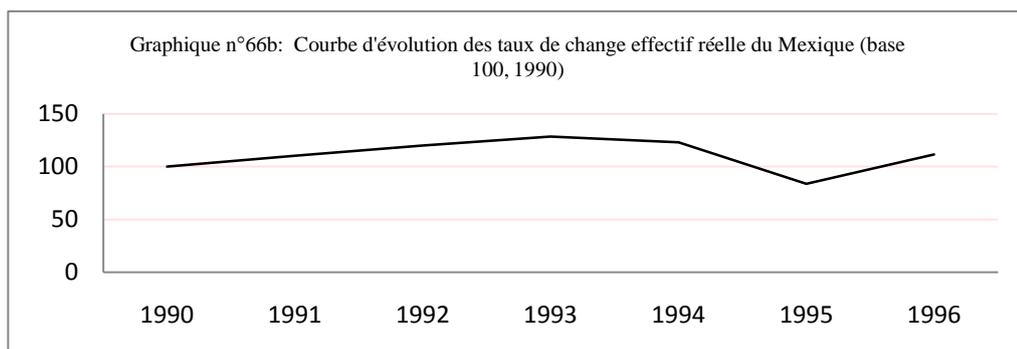
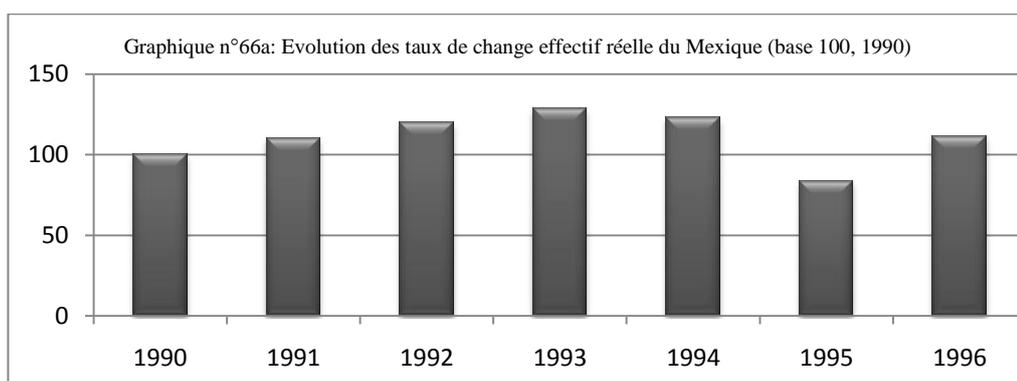
L'équation (1) montre que ce changement représente une diminution du pouvoir d'achat de la monnaie nationale aux Etats-Unis par rapport à son pouvoir d'achat dans son pays d'origine. Ce changement dans les pouvoirs d'achat relatifs se produit parce que les prix en monnaie nationale des biens américains ($E_{x/\$} \times P_{\$}$) augmentent relativement aux prix du pays d'origine des biens du même pays (P_X). Ainsi, la monnaie nationale se déprécie en termes réels lorsque le taux de change effectif réel augmente parce que le pouvoir d'achat hypothétique des produits du pays d'origine diminue en général à l'égard des produits américains. Les biens et services deviennent moins chers au pays d'origine par rapport aux Etats-Unis. Autrement dit, une dévaluation réelle est une détérioration des termes de l'échange du pays qui est considérée comme un prélèvement par l'extérieur. Après dévaluation, il faut un plus grand volume de la production nationale à l'exportation pour obtenir un même volume de la production étrangère à l'importation.

Une appréciation de la monnaie par rapport au dollar est représentée par une baisse du taux de change effectif réel $q_{X/\$}$. Cette baisse indique une diminution du prix relatif des produits achetés aux Etats-Unis, c'est-à-dire une augmentation du pouvoir d'achat de la monnaie nationale par rapport à celui aux Etats-Unis. Autrement dit, une réévaluation est une amélioration des termes de l'échange du pays qui est considérée comme un enrichissement sur l'extérieur. Il faut échanger un moindre volume de la production nationale à l'exportation pour obtenir un même volume de la production étrangère à l'importation.

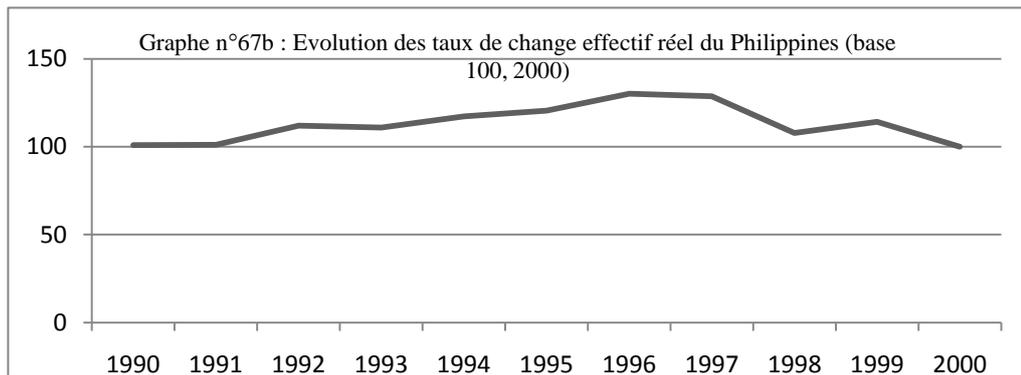
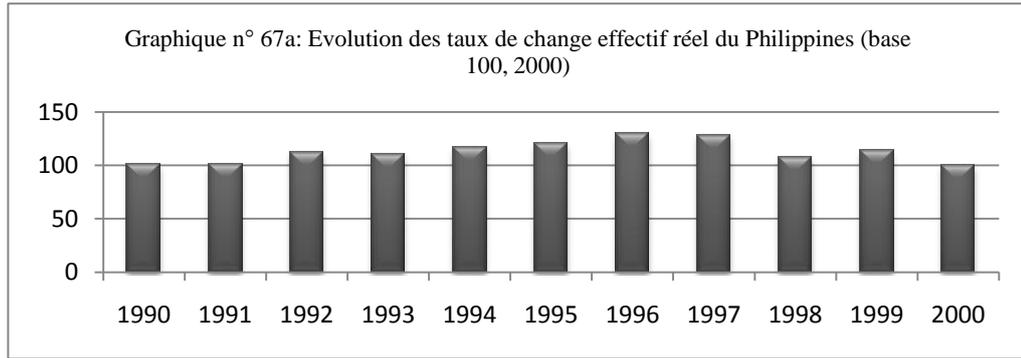
L'équation montre qu'un des prix de production inchangés, la dépréciation nominale implique une dépréciation réelle et l'appréciation nominale implique une appréciation réelle.

L'observation de cet indicateur montre que la plupart des pays émergents touchés par la crise ont surévalué leurs économies.

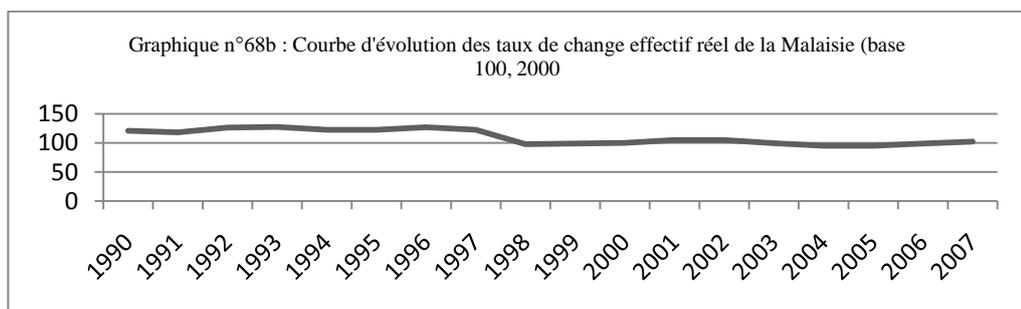
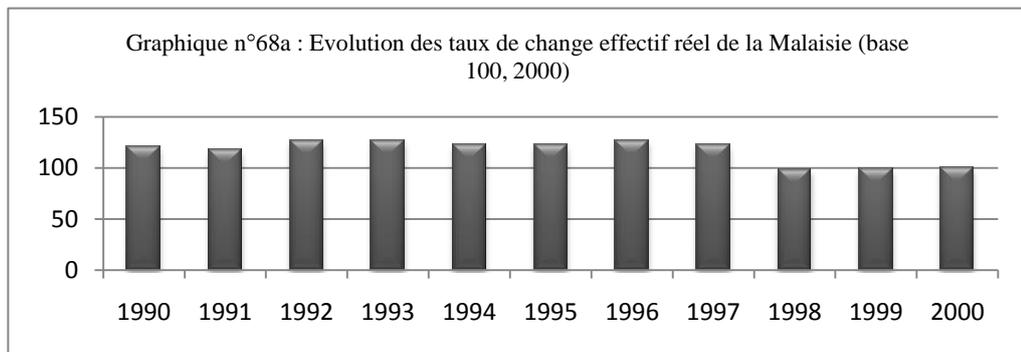
Au Mexique, on observe à travers les graphiques n°66a et n° 66b que le taux de change effectif réel a augmenté de 1991 à 1994. Ce qui exprime qu'il y a eu une surévaluation de l'économie mexicaine dans cette période qui précède la crise. Cette augmentation a fait que la balance commerciale révélait un déficit qui ne disparaît pas qu'au 1995 et une faiblesse des exportations jusqu'en 1994.



Au Philippines, l'évolution des taux de change effectif réel de 1992 à 1999 est illustrée dans les graphiques n°67a et 67b. L'économie du Philippines était surévaluée pendant cette période. Cela explique le déficit de la balance courante de 1992 à 1997 et le recul des exportations de 1992 à 1996.

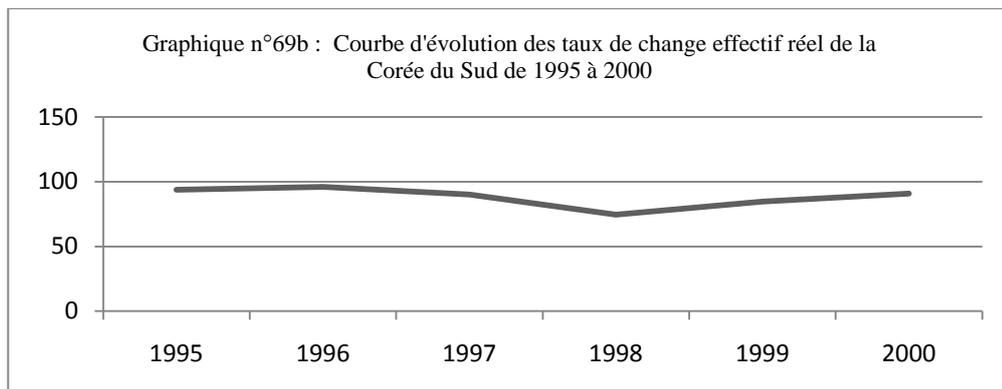
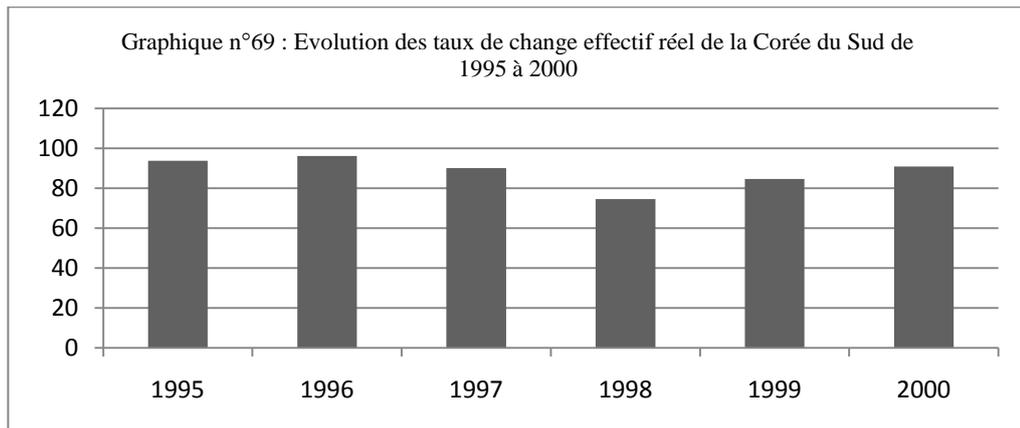


Au Malaisie, les graphiques n°68a et n°68b montrent que le taux de change effectif réel est élevé de 1992 à 1997. Ce qui signifie que l'économie de ce pays a été surévaluée pendant cette période.

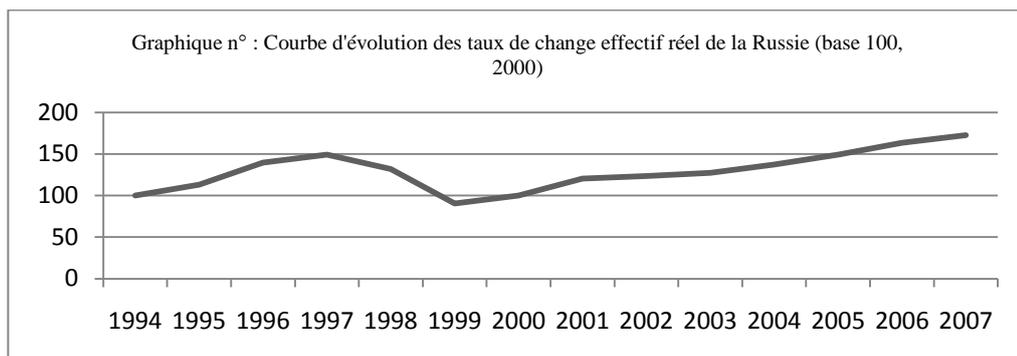
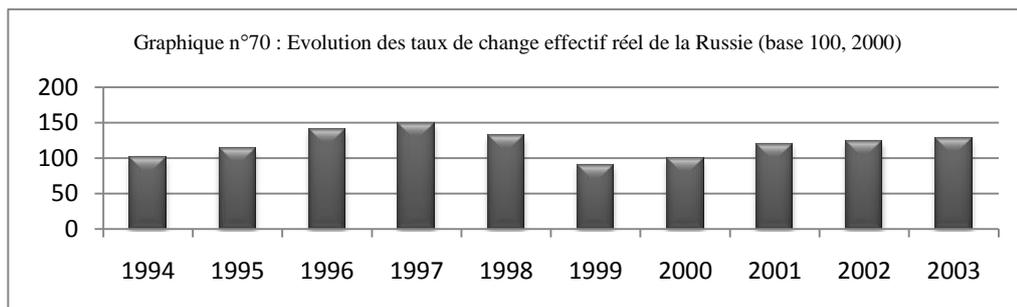


En conséquence, la balance courante de ce pays enregistre un déficit de 1992 à 1997 et un recul des exportations pendant la même période.

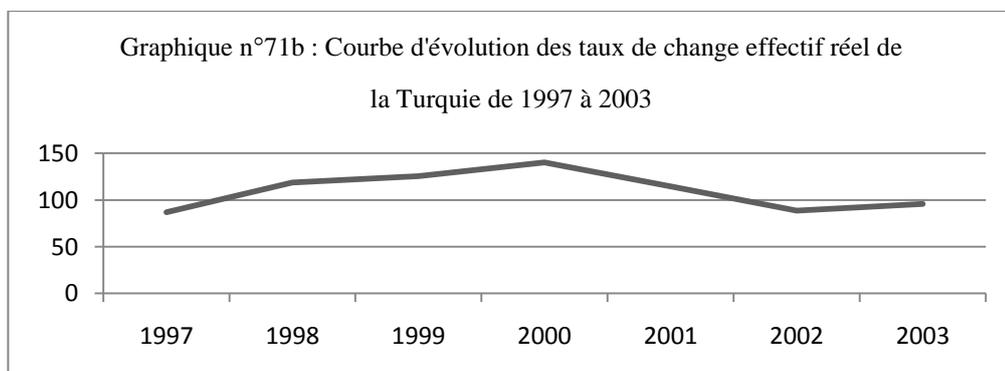
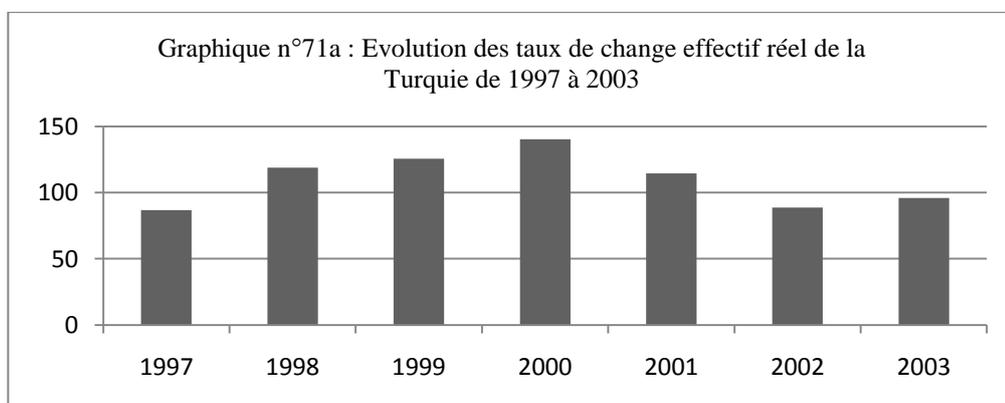
En Corée du Sud, les taux de change effectif réel ne sont pas élevés. L'économie sud-coréenne n'est pas surévaluée. Les graphiques n°69 et n°69b illustrent ce cas.



En Russie, les graphiques n°70a et n°70b révèlent que taux de change effectif réel est élevé de 1995 à 1998. Dans cette période, l'économie russe a subi une surévaluation réelle. Cela s'est traduit par une stagnation des exportations mais pas de déficit commercial car le pays est exportateurs des matières premières.



En Turquie, les graphiques n°71a et n°71b montrent l'évolution des taux de change effectif réel de 1997 à 2003. Ils illustrent que l'économie turque a été surévaluée de 1998 à 2001 car le taux de change effectif réel est élevé dans cette période.



b. Perte de compétitivité des économies des pays émergents

La compétitivité au niveau internationale se définit comme « *la capacité d'un pays à générer sur les marchés mondiaux plus de richesses pour sa population que ses concurrents* »¹⁹⁶. C'est, aussi, « *la capacité à fabriquer et à commercialiser des produits adaptés à l'évolution de la demande* »¹⁹⁷.

Pour qu'une économie soit assez compétitive, elle se doit être forte et capable à réussir dans un environnement concurrentiel en innovant, en croissant et en réalisant du bénéfice.

Pour la mesure de la compétitivité, des indicateurs sont utilisés. Il s'agit de la balance courante, de la balance commerciale et des exportations. Ces trois indicateurs permettent, donc, de mesurer la capacité d'un pays être ou pas compétitive.

Les indicateurs utilisés sont :

- la balance courante en % PIB ;
- balance commerciale (en millions US à prix constant) ;
- Exportations en volume (variation en %).

Le premier indicateur concerne la balance courante. La balance courante est le solde des flux monétaires d'un pays résultant des échanges internationaux de biens et services (balance commerciale), revenus et transferts courants. La balance courante est un des composants de la balance des paiements.

La balance courante est, généralement, mesuré en % par rapport au PIB. Cette mesure évalue l'impact du solde de la balance courante sur le PIB.

¹⁹⁶ Salvatore D. (2007), « *Economie internationale* », Ed. De boeck, Paris, octobre 2008, p. 212.

¹⁹⁷ Aglietta M. (1997), « *Macro-économie internationale* », Ed. Montchrestien, Paris, octobre 1997, p.202.

En ce qui concerne la balance commerciale, il s'agit d'un élément de comptabilité nationale qui répertorie et résume les exportations et les importations de biens et de services marchands.

Ces derniers peuvent comprendre biens manufacturés, matières premières, produits agricoles, voyages et transport, tourisme, prestations de sociétés de service et de conseil,...

Le solde de la balance commerciale est la différence entre les valeurs des exportations et des importations de biens et de services. Une balance commerciale positive signifie que le pays exporte plus de biens et services qu'il n'en importe. On parle, alors, d'excédent commercial ou de balance excédentaire. Quand elle est négative, on parle de déficit commercial.

Quant au dernier indicateur, l'exportation est l'action de vendre à l'étranger une partie de la production de biens ou de services d'un ensemble économique, pays ou région.

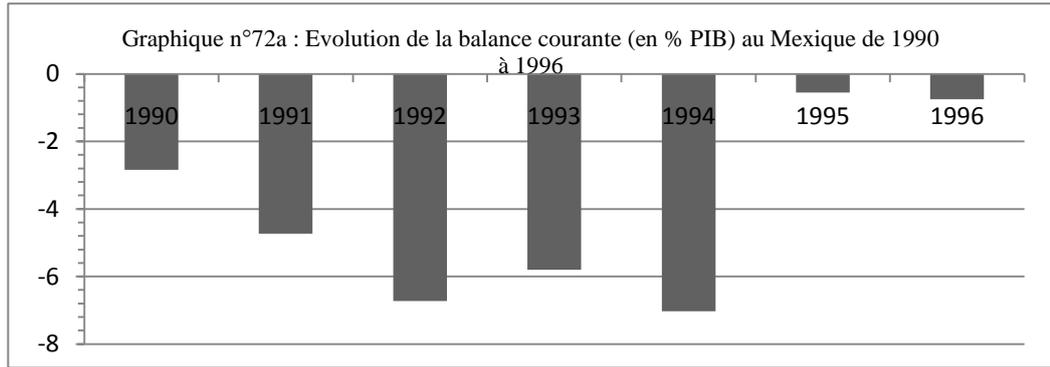
Cette activité économique et commerciale est considérée comme très importante pour l'économie d'un pays. C'est un moyen crucial pour acquérir des devises, lesquelles sont pour des moyens d'intervention économique et financière sur les marchés extérieurs.

On utilise, donc, ces trois indicateurs de la compétitivité pour vérifier si les pays émergents touchés par les crises étaient ou pas en perte de compétitivité.

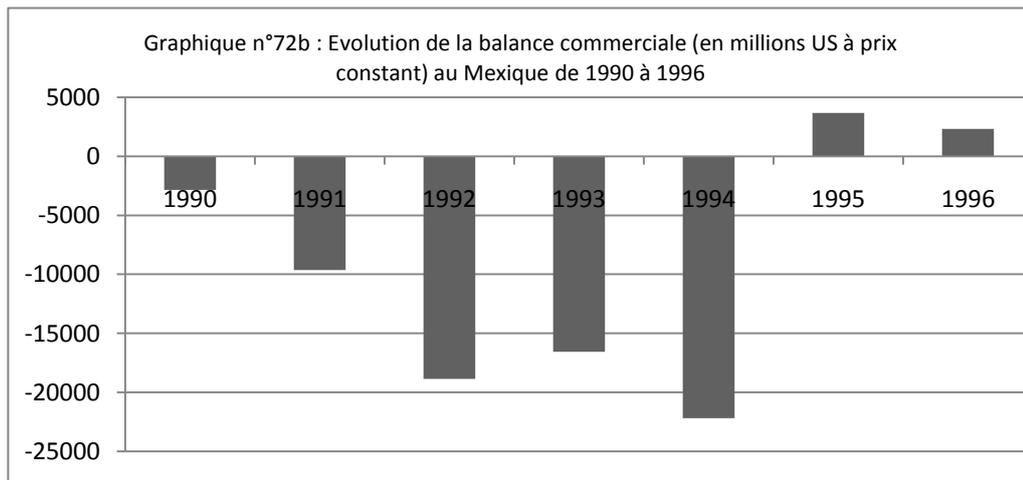
i. Au Mexique

Pour le cas du Mexique, le graphique n°72a montre l'évolution de la balance courante (en % PIB) de 1990 à 1996 et illustre que cette balance était déficitaire dans toute cette période.

Ce déficit était moins important en 1990 et commençait à prendre de l'importance au fur et à mesure que la crise se rapproche jusqu'à ce qu'il atteigne le sommet avec -7,03% du PIB en 1994.

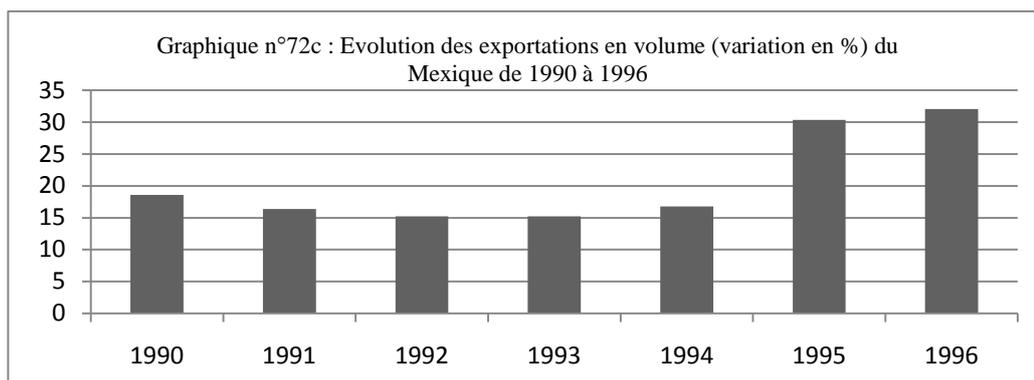


Après la crise, ce déficit recule un peu avec -0,54% en 1995 et -0,75% en 1996. L'interprétation à donner à ces déficits est que le pays ne bénéficie pas du tout des flux monétaires résultant des échanges internationaux. Le pays faisait des sorties d'argent plus qu'il fait des entrées. L'explication pourrait venir de sa balance commerciale.



Le graphique n°72b permet de tracer l'évolution de la balance commerciale (en millions US à prix constant)¹⁹⁸ de 1990 à 1996. Il montre que la balance commerciale du Mexique est déficitaire de 1990 à 1994. Le déficit le plus important était en 1994. C'est-à-dire que l'économie du pays importait plus qu'elle exportait avant et pendant la crise. Il serait, donc, intéressant de voir l'état de ses exportations.

¹⁹⁸ Les prix constants sont les prix en valeur réelle c'est-à-dire corrigés de la hausse des prix par rapport à une donnée de base ou de référence

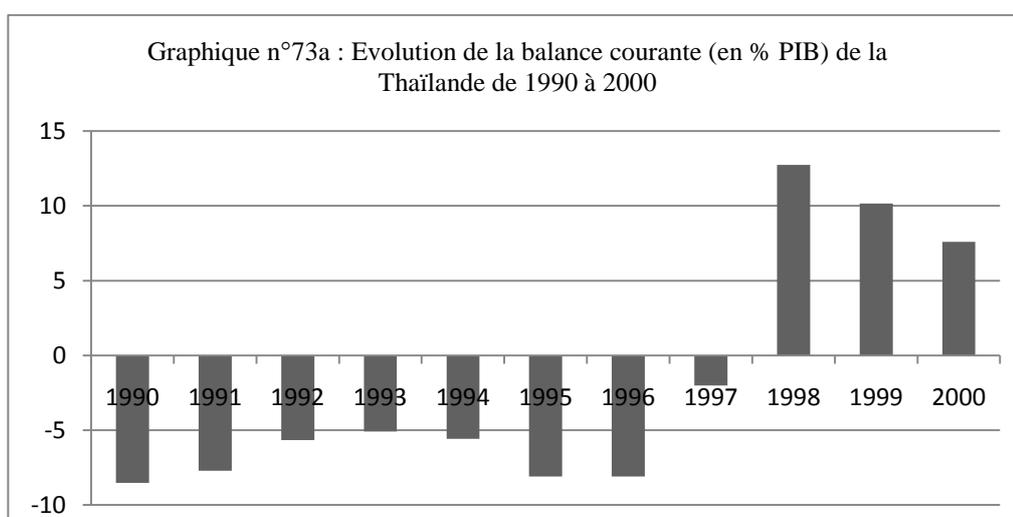


Le graphique n°72c présente l'évolution des exportations en volume (variation en %) du Mexique de 1990 à 1996. Les exportations de 1990 à 1994 étaient relativement inférieures par rapport à 1995 et 1996.

Ce recul des exportations entre 1990 et 1994 pourrait expliquer le déficit de la balance commerciale et de la balance courante. Il pourrait, aussi, démontrer l'incapacité du Mexique d'exporter un volume de quantités suffisantes pour éviter ce déficit des deux balances. Le pays est, donc, entrain de subir une perte de compétitivité.

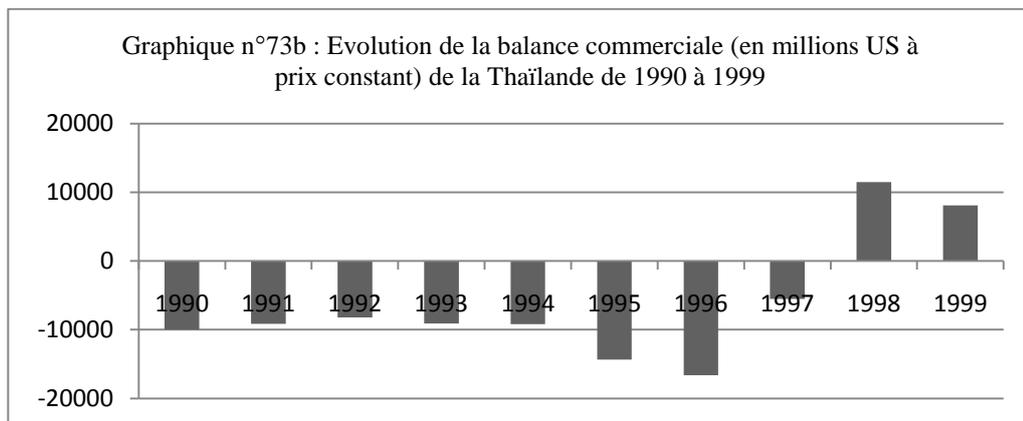
ii. Au Thaïlande

Pour le cas de la Thaïlande, le graphique n°73a montre l'évolution de la balance courante (en % PIB) de 1990 à 2000. Il illustre le déficit de cette balance pendant la période qui a précédé la crise asiatique, de 1990 à 1996.

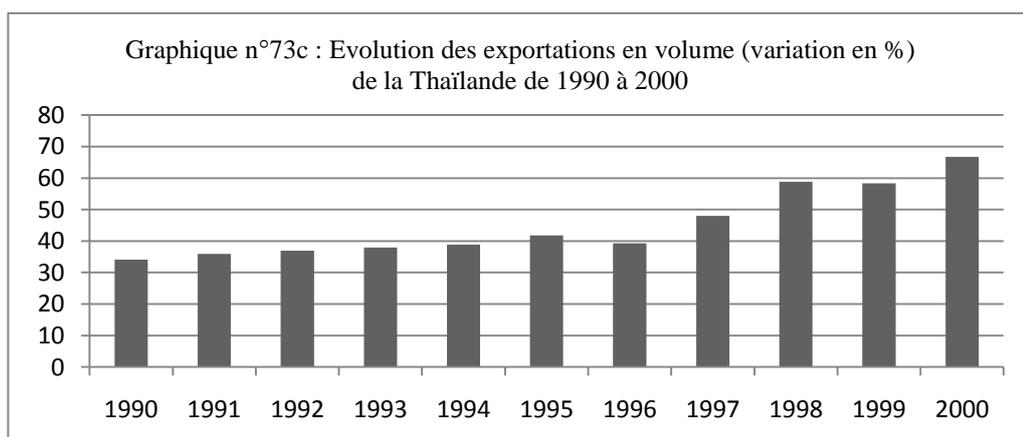


Le point culminant du déficit est inscrit en 1995 et en 1996 où on enregistre - 8,08% du PIB dans chaque année. Ce déficit devenait plus important au fur et à mesure que la crise asiatique se rapproche. Après la crise, ce déficit disparaît et le pays réalise un excédent à partir de 1999.

L'interprétation à donner à ces déficits est que le pays ne profite pas assez des échanges internationaux pour attirer plus de flux monétaires. L'explication de cette incapacité pourrait venir de sa balance commerciale.



Le graphique n°73b permet d'indiquer l'évolution de la balance commerciale (en millions US à prix constant) de 1990 à 1999. Il montre que la balance commerciale de la Thaïlande est déficitaire de 1990 à 1996 et que le déficit le plus important est en 1996.

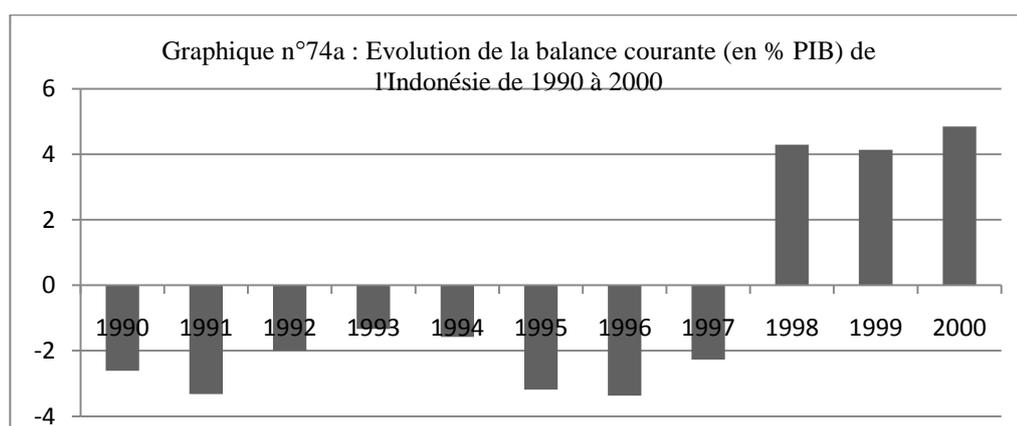


A partir du graphique n°73c, on peut observer l'évolution des exportations en volume (variation en %) de la Thaïlande de 1990 à 2000. Les exportations affichées de 1990 à 1996 sont relativement faibles par rapport à celles de l'année 1999 et 2000.

Ce recul des exportations entre 1990 et 1996 pourrait expliquer le déficit de la balance commerciale et de la balance courante. Pendant cette période, l'économie thaïlandaise est en perte de compétitivité.

iii. En Indonésie

Pour le cas de la Thaïlande, le graphique n°74a montre l'évolution de la balance courante (en % PIB) de 1990 à 2000 et illustre le déficit de cette balance de 1990 à 1996. Cette période est celle qui a précédé la crise asiatique.

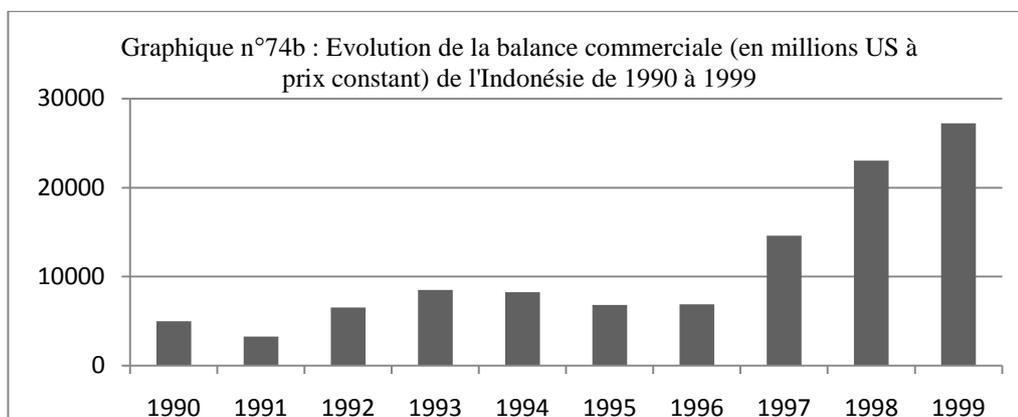


Ce déficit a atteint son point culminant en 1996, c'est-à-dire une année après la crise asiatique. Il a atteint -3,37 % du PIB. Après la crise, ce déficit disparaît et l'économie indonésienne réalise des excédents de sa balance courante avec 4,13% et 4,84% du PIB en 1999 et 2000.

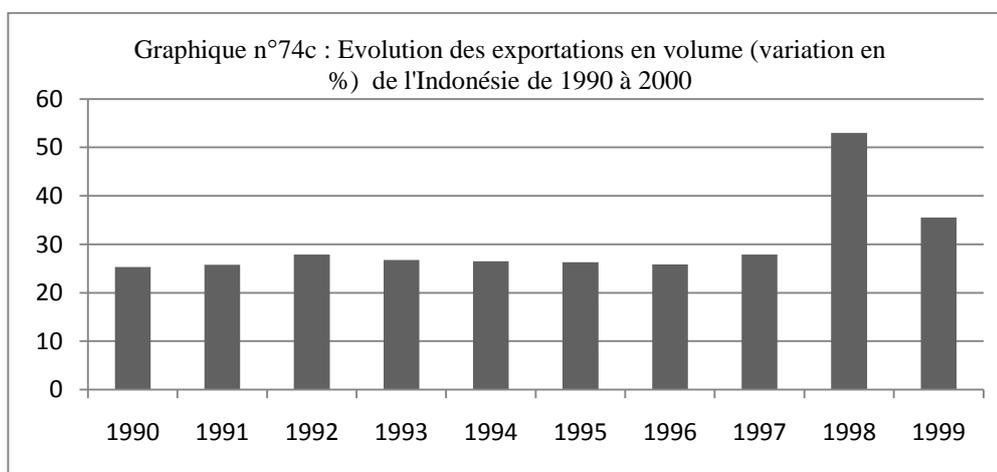
Les déficits répétés avant la crise signifient que les flux monétaires adressés par ce pays vers l'étranger sont plus grandes que ceux qui sont reçus de l'étranger. La balance commerciale pourrait révéler les raisons de ces déficits.

Le graphique n°74b permet d'examiner l'évolution de la balance commerciale (en millions US à prix constant) de l'Indonésie entre 1990 et 1999. Ce graphique révèle que la balance commerciale de l'Indonésie n'est pas

déficitaire avant la crise, mais on enregistre un recul important entre 1990 et 1996. Cela signifie pourquoi les déficits de sa balance courante ne sont pas importants par rapport aux autres pays asiatiques.



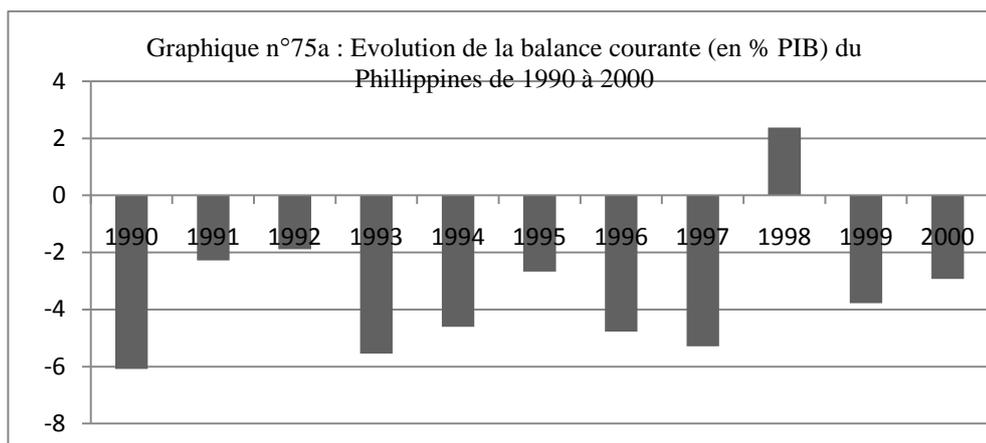
Le graphique n°74c présente l'évolution des exportations en volume (variation en %) de 1990 à 2000. Les exportations de 1990 à 1996 sont relativement faibles par rapport à celles de 1999.



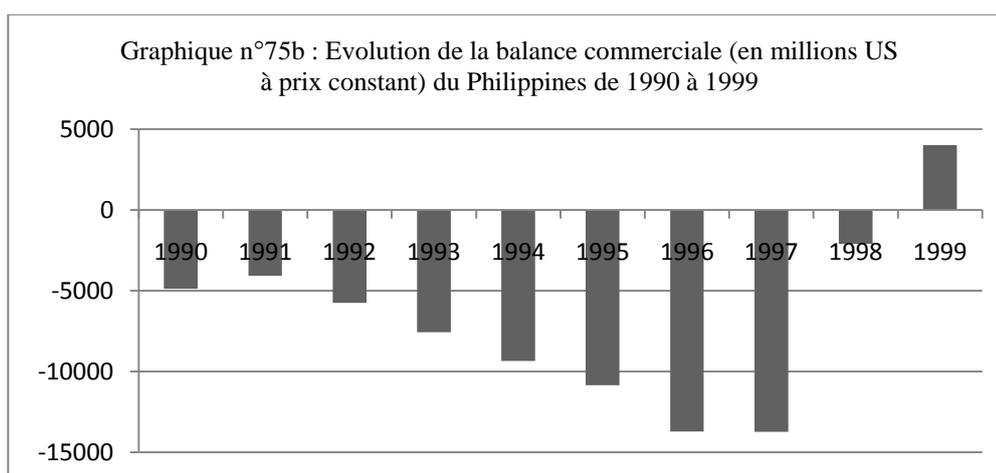
Cette faiblesse des exportations entre 1990 et 1996 pourrait expliquer le recul de la balance commerciale mais qui n'explique pas forcément les déficits de la balance courante. Néanmoins, on peut avancer l'idée de la faiblesse des exportations comme explication possible des déficits de la balance courante.

iv. Au Philippines

Pour le cas du Philippines, le graphique n°75a montre l'évolution de la balance courante (en % PIB) de 1990 à 1996.

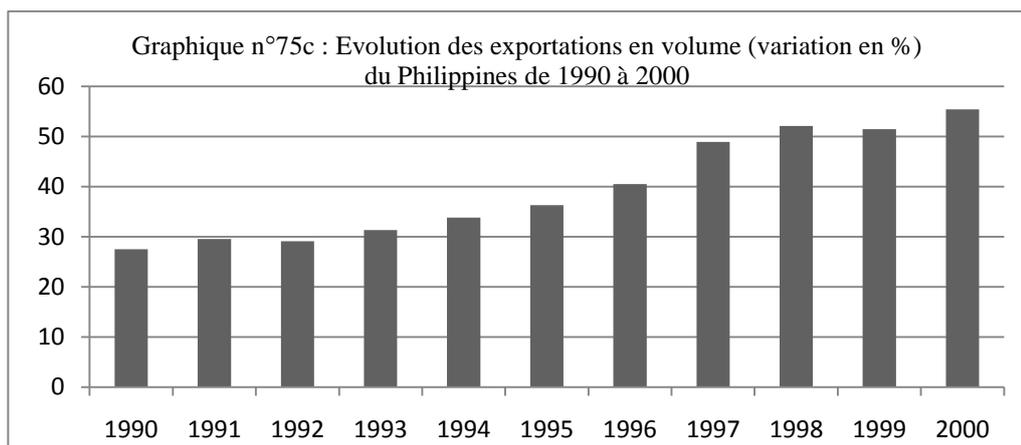


Ce graphique illustre les déficits répétés de la balance courante du pays de 1990 à 1996. On enregistre des déficits qui varient entre -1,88% en 1992 à -6,08% du PIB en 1990. Après la crise, ces déficits réapparaissent en 1999 et 2000 avec -3,77% et -2,93% du PIB.



Le graphique n°75b permet de représenter l'évolution de la balance commerciale (en millions US à prix constant) de 1990 à 1999. Il montre que cette balance est déficitaire de 1990 à 1997. On retient que le déficit le plus important a été réalisé en 1996, à une année après le déclenchement de la crise asiatique.

Le graphique n°75c présente l'évolution des exportations en volume (variation en %) de 1990 à 2000 et on peut retenir la faiblesse relative des exportations de 1990 à 1996 par rapport à celles 1999 et 2000.

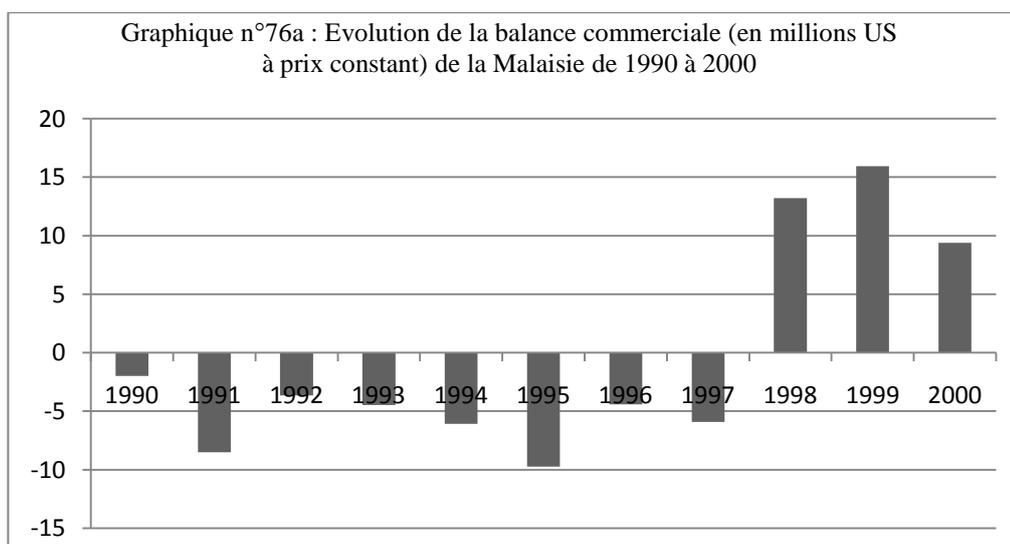


La faiblesse des exportations entre 1990 et 1996 au Philippines a eu un effet négatif sur la balance commerciale qui affiche des déficits répétés pendant cette période. En conséquence, la balance courante enregistre des déficits renouvelés.

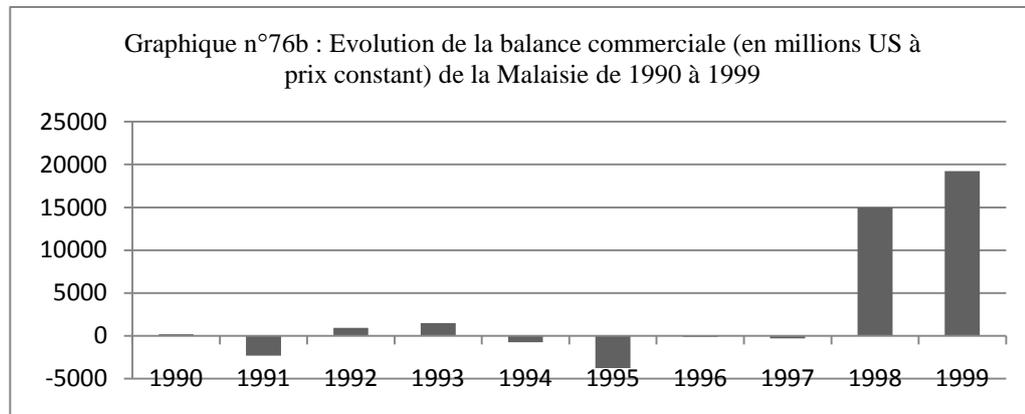
Partant de cela, la faiblesse des exportations signifie l'incapacité du Philippines d'imposer ses produits et services à l'étranger. Cette impuissance traduit une perte de compétitivité de son économie.

v. *En Malaisie*

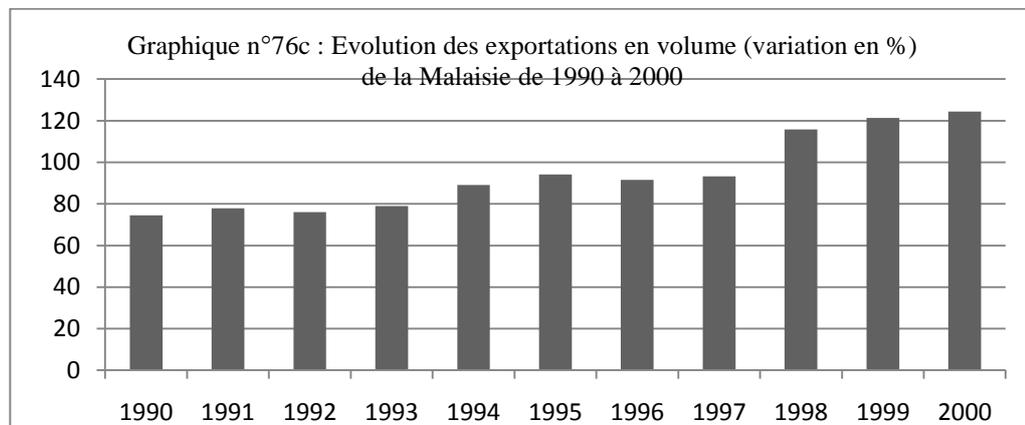
Le graphique n°76a affiche l'évolution de la balance courante (en % PIB) de la Malaisie pour la période de 1990 à 2000. Il démontre que la balance courante de ce pays est restée déficitaire de 1990 à 1996.



Après la crise, ce déficit disparaît et on note un excédent de la balance courante en 1999.



Le graphique n°76b montre l'évolution de la balance commerciale (en millions US à prix constant) de 1990 à 2000. Avant la crise asiatique, on peut voir le déficit de la balance commerciale du pays en 1991, 1994 et en 1995 et un faible excédent en 1990, 1992, 1993 et en 1996.

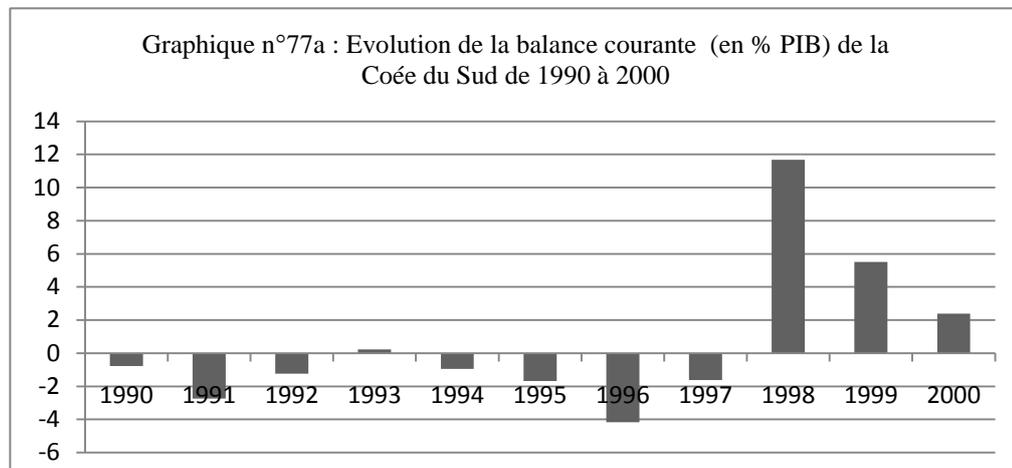


Le graphique n°76c présente l'évolution des exportations en volume (variation en %) de 1990 à 1996. Il permet d'observer que les exportations de 1990 à 1996 sont relativement faibles par rapport à celles enregistrées en 1999 et 2000.

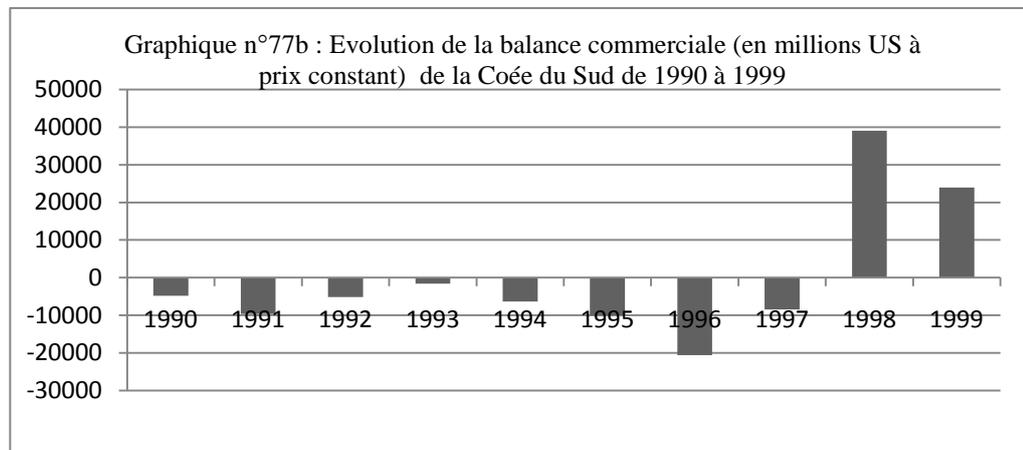
vi. *En Corée du Sud*

Le graphique n°77a montre l'évolution de la balance courante (en % PIB) de la Corée du Sud pendant la période de 1990 à 2000. A partir de ce graphique, on

enregistre des déficits répétés de cette balance avant la crise asiatique. Après la crise, des excédents apparaissent en 1999 et en 2000.

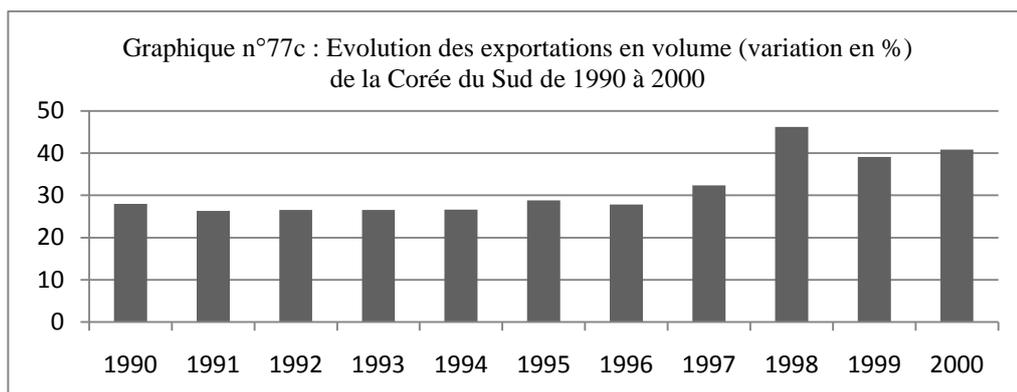


Le graphique n°77b résume l'évolution de la balance commerciale de 1990 à 1999. Il montre que la balance commerciale de la Corée du Sud est déficitaire de 1990 à 1996.



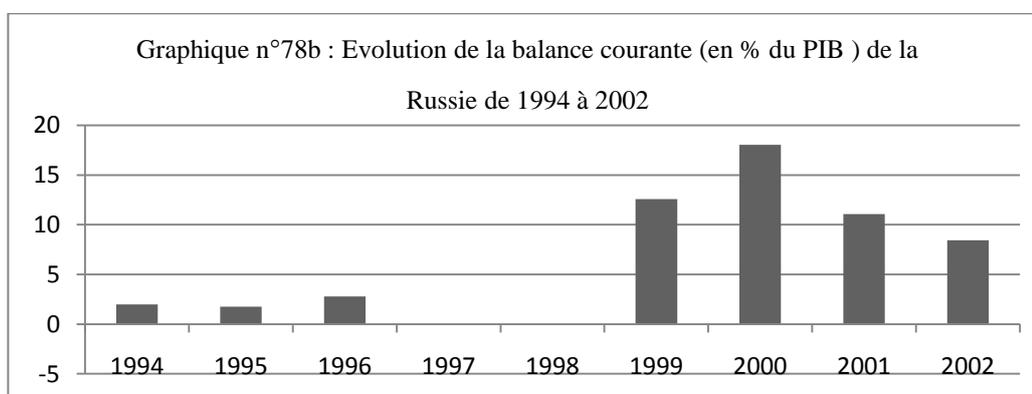
Le graphique n°77c présente l'évolution des exportations en volume de 1990 à 2000. On peut observer que les exportations de 1990 à 1996 sont relativement faibles par rapport celles de 1999 et de 2000.

Ces trois observations expliquent la perte de compétitivité de l'économie sud-coréenne avant la crise.



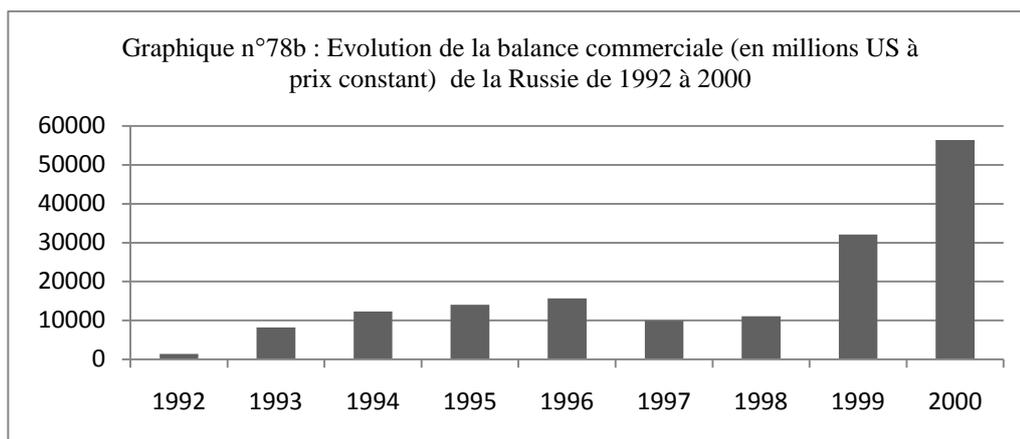
vii. *En Russie*

En ce qui concerne la Russie, le graphique n°78a montre l'évolution de sa balance courante (en % PIB) de 1990 à 1996 et illustre un très faible excédent et un déficit avant la crise russe de 1998. On enregistre un excédent de 1,68% du PIB en 1994, 1,76% en 1995 et 2,76% du PIB en 2,76%. En 1997, on note -0,01% du PIB. Ces résultats sont négatifs pour un pays comme la Russie producteurs et exportateurs des matières premières.

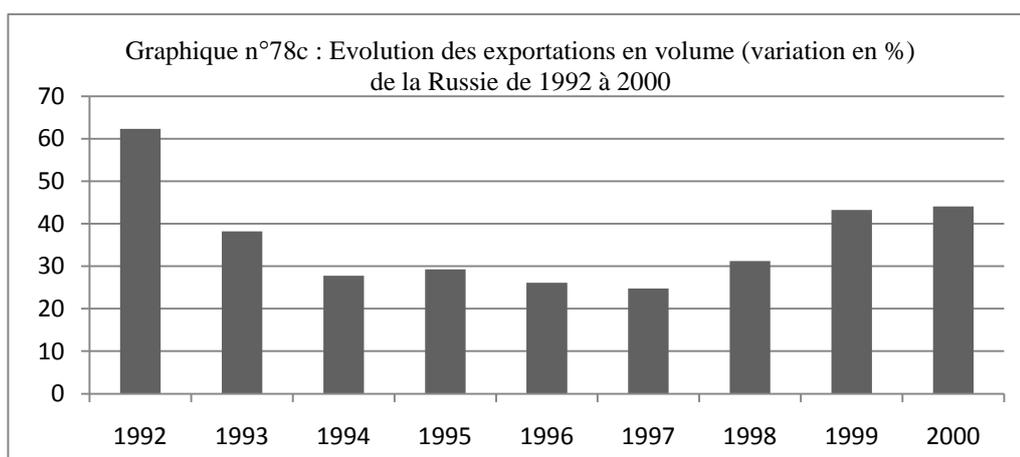


Le graphique n°78b permet d'observer l'évolution de la balance commerciale (en millions US à prix constant) de 1992 à 2000. Il indique que la balance commerciale de la Russie est déficitaire en 1997 et marque un très faible excédent en 1994, 1995 et 1996.

Ces résultats de la balance commerciale avant la crise confirment l'évolution de la balance courante pendant cette même période.



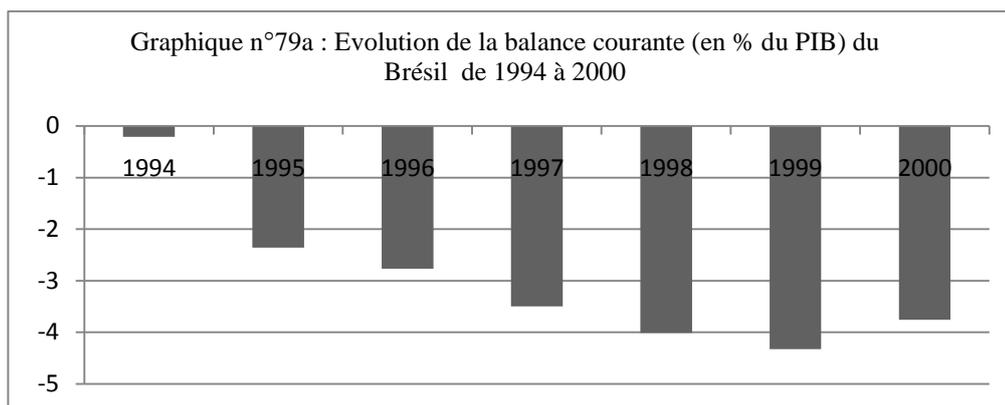
Le graphique n°78c présente l'évolution des exportations en volume (variation en %) de la Russie de 1992 à 2000. Les exportations de 1992 à 1997 sont en recul d'année en année jusqu'à ce qu'elles ont atteint leur niveaux le plus faibles une année avant la crise russe. Cela peut avoir un sens et donner des idées sur la perte en compétitivité de l'économie russe avant la crise de 1998.



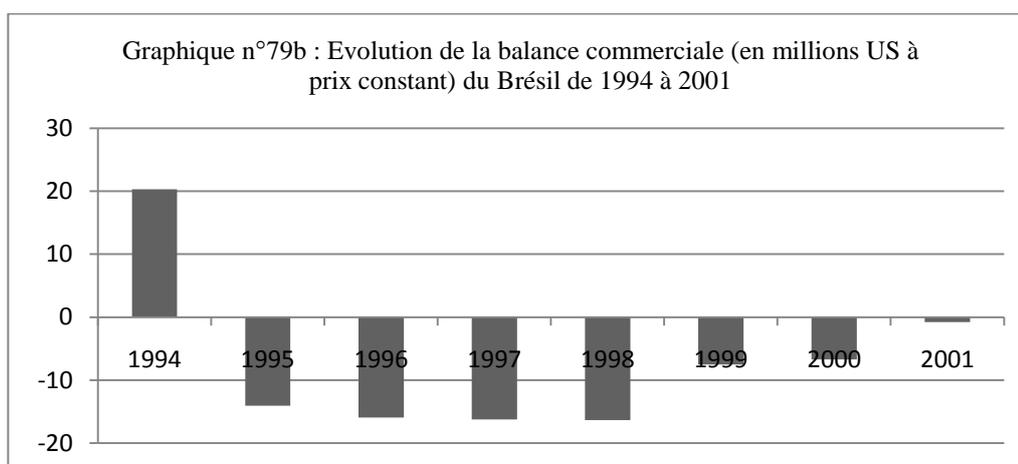
viii. Au Brésil

Pour le cas du Brésil, le graphique n°79a montre l'évolution de sa balance courante (en % PIB) de 1994 à 2000 et illustre un déficit de cette balance avant la crise brésilienne de 1999. On peut observer des déficits de 1994 à 1998. Ces déficits deviennent plus importants de plus en plus jusqu'à l'année 1998 où on note -4% du PIB. Ils apparaissent même pendant et après la crise.

Ces déficits de la balance courante sont des caractéristiques de l'économie brésilienne dans cette époque.

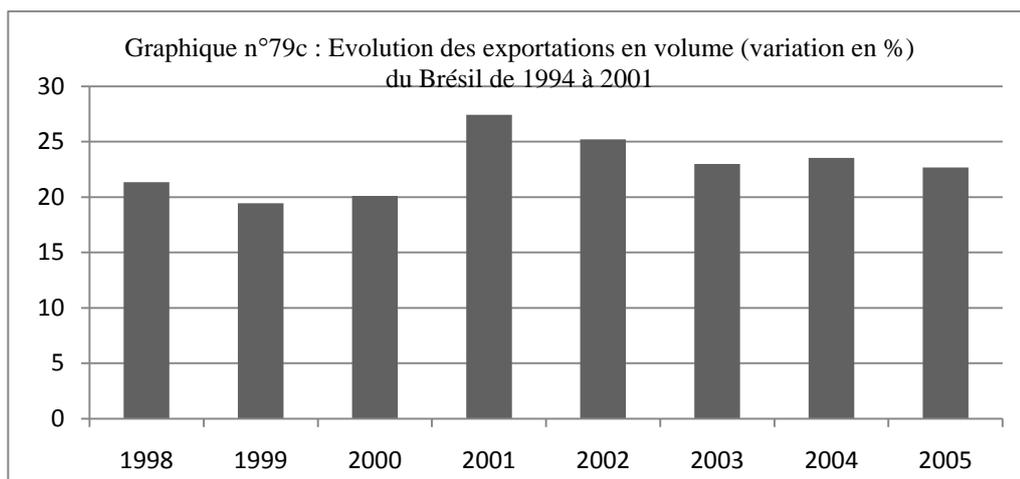


Le graphique n°79b permet d'examiner l'évolution de la balance commerciale (en millions US à prix constant) de 1994 à 2001. Il montre que la balance commerciale du Brésil est déficitaire avant la crise brésilienne à l'exception de 1994. Le déficit le plus important a été enregistré en 1998, une année après la crise de 1999. Ce qui démontre les difficultés économiques du pays avant la crise.



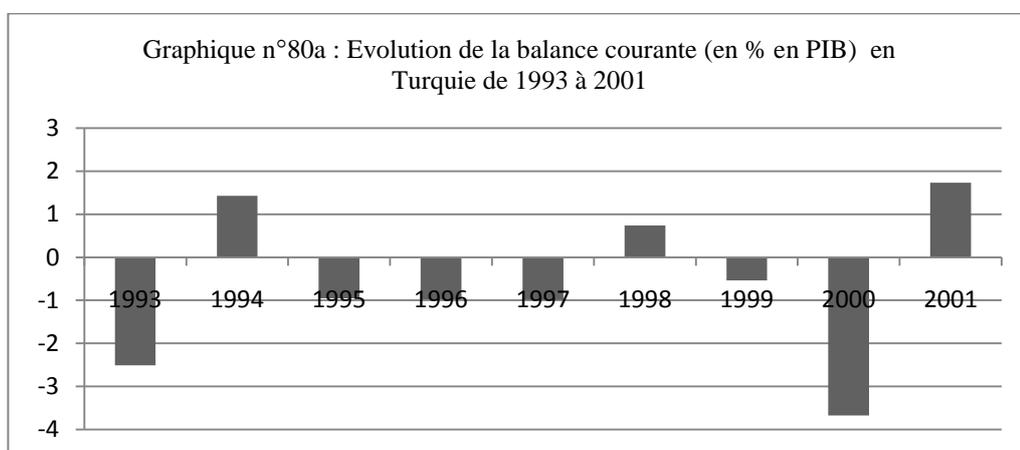
Le graphique n°79c présente l'évolution des exportations en volume (variation en %) du Brésil de 1994 à 2001. Ce graphique affiche une variation décroissante des exportations dans la période qui précède la crise brésilienne. Les exportations baissent d'année en année de 1994 à 1998.

Ces observations justifient clairement la perte de compétitivité de l'économie brésilienne avant la crise à la lumière des déficits répétés de la balance courante et de la balance commerciale, et des variations décroissantes des exportations.

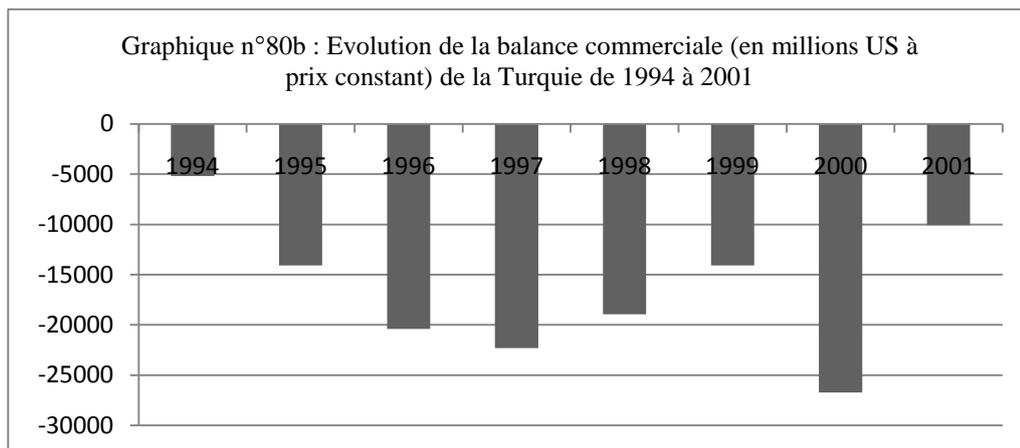


ix. *En Turquie*

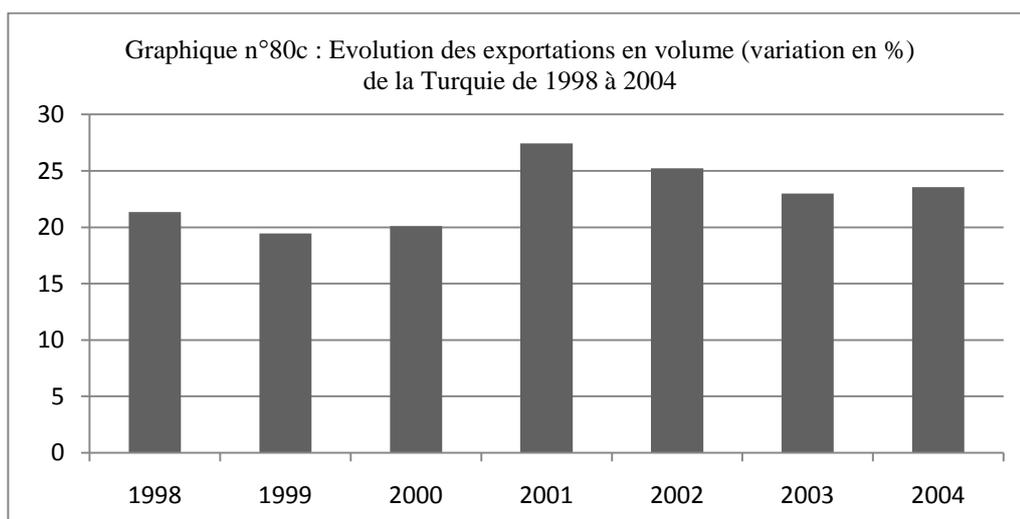
Pour le cas de la Turquie, le graphique n°80a montre l'évolution de la balance courante (en % PIB) de 1993 à 2001. Avant la crise turque de 2000, on observe que la balance courante est déficitaire de 1993 à 1999 à l'exception de 1994.



Le graphique n°80b présente l'évolution de la balance commerciale (en millions US à prix constant) de 1994 à 2001. Il montre que la balance commerciale de la Turquie est déficitaire avant la crise turque, de 1993 à 1999. Ces déficits persiste même pendant et après la crise.



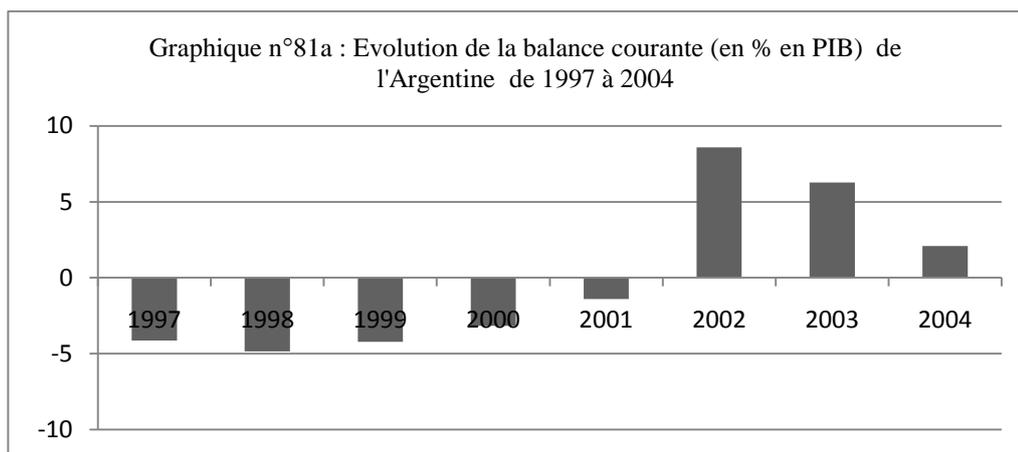
Le graphique n°80c présente l'évolution des exportations en volume (variation en %) de la Turquie de 1998 à 2004. La variation des exportations en 1998 et en 1999 est décroissante. Ce qui signifie qu'il y a lieu une baisse des exportations avant la crise de 2000.



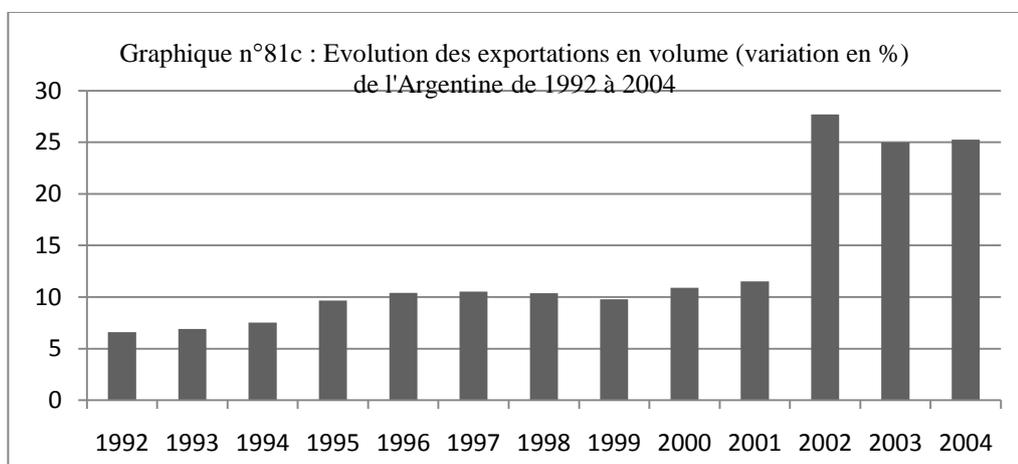
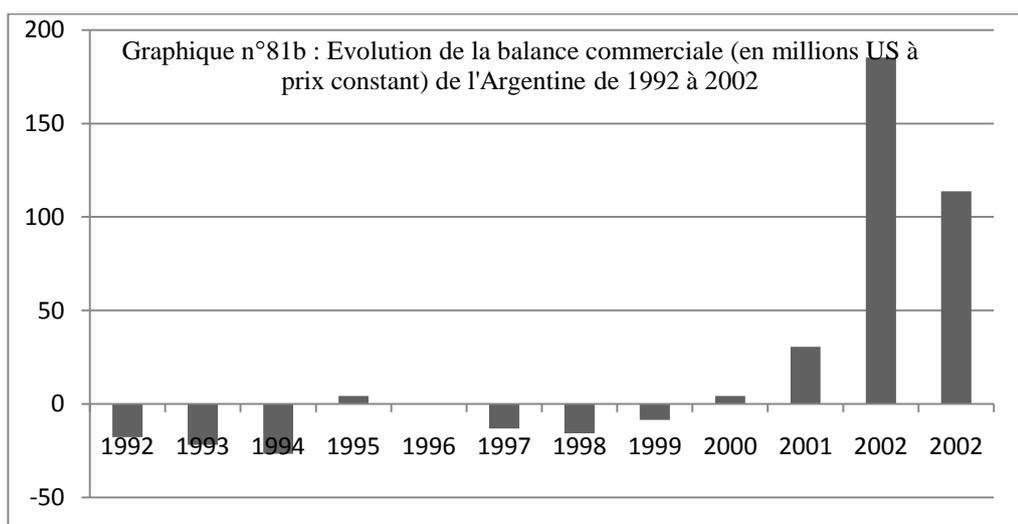
Partant de ces observations, on peut dire que l'économie turque souffrait de perte de compétitivité avant la crise.

x. *En Argentine*

En ce qui concerne le cas de l'Argentine, le graphique n°81a montre l'évolution de la balance courante (en % PIB) de 1997 à 2004. Il affiche des déficits avant la crise argentine, de 1997 à 2004.



Le graphique n°81b indique l'évolution de la balance commerciale (en millions US à prix constant) de 1992 à 2002. Il montre que la balance commerciale de l'Argentine est déficitaire avant la crise, de 1990 à 1994, à l'exception de l'année 1995 et 2000. Pendant et après la crise, on enregistre un excédent.



Le graphique n°81c présente l'évolution des exportations en volume (variation en %) de 1992 à 2004. Les variations des exportations avant la crise de 2001 restent faibles entre 6,5% et 10,5%.

Partant de l'ensemble des observations concernant le taux de change effectif réel d'un côté et, de l'autre côté, la balance courante, la balance commerciale et les exportations sur les dix pays émergents touché par les crises, on peut soulever l'existence d'une relation entre la surévaluation réelle des économies émergentes et leur perte de compétitivité.

On constate que les pays émergents qui affichent une surévaluation réelle de leurs économies, présentent des déficits de leur balance courante signifiant une perte de compétitivité.

Au total, les problèmes de surévaluation et de compétitivité ont produit un recours excessif à l'endettement extérieur. De ce fait, ils peuvent avoir joué un rôle dans le déclenchement des crises des pays émergents.

B. Excès d'endettement extérieur

Les économistes considèrent que le recours excessif à l'endettement extérieur peut être une des causes possibles qui contribue au déclenchement des crises des pays émergents.

La dette extérieure peut être définie comme un transfert non définie au profit du pays ayant un besoin de financement par un ou plusieurs pays étrangers. Elle est une relation financière qui met en rapport des agents de pays différents et elle est souvent libellée en devises.

La dette extérieure est différente de la dette intérieure, de la dette publique et de la dette privée. La dette intérieure met en rapport des agents résident sur le territoire d'un même Etat. Elle est libellée en monnaie nationale et ne subit pas le risque de change.

Par contre, la dette publique engage la signature d'un Etat. L'Etat peut s'endetter pour couvrir son déficit budgétaire ou donner sa garantie aux dettes garanties par des entreprises publiques. On distingue dans la dette publique la dette de l'Etat central, celle des collectivités territoriales et celles des entreprises publiques. La dette privée est celle contractée par les entreprises et les ménages vis-à-vis des créanciers tant résidents que non-résidents. Elle présente comme seule garantie la solvabilité des débiteurs.

L'endettement extérieure fait supporter au une charge financière qui est le service de la dette. Elle incombe à l'emprunteur en contrepartie des services du prêteur. Il regroupe les montants à payer au titre du principal, des intérêts et diverses commissions.

On peut expliquer le recours à l'endettement extérieur par l'équation suivante :

$$CA = Y - (C + I + G)$$

où CA balance courante, Y la production, C consommation, I investissement et G dépenses de l'Etat.

Cette équation peut exprimer que la balance courante est égale à la différence entre la production est la somme de la consommation, de l'investissement et des dépenses de l'Etat. Si cette différence est positive, elle traduit un surplus de la production qui n'est pas consommé ou investi. Il est vendu à l'étranger et constitue une épargne pour le pays. Cela se traduit par un excédent de la balance courante.

Dans le cas contraire, la production est insuffisante et le pays est contraint à recourir à l'étranger pour combler la consommation, l'investissement ou la consommation de l'Etat. Ce recours se traduit par un déficit de la balance courante.

A cela s'ajoute les dévaluations du taux de change que subit le pays. Si la valeur de sa monnaie se déprécie, les dettes en devises s'amplifient. Cela peut être observé dans les pays émergents touchés par les crises financières.

Une autre équation peut, également, expliquer le recours à l'endettement extérieur. Cette équation est la différence entre l'épargne privée et la somme de l'investissement et le déficit public.

$$CA = S^p - I - (G - T)$$

où CA balance courante, S^p l'épargne privée, I investissement, G dépenses de l'Etat et T les taxes.

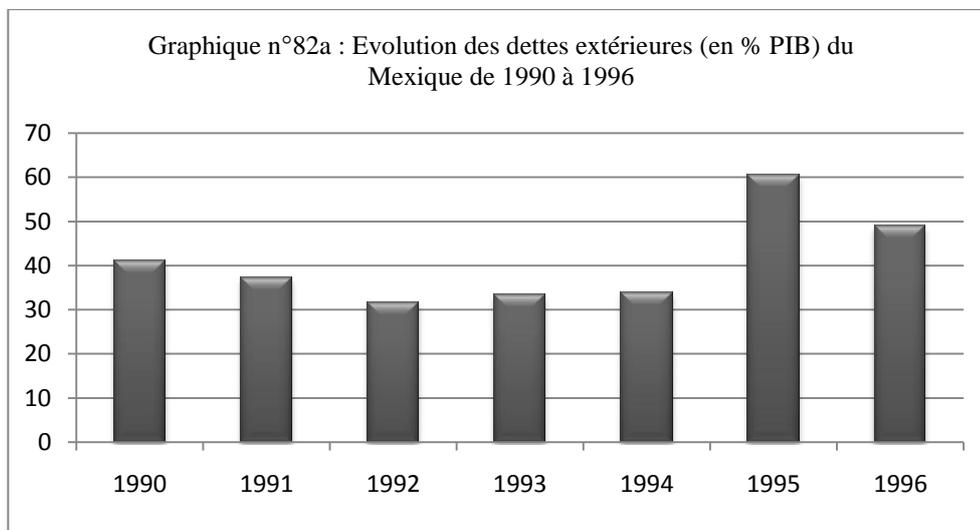
Si l'épargne privée suffit pour l'investissement et de financer le déficit public, la différence peut apparaître dans l'excédent de la balance courante. Ce qui signifie que le pays emprunte à l'extérieur. Par contre, si l'épargne ne suffit pas pour l'investissement ou le financement du déficit public, la balance courante fait apparaître un déficit qui traduit une dette extérieure.

L'observation du recours excessif de la dette extérieure par les pays émergents touché par les crises est illustrée par deux éléments :

- dettes extérieures (en % PIB) ;
- service de la dette extérieure (en % PIB).

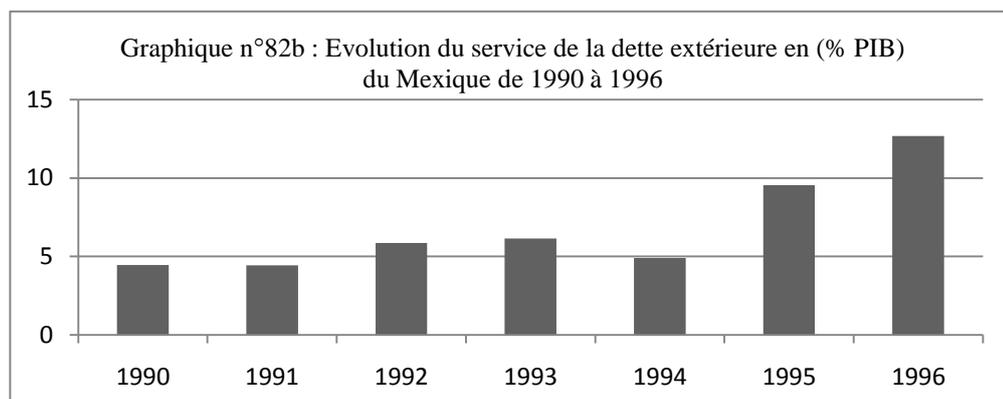
i. Au Mexique

Le graphique n°82a présente l'évolution des dettes extérieures (en % PIB) du Mexique de 1990 à 1996. Il montre que les dettes extérieures sont très élevées dans toute la période étudiée.



Avant la crise, les dettes extérieures représentent jusqu'à 33,31% du PIB. Pendant la crise, on note 33,89% du PIB en 1994 et 60,48% du PIB en 1995.

Ce niveau très élevé des dettes élevées se confirme par l'observation de l'évolution du service de la dette extérieure illustrée par le graphique n°82b.



Avant la crise, le service de la dette extérieure est à 6,14% du PIB en 1993. Il augmente, pendant la crise, en réalisant 9,54% du PIB en 1994, 9,54% du PIB en 1995 et 12,67% du PIB en 1996.

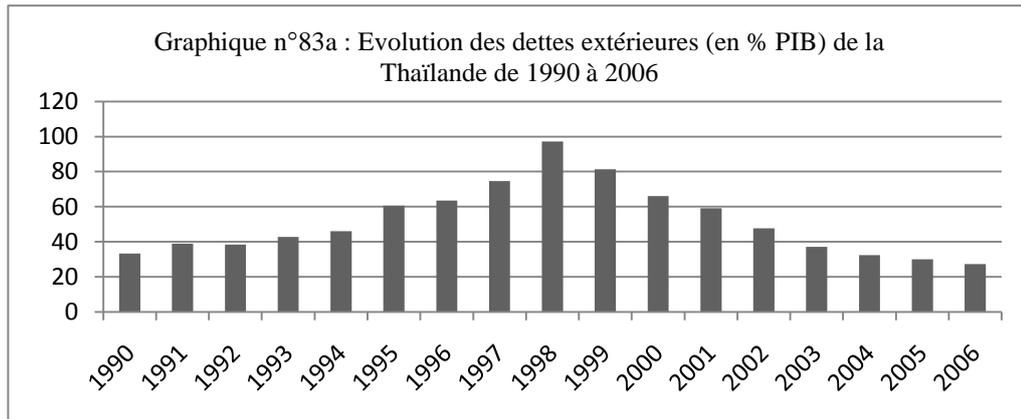
A la lumière de ces deux observations, on peut soulever l'excès à l'endettement enregistré au Mexique avant et au cours de la crise, surtout en 1995 ainsi que la charge financière générée par le service de la dette extérieure, surtout celle contractée en 1995.

ii. En Thaïlande

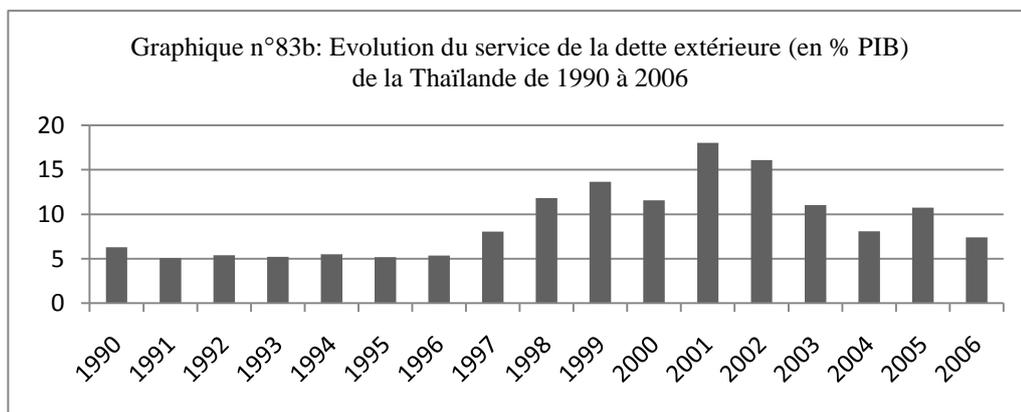
Le graphique n°83a présente l'évolution des dettes extérieures (en % PIB) de la Thaïlande de 1990 à 2006. Il montre que les dettes extérieures sont très élevées dans toute la période étudiée puisqu'elles varient entre 27,32% et 81,31% du PIB.

Avant la crise, les dettes extérieures représentent jusqu'à 63,51% du PIB. Pendant la crise, on note 74,64% du PIB en 1997 et 97,15% du PIB en 1998.

Ce niveau très élevé des dettes élevées se confirme par l'observation de l'évolution du service de la dette extérieure illustrée par le graphique n°83b.



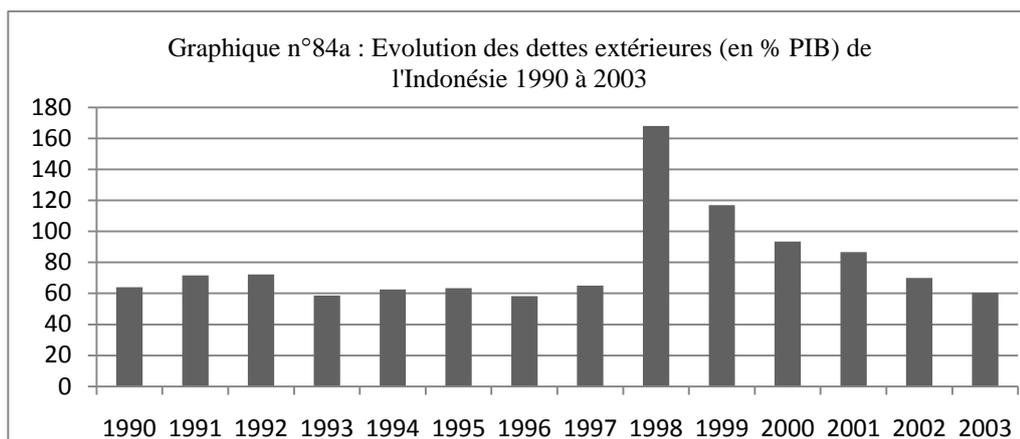
Avant la crise, le service de la dette extérieure est estimé à 5,36% du PIB en 1996. Il augmente, pendant la crise, en atteignant 8,03% du PIB en 1997, 11,80% du PIB en 1998 et 13,63% du PIB en 1999.



Ces deux observations montrent l'excès à l'endettement extérieur en Thaïlande avant et au cours de la crise asiatique, surtout en 1998, ainsi que la charge financière générée par le service de la dette extérieure, surtout celle contractée en 1998.

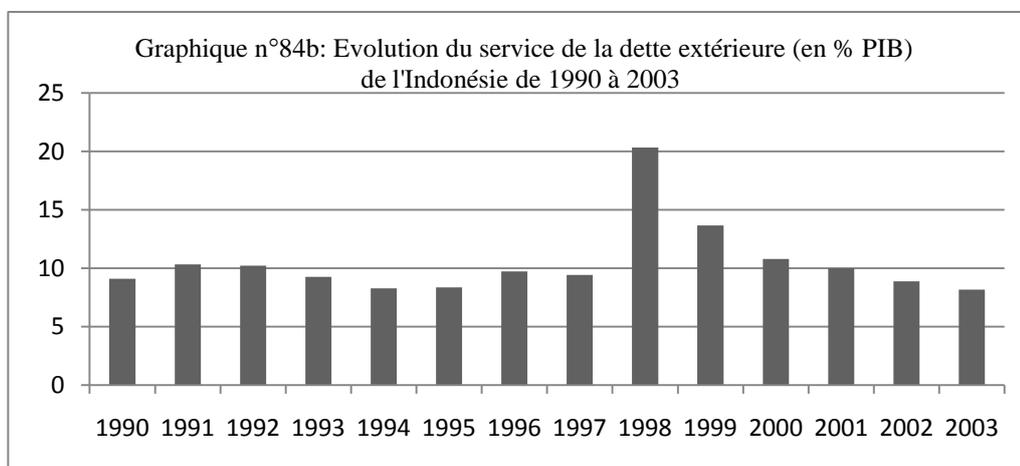
iii. En Indonésie

Le graphique n°84a présente l'évolution des dettes extérieures (en % PIB) de l'Indonésie de 1990 à 2003. Il montre que les dettes extérieures sont très élevées dans toute la période étudiée et qui varient entre 58,26% et 168% du PIB. Ainsi, on enregistre 58,26% du PIB en 1996 avant la crise. Pendant la crise, on a eu 65,06% du PIB en 1997 et 168,06% du PIB en 1998.



Ces chiffres démontrent que le pays a fait appel massivement à l'endettement extérieur. L'observation de l'évolution du service de la dette extérieure conduit à la même remarque. Le graphique n°84b illustre l'évolution du service de la dette extérieure (en % PIB) de la même période.

En 1996, le service de la dette extérieure est de 9,73% du PIB. Il maintient ce niveau en 1997 avec 9,42% du PIB. Mais, il explose en 1998 avec 20,32% du PIB. Ce qui traduit une charge financière insurmontable.

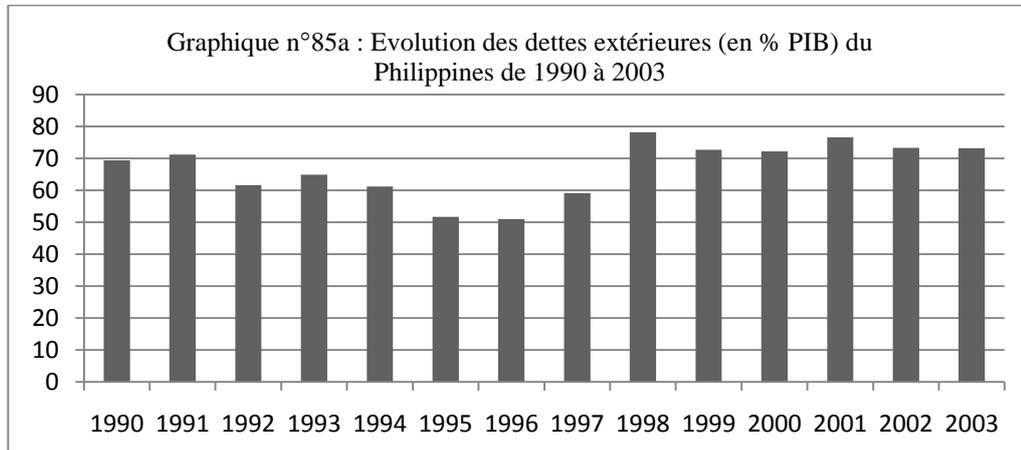


Suite à ces résultats, le pays s'est excessivement endetté avant et pendant la crise asiatique avec une charge financière exorbitante, surtout en 1998.

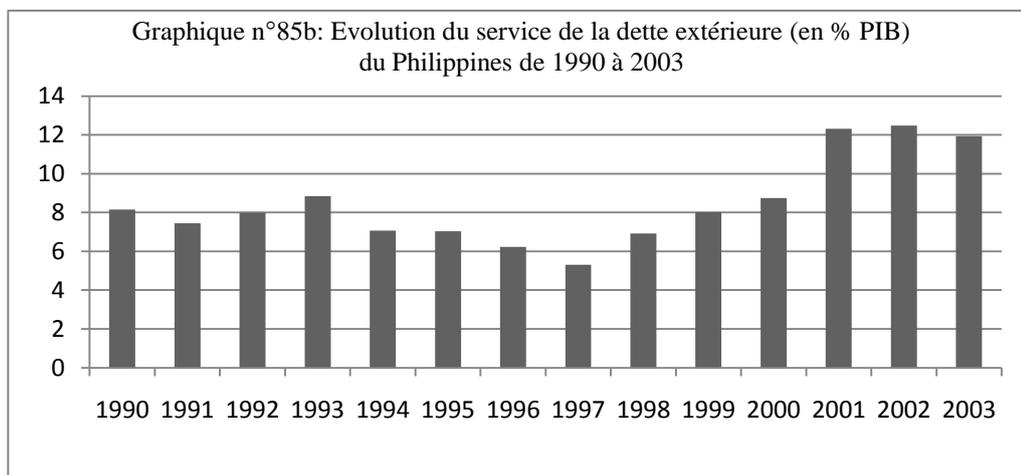
iv. *Au Philippines*

Le graphique n°85a présente l'évolution des dettes extérieures (en % PIB) du Philippines de 1990 à 2003.

Il montre que les dettes extérieures sont très élevées dans toute la période étudiée qui varient entre 51,70% et 78,23% du PIB. Avant la crise, les dettes extérieures représentent jusqu'à 51,01% du PIB en 1996. Pendant la crise, on note 61,24% du PIB en 1994 et 78,23% du PIB.



Ce niveau des dettes extérieures est très élevé et se renseigne du recours massif aux capitaux étrangers avant et pendant la crise asiatique. Cette remarque peut se confirmer en observant le service de la dette extérieure illustrée par le graphique n°85b.



Avant la crise, le service de la dette extérieure est estimé à 6,22% du PIB en 1996. Pendant la crise, on a 5,30% du PIB en 1997 et 6,92% du PIB en 1998.

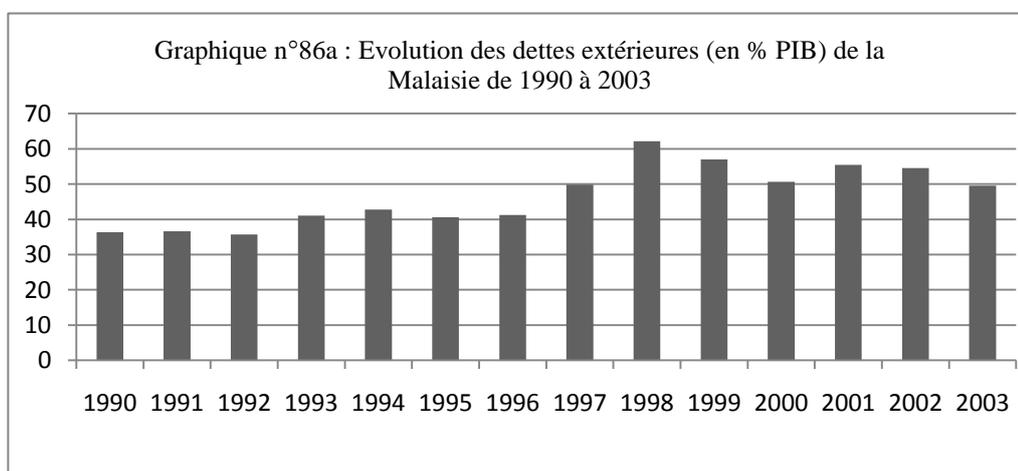
Partant de cela, on peut dire que le pays s'est endetté massivement avant et pendant la crise, surtout en 1998.

Ainsi, la charge financière issue du service de la dette extérieure s'est aggravée, surtout celle contractée en 1998.

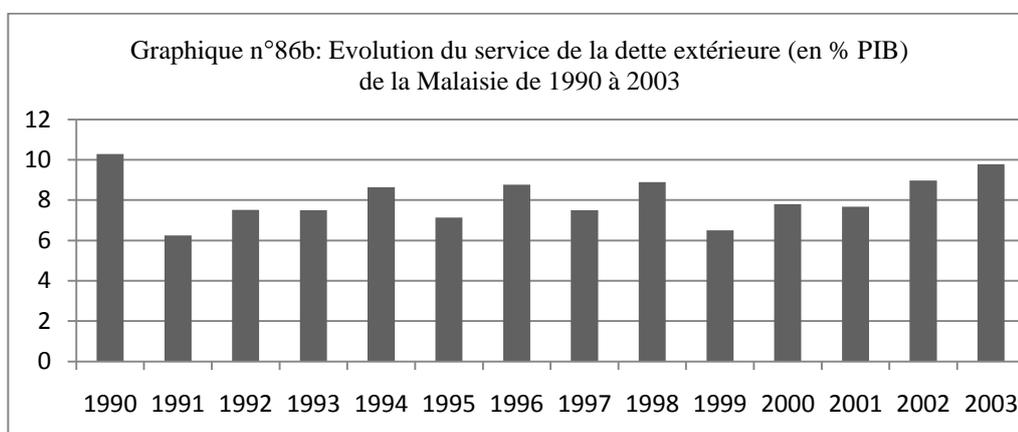
v. *Au Malaisie*

Le graphique n°86a présente l'évolution des dettes extérieures (en % PIB) de la Malaisie de 1990 à 2003. Il montre que les dettes extérieures sont très élevées dans toute la période étudiée qui varient entre 35,74% et 56,98% du PIB.

Avant la crise, les dettes extérieures représentent jusqu'à 41,25% du PIB en 1996. Pendant la crise, on a 49,81% du PIB en 1997 et 62,11% du PIB en 1998.



Le pays a fait recours à l'endettement d'une manière excessive avant et pendant la crise asiatique. En conséquence, le service de la dette extérieure est très élevé. Le graphique n°86b affiche l'évolution du service de la dette extérieure (en % PIB) de 1990 à 2003.

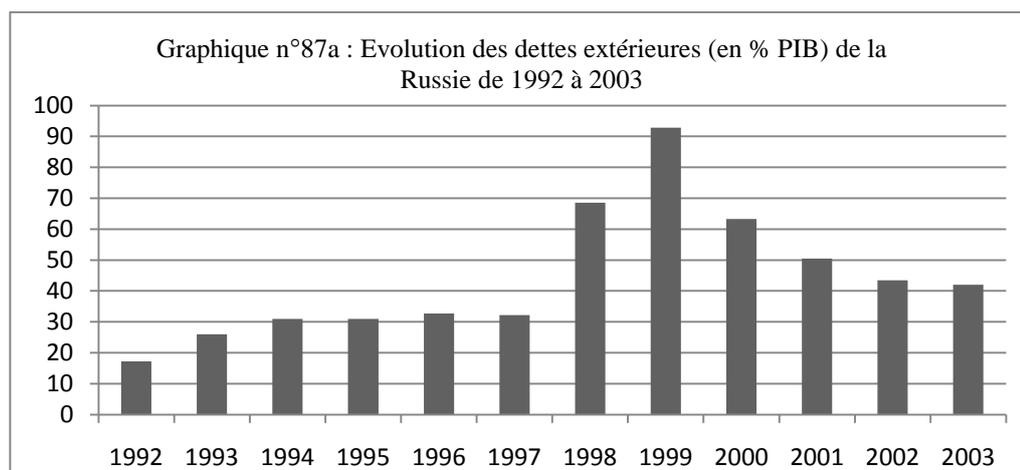


Avant la crise, le service de la dette extérieure est à 8,76% du PIB en 1996. Il augmente, pendant la crise, avec 7,49% du PIB en 2007 et 8,89% du PIB en 2008.

Sur ces détails, on peut dire que la Malaisie a fait appel massivement aux capitaux étrangers avant et pendant la crise asiatique, surtout en 1998. Cela s'est, aussi, répercuté sur le service de la dette.

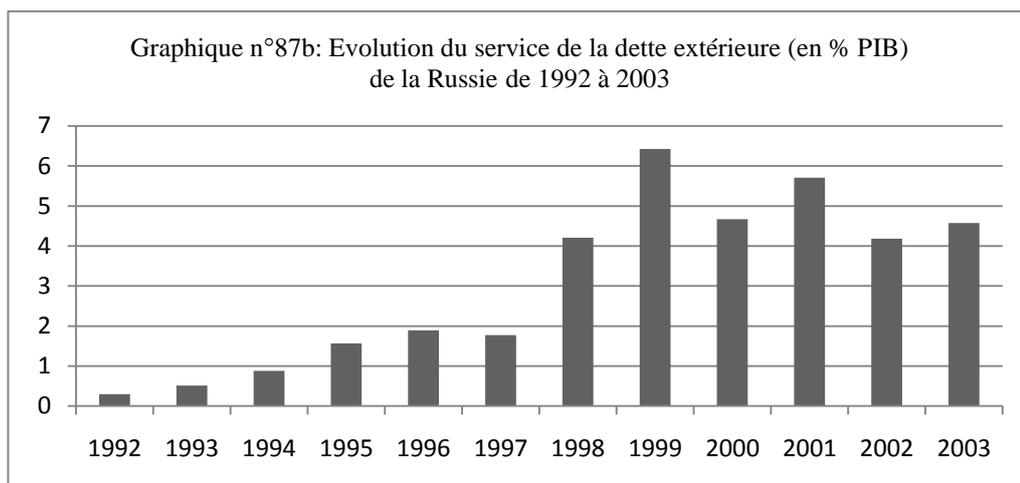
vi. *En Russie*

Le graphique n°87a présente l'évolution des dettes extérieures (en % PIB) de la Russie de 1992 à 2003. Il affiche des niveaux très élevés des dettes extérieures dans toute la période. Avant la crise, les dettes extérieures représentent jusqu'à 32,19% du PIB en 1997. Pendant la crise russe de 1998, on enregistre 92,86% du PIB en 1999.



Ce niveau très élevé des dettes se confirme par l'observation de l'évolution du service de la dette extérieure illustrée par le graphique n°87b.

Avant la crise, le service de la dette extérieure est à 1,77% du PIB en 1997. Il augmente, pendant la crise, en réalisant 4,20% du PIB en 1998 et 6,42% du PIB en 1999.

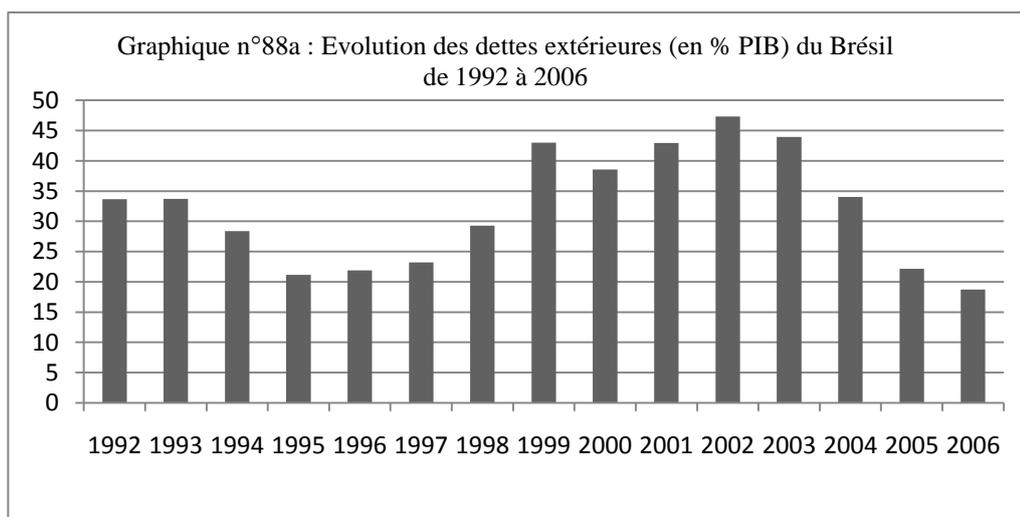


Sur ces observations, on aperçoit que la Russie s'est endettée excessivement de l'étranger, surtout en 1999.

vii. Au Brésil

Le graphique n°88a présente l'évolution des dettes extérieures (en % PIB) du Mexique de 1992 à 2006. Il illustre les niveaux très élevés des dettes extérieures dans toute la période étudiée.

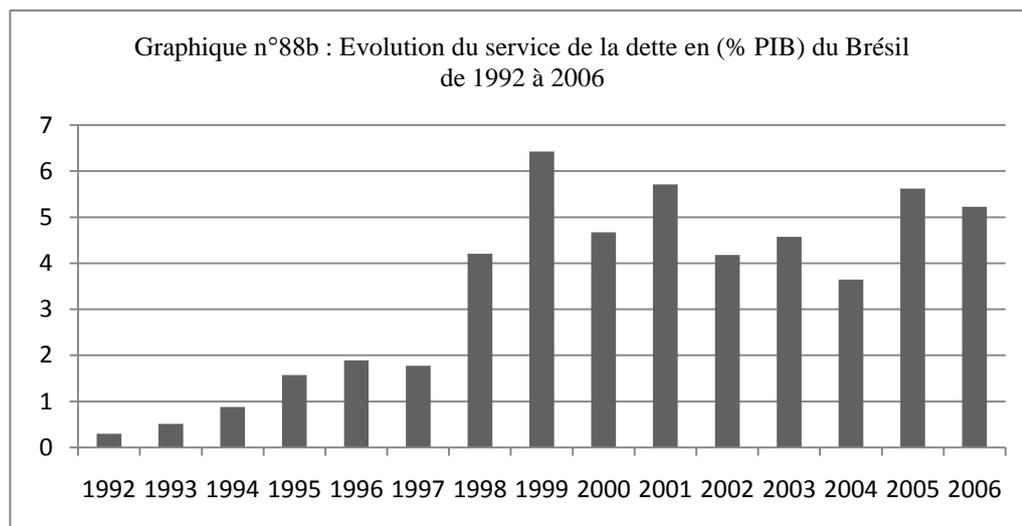
Avant la crise, les dettes extérieures représentent jusqu'à 29,25% du PIB en 1998. Pendant la crise, on enregistre 42,97% du PIB en 1999.



Ces indices montrent le recours excessif à l'endettement extérieur pour le Brésil. Suite à ce fait, le service de la dette représente une charge financière

difficile à surmonter. Le graphique n°88b permet l'observation l'évolution du service de la dette de 1992 à 2006.

Avant la crise, la charge financière du service de la dette extérieure est estimée à 4,2% du PIB en 1998. Elle augmente, pendant la crise, en atteignant 6,42% du PIB en 1999.

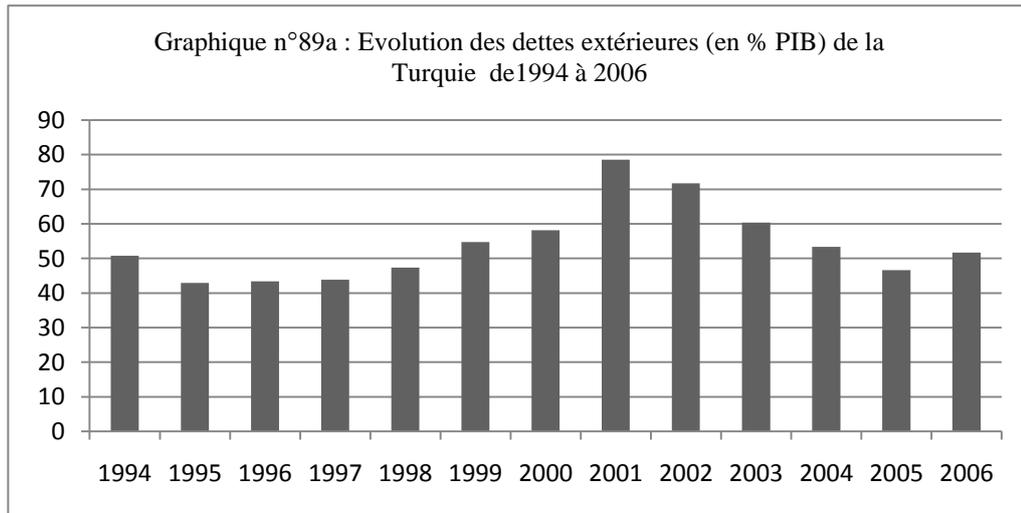


Le Brésil s'est fortement endetté de l'étranger avant et pendant la crise brésilienne. Pareillement, la charge financière relative au service de la dette s'est élevée.

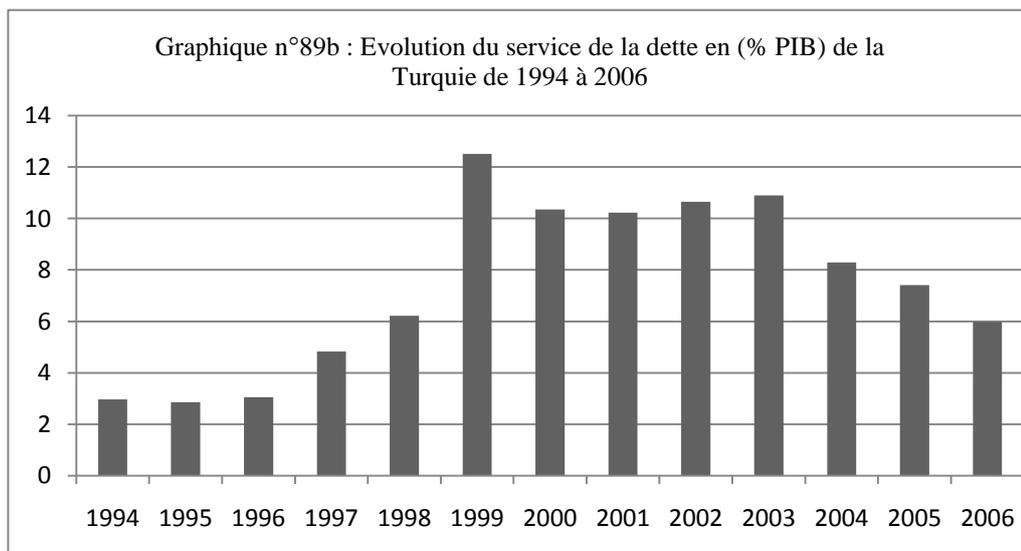
viii. En Turquie

Le graphique n°89a présente l'évolution des dettes extérieures (en % PIB) de la Turquie de 1994 à 2006. Pendant cette période, on observe que les niveaux des dettes extérieures sont très élevés. Avant la crise, les dettes extérieures représentent jusqu'à 54,73% du PIB en 1999. Pendant la crise, on enregistre 58,15% du PIB en 2000 et 78,57% du PIB en 2001. Ces niveaux élevés se poursuivent en 2002 avec 71,69% du PIB.

L'observation de l'évolution du service de la dette extérieure illustrée par le graphique n°89b peut conforter l'idée du recours excessif à l'endettement.



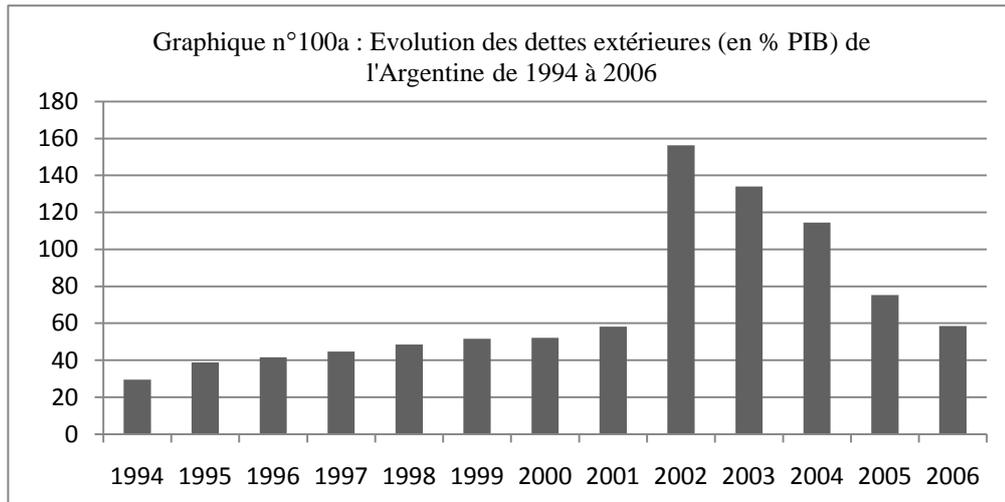
Avant la crise, le service de la dette extérieure a atteint 12,51% du PIB en 1999. Pendant la crise turque, il réalise 10,34% du PIB en 2000 et 10,9% du PIB en 2001.



La Turquie a fait appel massivement aux capitaux étrangers et s'est fortement endettée avant et pendant la crise. Cela se vérifie avec la charge financière générée par le service de dette.

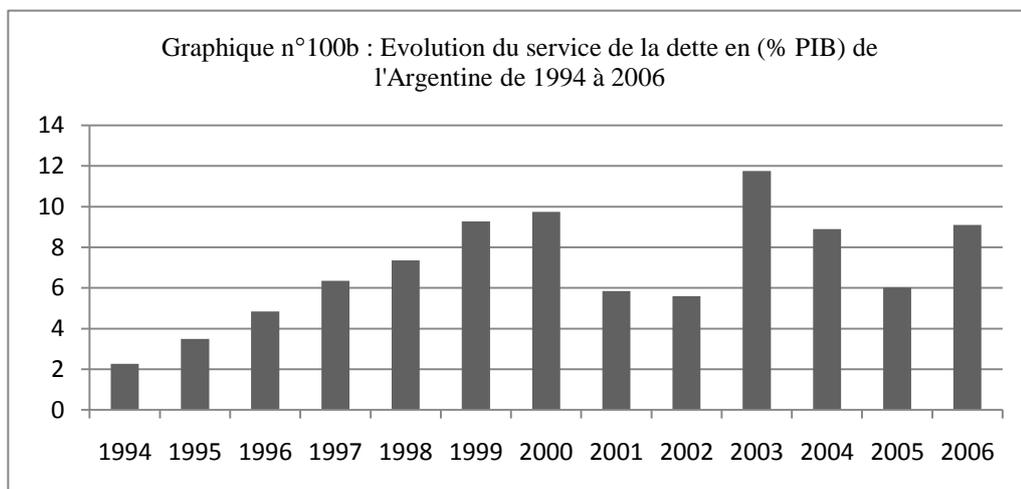
ix. *En Argentine*

Le graphique n°100a présente l'évolution des dettes extérieures (en % PIB) de l'Argentine de 1994 à 2004. Il montre que les dettes extérieures sont très élevées dans toute cette période.



Avant la crise, les dettes extérieures restaient relativement élevées avec 52,09% du PIB. Pendant la crise argentine, on enregistre 156,3% du PIB en 2002 et 133,93% du PIB en 2003.

Ce niveau très élevé des dettes se confirme par l'observation de l'évolution du service de la dette extérieure illustrée par le graphique n°100b.



Avant la crise, le service de la dette extérieure a atteint 9,74% du PIB en 2000. Pendant la crise, il atteint 5,84% du PIB en 2001 et 11,75% du PIB en 2003.

Comme conséquence, on peut relever l'excès à l'endettement extérieur de l'Argentine avant et pendant la crise.

Partant de ces observations, on peut retenir deux remarques. La première remarque concerne le niveau élevé des dettes extérieures. Avant les crises, elles étaient élevées. Pendant ces crises, le niveau devenait plus élevé.

La deuxième remarque se rapporte sur le niveau élevé pendant les crises. On remarque que ce niveau devenait plus élevé en deuxième année de ces crises. Après les dévaluations endurées en première année des crises, les dettes extérieures s'accroissent mécaniquement en raison de l'importance de la dette en devises (76% en Argentine, 30% au Brésil, 100% en Turquie, 51% en Russie).

Cette augmentation de l'endettement est le résultat du déficit de la balance courante, de la balance commerciale et des exportations faibles. Aussi, une part importante de ces dettes est libellée en devise, particulièrement en dollar.

C. Déficit public excessif

Le déficit public excessif est, également, considéré comme une cause possible du déclenchement des crises des pays émergents.

On se rappelle de l'équation de l'épargne publique qui exprime la différence entre les taxes collectés par l'Etat et sa consommation. Il s'agit de la soustraction entre le revenu de l'Etat et les dépenses engagées pour ses achats.

$$S^g = T - G$$

où S^g l'épargne publique, T les taxes et G la consommation de l'Etat.

Cette équation traduit l'idée que l'Etat pourrait constituer son propre épargne quand le revenu collecté par les taxes est supérieur à sa propre consommation. Par contre, si son revenu ne suffit pas pour financer sa consommation. Ce cas se définit comme un déficit public sous forme $(G - T)$.

Pour financer ce déficit, l'Etat fait recours soit à l'épargne privée intérieure ou à l'épargne extérieure.

$$S^g = I + CA + (G - T)$$

Cette équation exprime que l'épargne privée peut prendre trois formes : l'investissement intérieur I , l'acquisition des avoirs extérieurs CA et l'achat des emprunts émis par le gouvernement $(G - T)$.

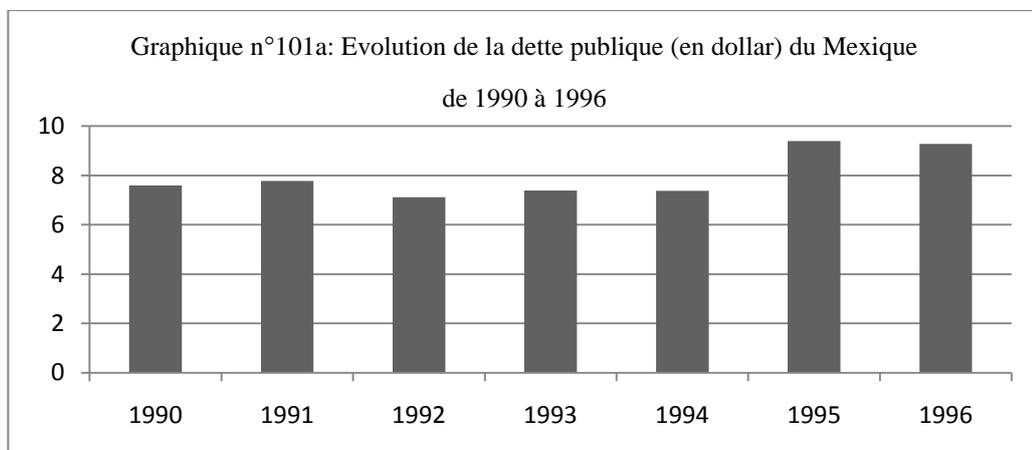
Ce déficit public se montre excessif dans les pays émergents touché par les crises. Pour illustrer cela, on utilise deux indicateurs :

- les dettes publiques (en dollars) ;
- le service de la dette publique (en % du PIB).

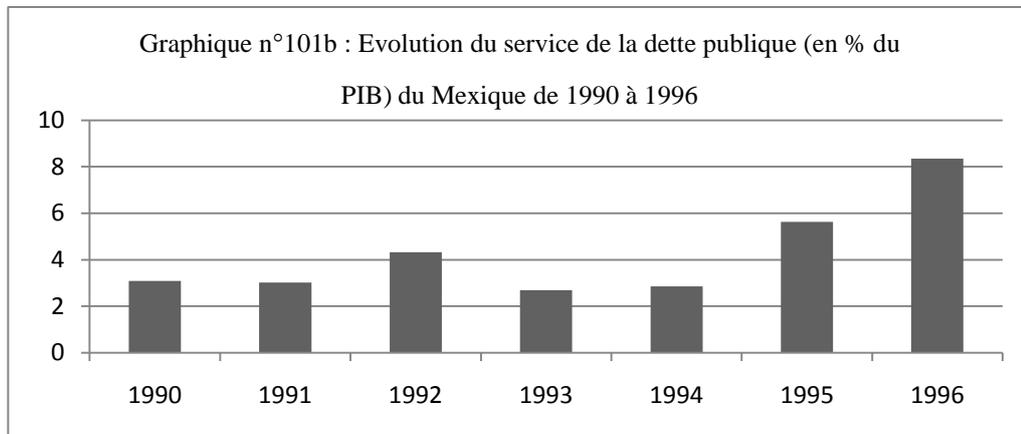
Le premier indicateur donnera une estimation de la valeur de la dette publique qui est égal au déficit public des pays émergents. Par contre, le second indicateur permettra de juger de l'ampleur du service de la dette qui montre l'effet de cette charge financière sur l'Etat dans la constitution du déficit public.

i. Au Mexique

Le graphique n°101a montre l'évolution de la dette publique (en dollar) du Mexique de 1990 à 1996. Avant la crise, la dette publique est appréciée entre (7,11 x 10) dollar en 1992 et (7,78 x 10) dollar en 1991. Pendant la crise, elle a atteint (7,38 x 10) dollar en 1994 et (9,39 x 10) dollar en 1995.



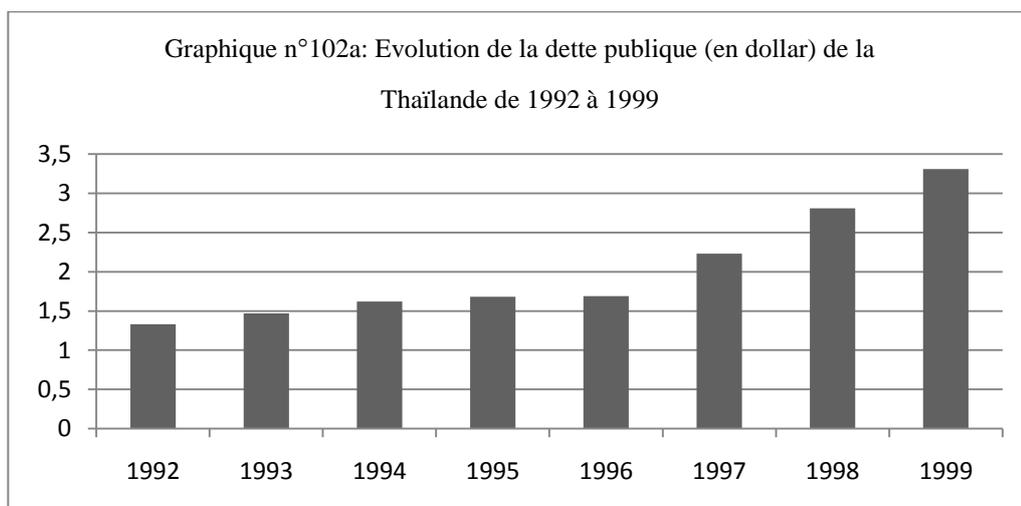
Après la crise, ce montant de la dette s'est élevé au même niveau de ce de l'année 1995.



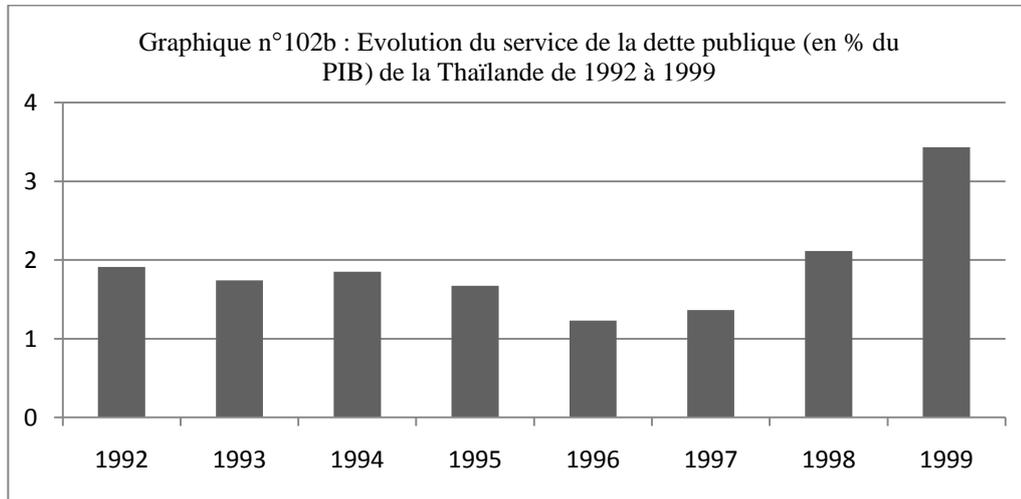
Aussi, le graphique n°101b illustre l'évolution du service de la dette publique (en % du PIB) du Mexique. Il permet de voir que le service de la dette publique a atteint 4,3% du PIB en 1992, 5,6% du PIB en 1995 et 8,3% du PIB en 1996.

ii. Au Thaïlande

Le graphique n°102a montre l'évolution de la dette publique (en dollar) du Thaïlande de 1992 à 1999. Avant la crise, la dette publique est appréciée entre (1,33 x 10) dollar en 1992 et (1,69 x 10) dollar en 1996. Pendant la crise, elle a atteint (2,23 x 10) dollar en 1997 et (2,81 x 10) dollar en 1998. Après la crise, ce montant de la dette est augmenté à (3,31 x 10) dollar en 1998.

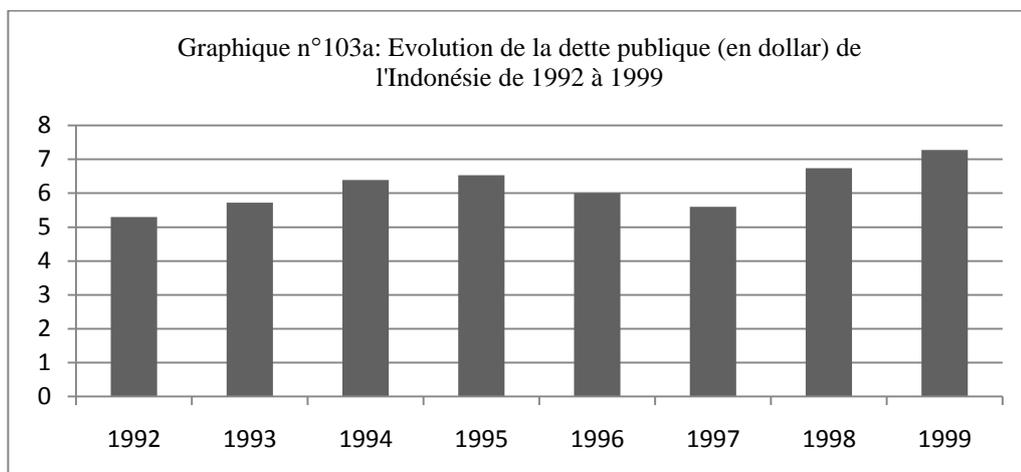


Aussi, le graphique n°102b illustre l'évolution du service de la dette publique (en % du PIB) de la Thaïlande. Il permet de voir que le service de la dette publique a atteint 1.23% du PIB en 1996, 1,36% du PIB en 1997 et 2,11% du PIB en 1998. Après la crise, ce taux est augmenté à 3,43% du PIB en 1999.

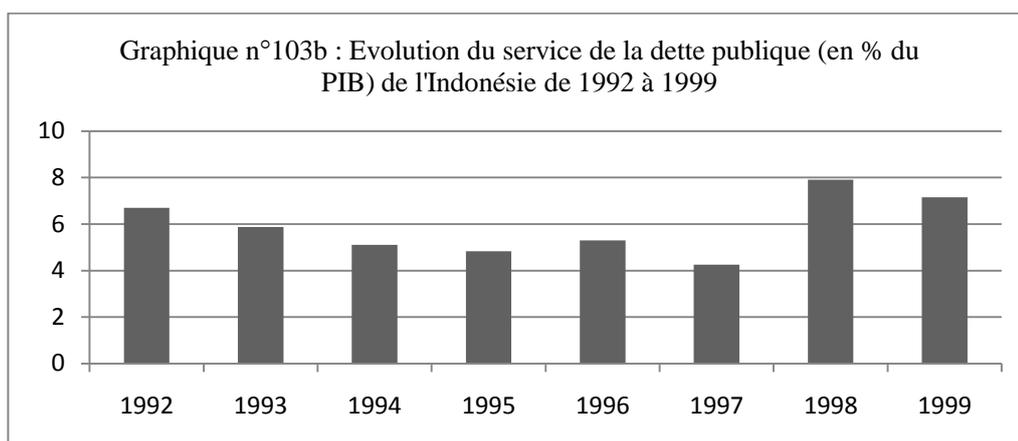


iii. En Indonésie

Le graphique n°103a montre l'évolution de la dette publique (en dollar) de l'Indonésie de 1992 à 1999. Avant la crise, la dette publique est appréciée entre (5,3 x 10) dollar en 1992 et (6, 53 x 10) dollar en 1995. Pendant la crise, elle a atteint (5,6 x 10) dollar en 1997 et (6,74 x 10) dollar en 1998. Après la crise, le montant de cette dette est augmenté à (7,28 x 10) dollar en 1999.

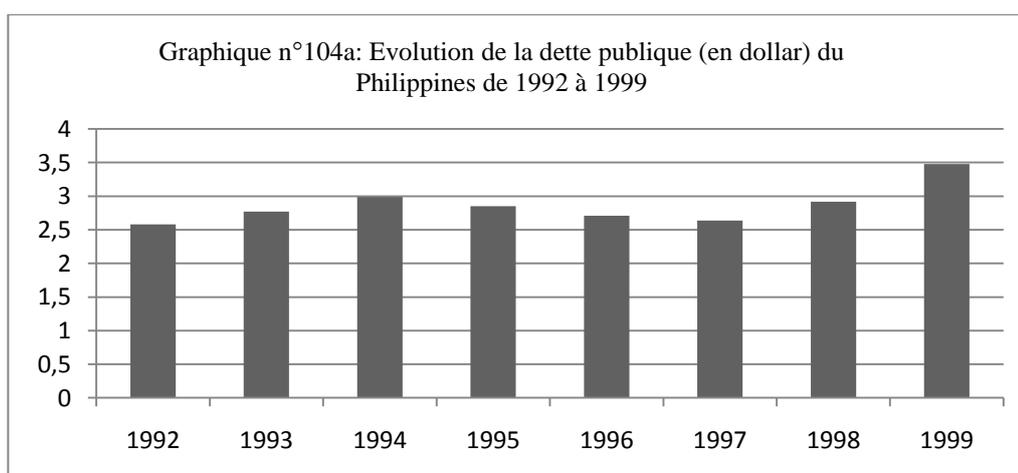


Aussi, le graphique n°103b illustre l'évolution du service de la dette publique (en % du PIB) de l'Indonésie. Il permet de voir que le service de la dette publique a atteint 1,23% du PIB en 1996, 1,36% du PIB en 1997 et 2,11% du PIB en 1998. Après la crise, le service de la dette publique est augmenté à 3,43% du PIB en 1999.



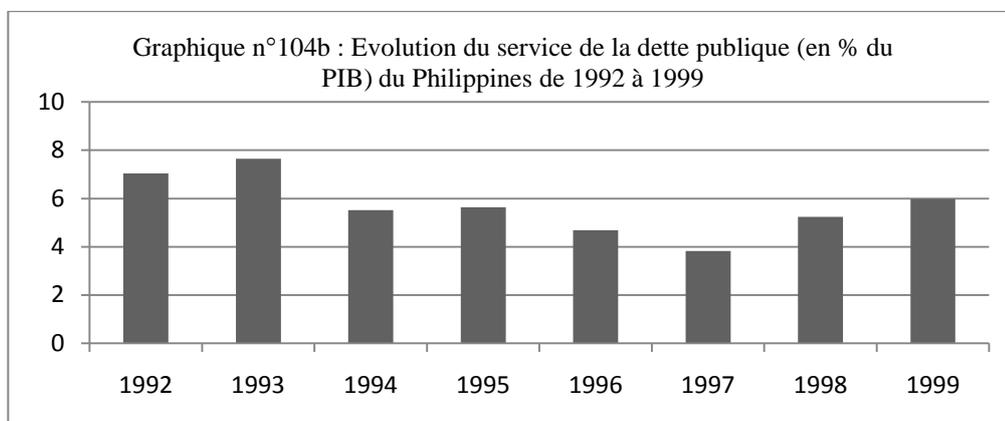
iv. Au Philippines

Le graphique n°104a montre l'évolution de la dette publique (en dollar) du Philippines de 1992 à 1999. Avant la crise, la dette publique est appréciée entre (2,58 x 10) dollar en 1992 et (2,71 x 10) dollar en 1991. Pendant la crise, elle a atteint (2,64 x 10) dollar en 1997 et (2,92 x 10) dollar en 1998. Après la crise, ce montant est augmenté à (3,48 X 10) dollar en 1999.



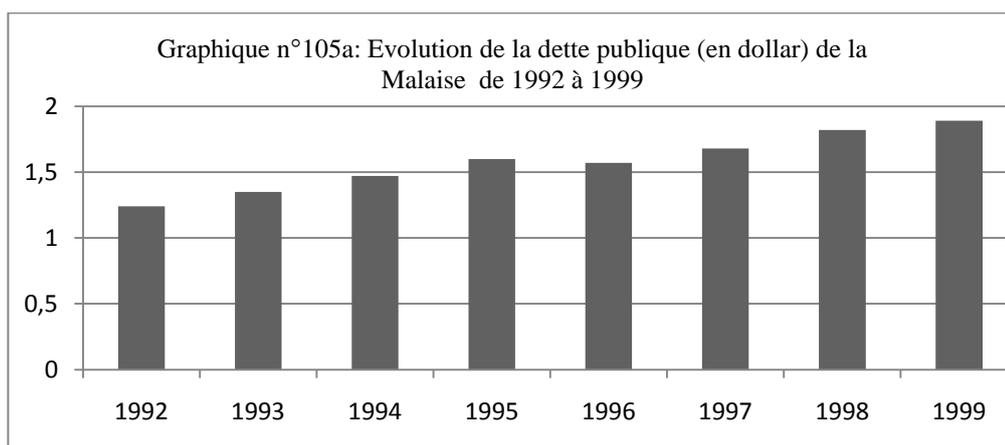
Aussi, le graphique n°104b illustre l'évolution du service de la dette publique (en % du PIB) du Philippines. Il permet de voir que le service de la dette

publique a atteint 4,68% du PIB en 1996, 3,28% du PIB en 1997 et 5,23% du PIB en 1998. Après la crise, le service de la dette publique est augmenté à 5,98% du PIB en 1999.

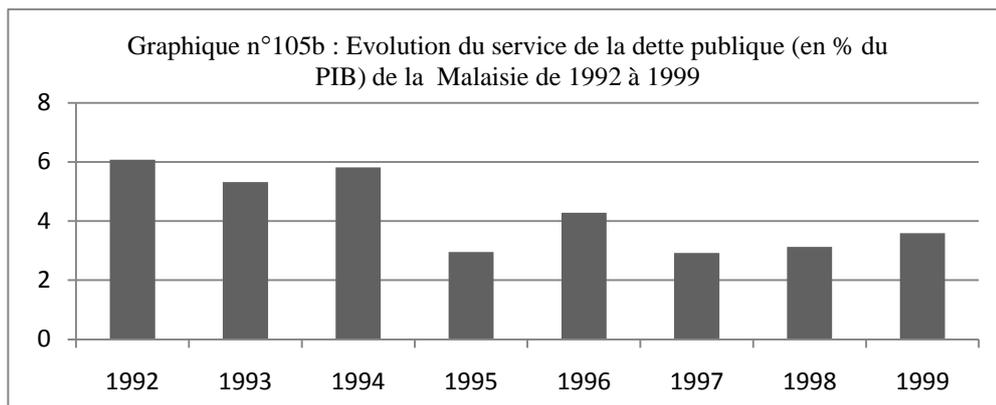


v. Au Malaisie

Le graphique n°105a montre l'évolution de la dette publique (en dollar) de la Malaisie de 1992 à 1999. Avant la crise, la dette publique est appréciée entre (1,24 x 10) dollar en 1992 et (1,57 x 10) dollar en 1996. Pendant la crise, elle a atteint (1,68 x 10) dollar en 1997 et (1,82 x 10) dollar en 1998. Après la crise, le montant de la dette est augmenté à (1,89 x 10) dollar en 1999.

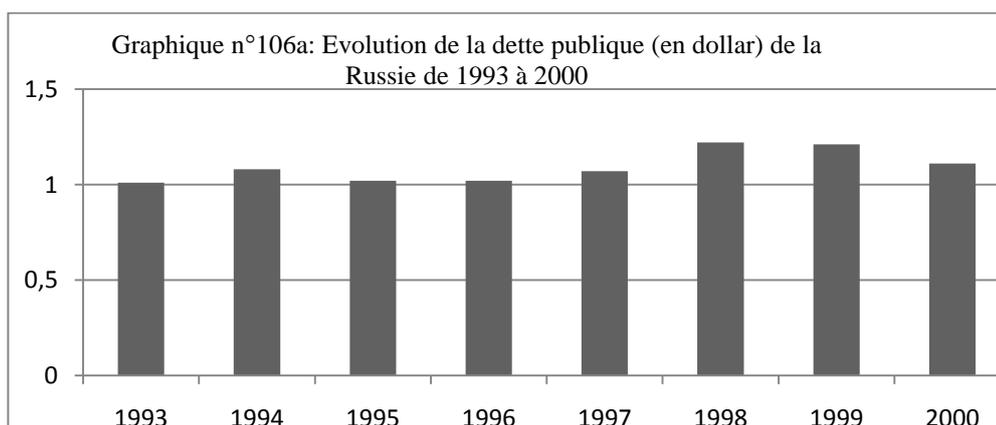


Aussi, le graphique n°105b illustre l'évolution du service de la dette publique (en % du PIB) de la Malaisie. Il permet de voir que le service de la dette publique a atteint 4,28% du PIB en 1996, 2,92% du PIB et 3,12% du PIB en 1998.

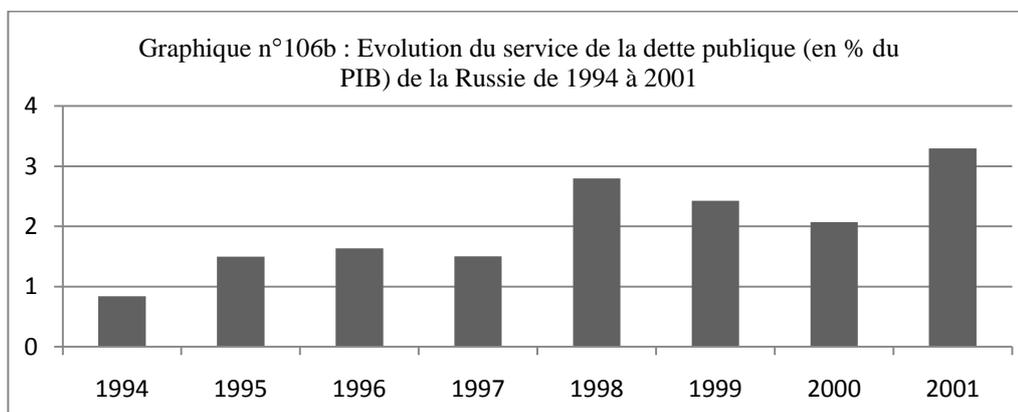


vi. *En Russie*

Le graphique n°106a montre l'évolution de la dette publique (en dollar) de la Russie de 1993 à 2000. Avant la crise, la dette publique est appréciée entre (1,01 x 10) dollar en 1993 et (1,07 x 10) dollar en 1997. Pendant la crise, elle a atteint (1,22 x 10) dollar en 1998 et (1,21 x 10) dollar en 1999.



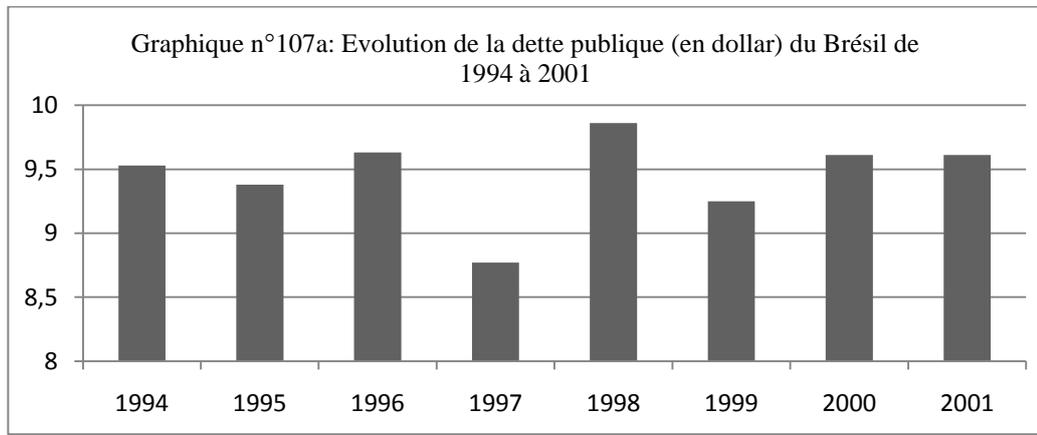
Aussi, le graphique n°106b illustre l'évolution du service de la dette publique (en % du PIB) de la Russie.



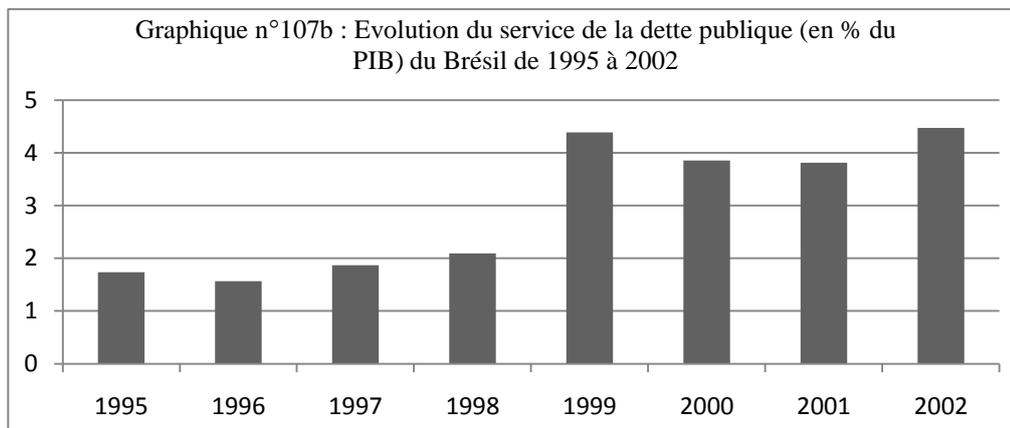
Il permet de voir que le service de la dette publique a atteint 1,5% du PIB en 1997, 2,79% du PIB en 1998 et 2,42% du PIB en 1999.

vii. Au Brésil

Le graphique n°107a montre l'évolution de la dette publique (en dollar) du Brésil de 1994 à 2001. Avant la crise, la dette publique est appréciée entre (9,53 x 10) dollar en 1994 et (9,86 x 10) dollar en 1998. Pendant la crise, elle a atteint (9,25 x 10) dollar en 1999 et (9,61 x 10) dollar en 2000.



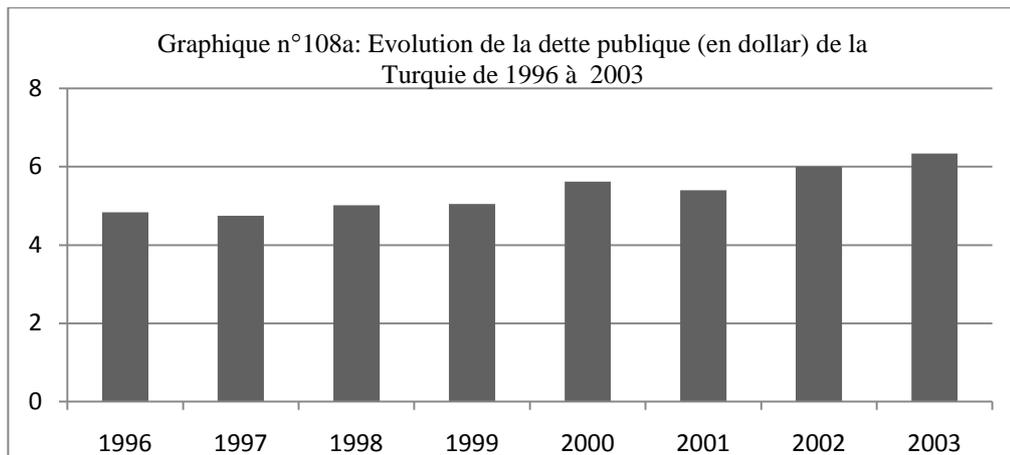
Aussi, le graphique n°107b illustre l'évolution du service de la dette publique (en % du PIB) du Brésil. Il permet de voir que le service de la dette publique a atteint 2,09% du PIB en 1998, 4,38% du PIB en 1999 et 3,85% du PIB en 2000. Après la crise, cette charge financière est augmentée à 4,47% en 2002.



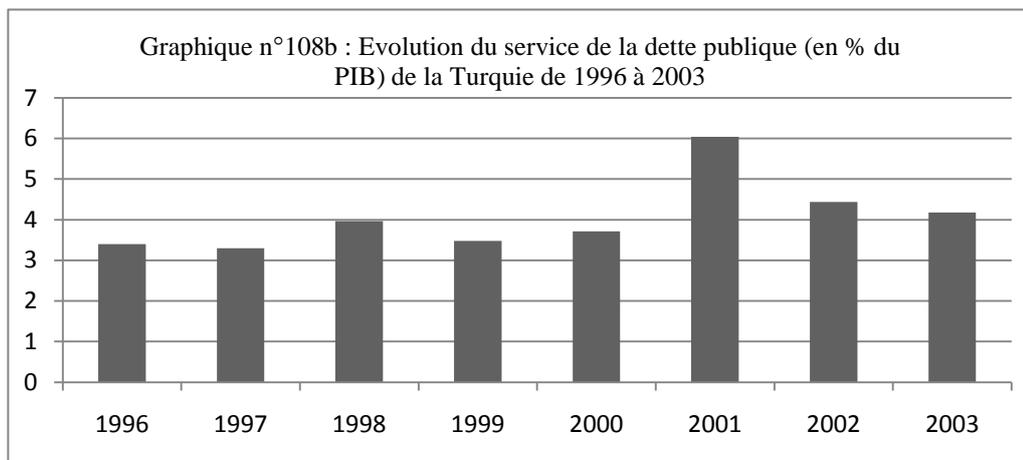
viii. En Turquie

Le graphique n°108a montre l'évolution de la dette publique (en dollar) de la Turquie de 1996 à 2003.

Avant la crise, la dette publique est appréciée entre (4,84 x 10) dollar en 1996 et (5,05 x 10) dollar en 1999. Pendant la crise, elle a atteint (5,62 x 10) dollar en 2000 et (5,4 x 10) dollar en 2001.

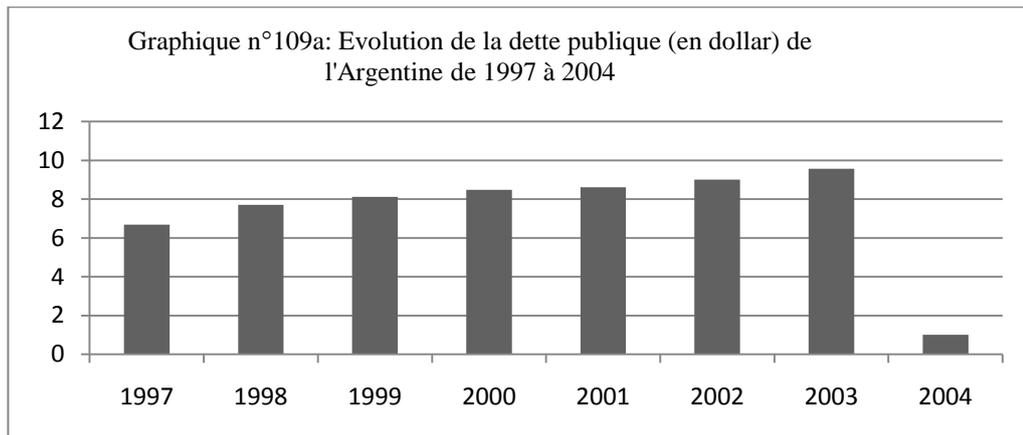


Aussi, le graphique n°108b illustre l'évolution du service de la dette publique (en % du PIB) de la Turquie. Il permet de voir que le service de la dette publique a atteint 3,48% du PIB en 1999, 3,71% du PIB et 6,04% du PIB en 2000.

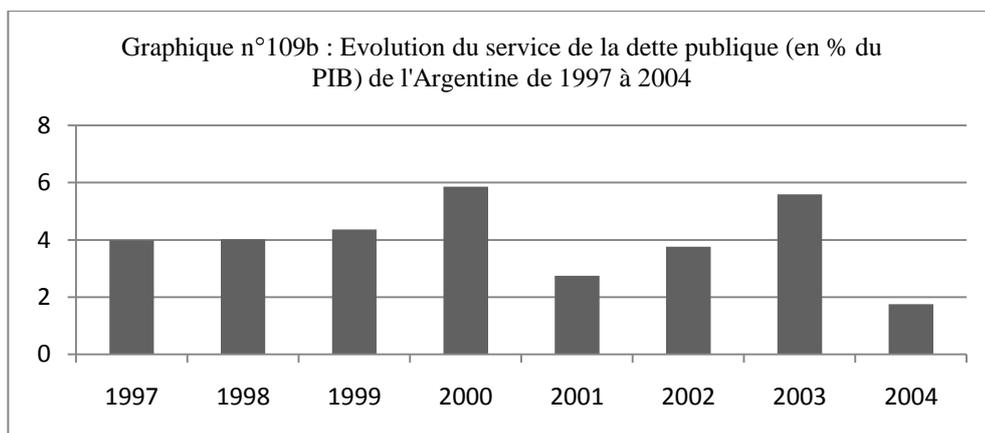


ix. En Argentine

Le graphique n°109a montre l'évolution de la dette publique (en dollar) de l'Argentine de 1997 à 2004. Avant la crise, la dette publique est appréciée entre (6,69 x 10) dollar en 1997 et (8,48 x 10) dollar en 2000. Pendant la crise, elle a atteint (8,61 x 10) dollar en 2001 et (9,01 x 10) dollar en 2002.



Aussi, le graphique n°109b illustre l'évolution du service de la dette publique (en % du PIB) de l'Argentine. Il permet de voir que le service de la dette publique a atteint 5,86% du PIB en 2000, 2,74% du PIB en 2001 et 3,76% du PIB en 2002.



Partant de ces observations, on peut faire deux remarques. La première remarque concerne la hausse de la dette publique et du service de la dette publique avant et pendant les crises.

Par contre, la deuxième remarque retient que le problème de la dette publique apparait, avant les crises, beaucoup plus dans le Brésil, l'Argentine, la Russie et la Turquie. Mais, ce problème apparait moins dans le Mexique et les pays asiatiques.

D. Inflation

L'inflation est citée, aussi, comme une cause possible au déclenchement des crises des pays émergents.

Une économie connaît une inflation quand son niveau des prix augmente et connaît une déflation quand le niveau de ses prix diminue. C'est la variation de l'offre de monnaie qui crée une pression immédiate sur la demande et sur les coûts qui va finalement provoquer des augmentations futures dans le niveau des prix.

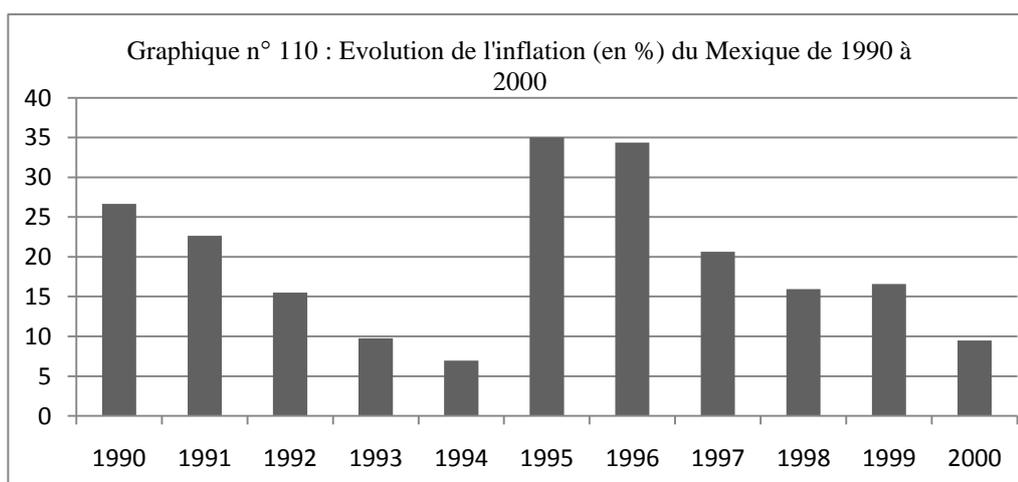
L'inflation est considérée comme une cause possible des crises car elle peut influencer le taux de change et la compétitivité de l'économie. Une forte inflation pourrait faire craindre aux prêteurs étrangers une dévaluation de la devise du pays émergent, d'où des sorties de capitaux qui déclenchent la crise.

A partir de l'observation des taux d'inflation sur les pays émergents touché par les crises, on essaiera de voir si ces pays souffraient vraiment de ce phénomène avant la crise pour pouvoir dire que l'inflation est une cause possible des crises.

i. Au Mexique

Le graphique n°110 montre l'évolution de l'inflation (en %) du Mexique de 1990 à 2000. On enregistre un taux d'inflation de 15,5% en 1992 et 9,75% en 1993. Pendant la crise, ce taux atteignait 6,96% en 1994 et 34,99% en 1995. Après la crise, ce taux commence à baisser sensiblement avec 20,62% en 1997.

Ces taux d'inflation reflètent le possible effet de l'inflation sur le déclenchement de la crise mexicaine. Avant la crise, les taux ne sont pas suffisamment très élevés pour que l'inflation soit un élément déclencheur ou favorisant le déclenchement de la crise. Mais, elle apparait après la crise comme conséquence de cette crise. Donc, l'inflation au Mexique est apparue, avant la crise de 1994, mais ne se manifeste suffisamment pour être considérée comme cause possible de cette crise.

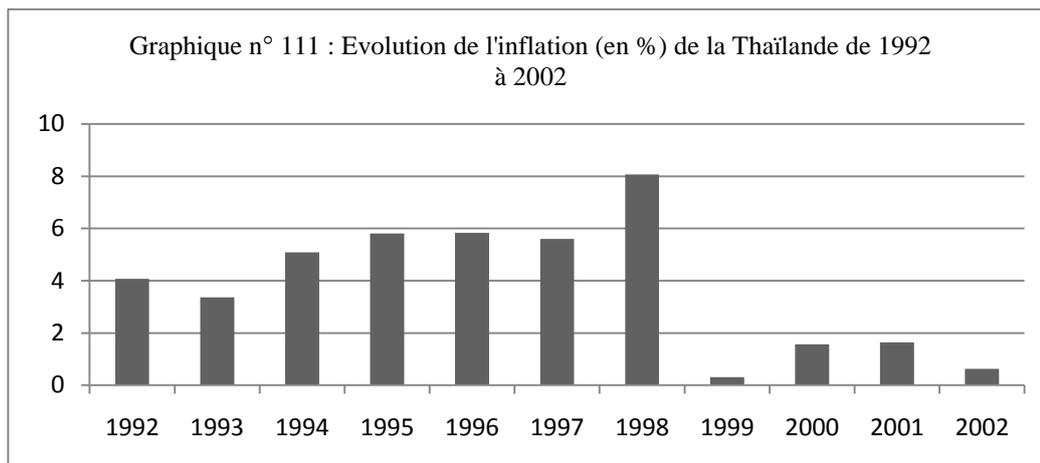


ii. Au Thaïlande

Le graphique n°111 montre l'évolution de l'inflation (en %) de la Thaïlande de 1992 à 2002. On enregistre un taux d'inflation de 5,8% en 1995 et en 1996. Pendant la crise, ce taux atteignait 5,6% en 1997 et 8,07% en 1998. Après la crise, ce taux commence à baisser sensiblement avec 0,3% en 1999.

Ces taux d'inflation, affichés avant la crise, ne reflètent pas un possible effet de l'inflation sur le déclenchement de la crise asiatique.

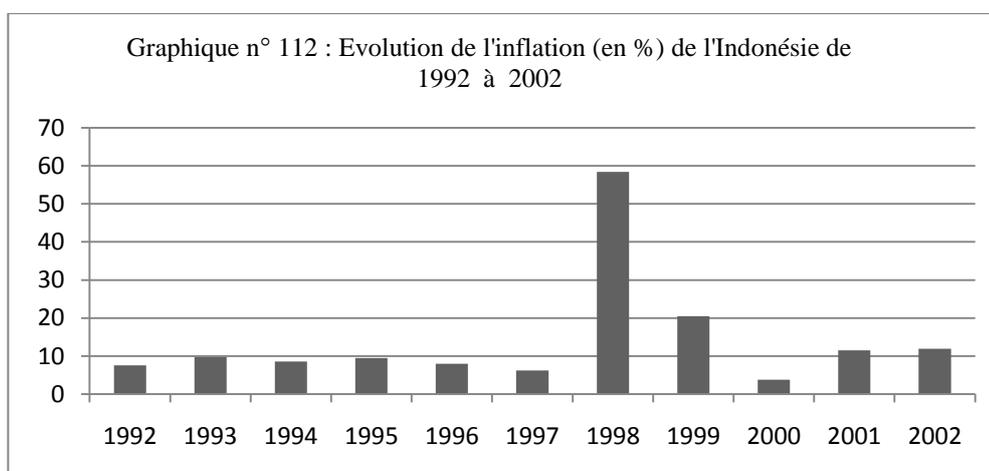
Les taux ne sont pas suffisamment très élevés pour que l'inflation soit un élément déclencheur de la crise. Même après la crise, elle n'apparait pas comme phénomène inquiétant. Donc, l'inflation en Thaïlande, lors de la crise de 1997-1998, n'est pas apparue avant la crise et ne peut être considérée comme cause possible de cette crise.



iii. En Indonésie

Le graphique n°112 montre l'évolution de l'inflation (en %) de l'Indonésie de 1992 à 2002. On enregistre un taux d'inflation de 9,43% en 1995 et 7,97% en 1996. Pendant la crise, ce taux atteignait 6,22% en 1997 et 58,38% en 1998. Après la crise, ce taux commence à baisser sensiblement avec 20,48% en 1999 et 3,71% en 2000.

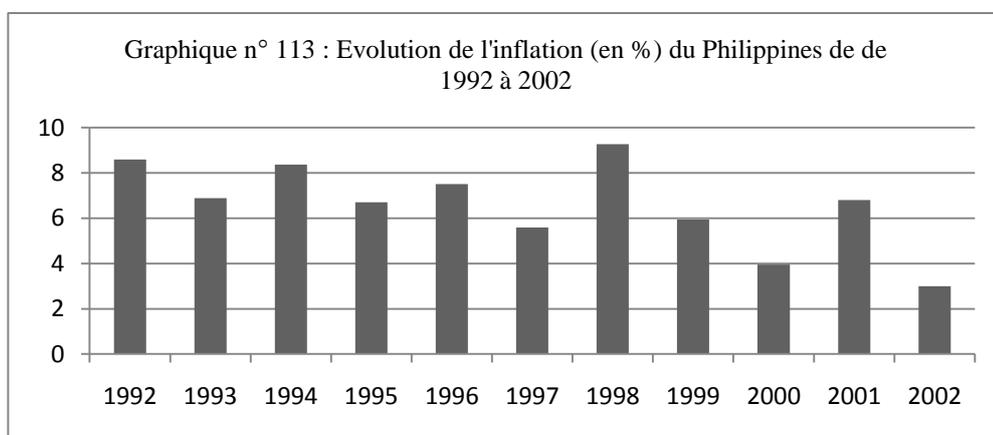
Ces taux d'inflation ne reflètent pas un possible effet de l'inflation sur le déclenchement de la crise mexicaine. Avant la crise, les taux ne sont pas suffisamment très élevés pour que l'inflation soit un élément déclencheur de la crise. Mais, elle apparaît très élevée pendant la crise. Cette hausse de taux d'inflation pendant la crise est considérée comme une manifestation extérieure de la crise asiatique en Indonésie et non pas une cause de cette crise.



Donc, l'inflation en Indonésie n'est pas apparue, après la crise asiatique et ne peut être considérée comme cause possible de cette crise.

iv. Au Philippines

Le graphique n°110 montre l'évolution de l'inflation (en %) du Philippines de 1992 à 2002. On enregistre un taux d'inflation de 6,7% en 1995 et 7,51% en 1996. Pendant la crise, ce taux atteignait 5,59% en 1997 et 9,26% en 1998. Après la crise, ce taux commence à baisser sensiblement avec 5,94% en 1999 et 3,95% en 2000.

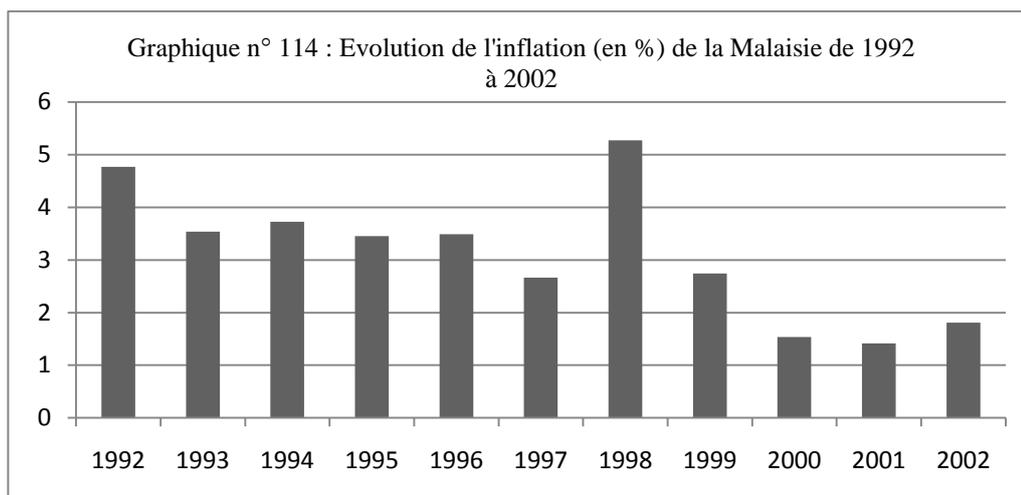


Ces taux d'inflation ne traduisent pas un possible effet de l'inflation sur le déclenchement de la crise mexicaine. Avant la crise, les taux ne sont pas suffisamment très élevés pour que l'inflation soit un élément déclencheur de la crise.

Même pendant la crise, le phénomène n'apparaît pas comme un fait économique préoccupant pour l'économie du pays. Donc, l'inflation en Philippines n'est pas apparue, avant la crise asiatique, et ne peut être considérée comme cause possible de cette crise.

v. En Malaisie

Le graphique n°114 montre l'évolution de l'inflation (en %) de la Malaisie de 1992 à 2002. On enregistre un taux d'inflation de 3,45% en 1995 et 3,48% en 1996. Pendant la crise, ce taux atteignait 2,66% en 1997 et 5,27% en 1998. Après la crise, ce taux commence à baisser sensiblement avec 2,74% en 1999 et 1,53% en 2000.



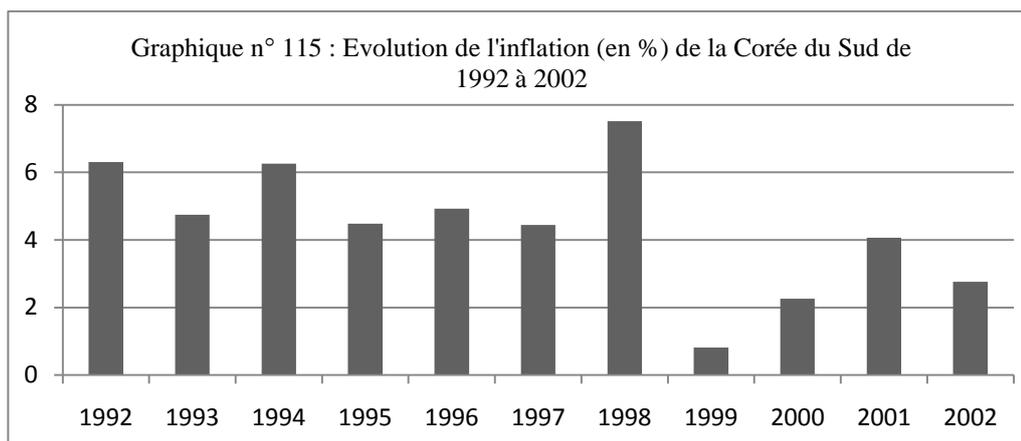
Ces taux d'inflation ne reflètent pas un possible effet de l'inflation sur le déclenchement de la crise mexicaine. Avant la crise, les taux ne sont pas suffisamment très élevés pour que l'inflation soit un élément déclencheur de la crise. Ce phénomène d'inflation n'apparaît pas, aussi, pendant et après la crise.

Donc, l'inflation en Malaisie n'est pas apparue, avant la crise, et ne peut être considérée comme cause possible de cette crise

vi. En Corée du Sud

Le graphique n°115 montre l'évolution de l'inflation (en %) de la Corée du Sud de 1992 à 2002. On enregistre un taux d'inflation de 4,47% en 1995 et 4,92% en 1996. Pendant la crise, ce taux atteignait 4,44% en 1997 et 7,5% en 1998. Après la crise, ce taux commence à baisser sensiblement avec 0,818% en 1997 et 2,26% en 2000.

Ces taux d'inflation ne reflètent pas un possible effet de l'inflation sur le déclenchement de la crise mexicaine. Avant la crise, les taux ne sont pas suffisamment très élevés pour que l'inflation soit un élément déclencheur de la crise.

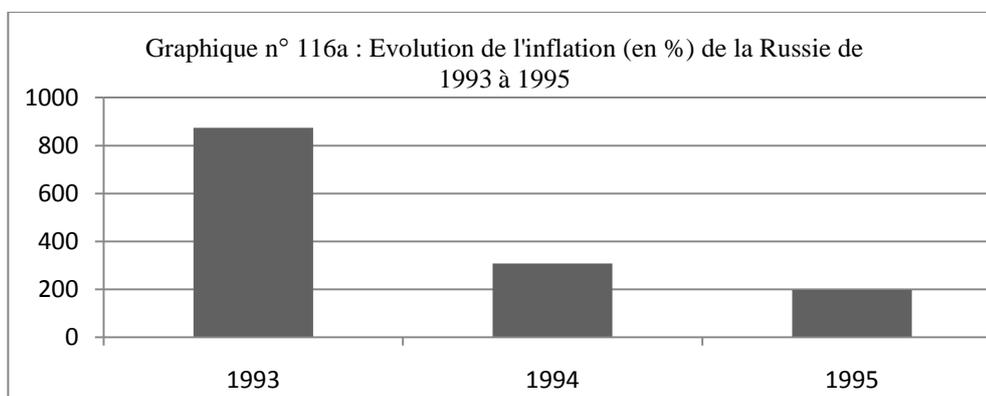


Ce phénomène d'inflation ne se manifeste pas assez pour être considéré comme un fait alarmant ni avant, ni pendant la crise. Donc, l'inflation en Corée du Sud n'est pas apparue, avant la crise, et ne peut être considérée comme cause possible de cette crise.

vii. En Russie

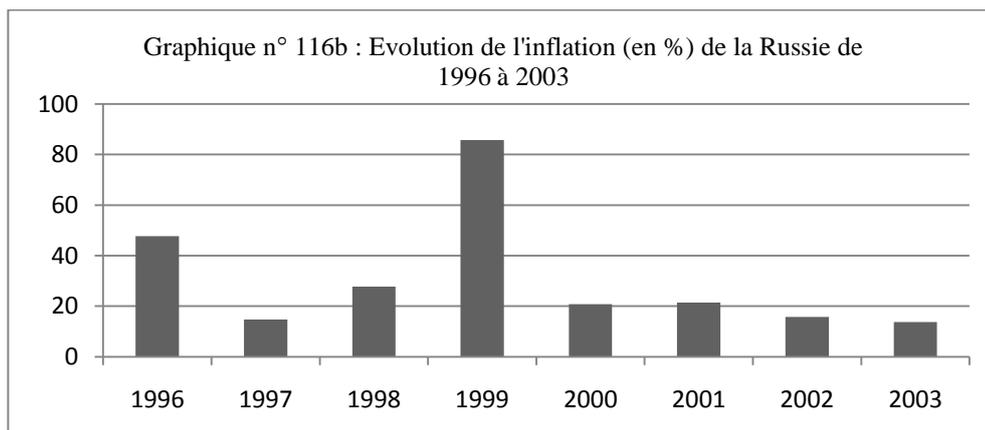
Le graphique n°116a et n°116b montrent l'évolution de l'inflation (en %) de la Russie de 1993 à 2003. On enregistre un taux d'inflation de 14,76 en 1997 et 27,67% en 1998. Pendant la crise, ce taux atteignait 27,67% en 1998 et 85,74% en 1999. Après la crise, ce taux commence à baisser sensiblement avec 20,77% en 2000 et 21,45% en 2001.

Ce pays souffrait énormément de ce phénomène entre 1993 et 1995 où on observe 874,62% en 1993, 307,63% en 1994 et 197,47 en 1995. Mais, ces taux très élevés ne peuvent être un facteur qui peut déclencher la crise russe de 1998 car le taux d'inflation a considérablement baissé en 1996 et 1997.



Pendant ces deux années qui précèdent la crise russe, les taux d'inflation ne sont pas suffisamment très élevés pour que l'inflation soit un élément déclencheur ou favorisant au déclenchement de la crise, même si, après la crise, le taux augmente fortement.

Donc, l'inflation en Russie, lors de la crise de 1998, n'est pas apparue avant la crise et ne peut être considérée comme cause possible de cette crise.

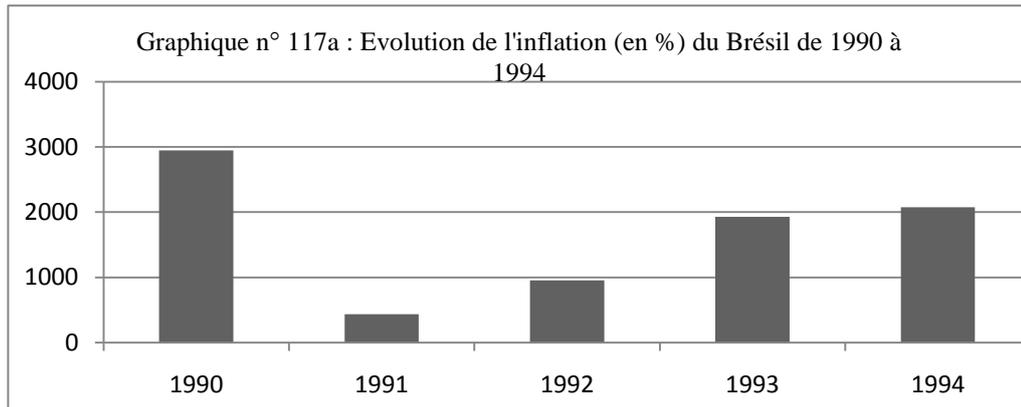


viii. Au Brésil

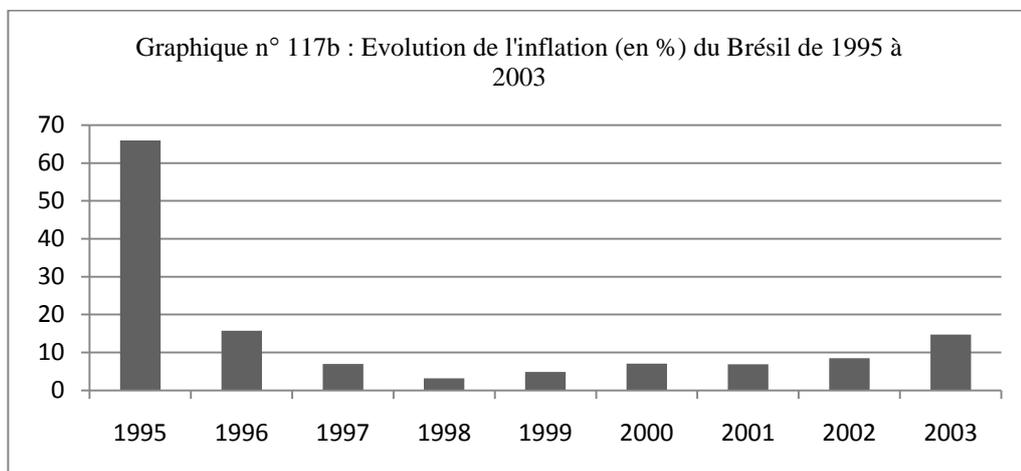
Le graphique n°117a et n°117b montrent l'évolution de l'inflation (en %) du Brésil de 1990 à 2003. On enregistre un taux d'inflation de 6,92% en 1997 et 3,19% en 1998. Pendant la crise, ce taux atteignait 4,85% en 1999 et 7,04% en 2000. Après la crise, ce taux commence à baisser sensiblement avec 6,83% en 1997.

Ce pays souffrait énormément de ce phénomène entre 1990 et 1994 où on observe 2947,73% en 1990, 432,78% en 1991, 951,64% en 1992, 1927,98% en 1993 et 2075,88% en 1994. Mais, ces taux très élevés ne peuvent être un facteur direct qui peut déclencher de la crise brésilienne de 1999 car le taux d'inflation a considérablement baissé en 1997 et 1998.

Pendant ces deux années qui précèdent la crise russe, les taux d'inflation ne sont pas suffisamment très élevés pour que l'inflation soit un élément favorisant le déclenchement de la crise asiatique.



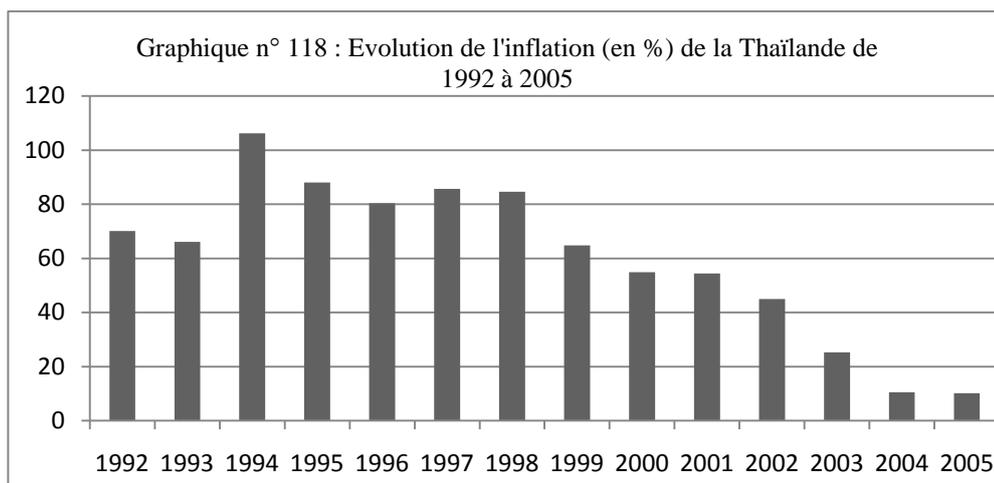
Donc, l'inflation en Turquie, lors de la crise de 2000, est apparue fortement avant la crise et peut être considérée comme cause possible de cette crise.



ix. En Turquie

Le graphique n°118 montre l'évolution de l'inflation (en %) de la Turquie de 1992 à 2005. Ce graphique enregistre des taux d'inflation très élevés pendant toute la période étudiée. Avant la crise turque, il est affiché 106,26 en 1994, 84,64% en 1998 et 64,86% en 1999. Pendant la crise, ce taux atteignait 54,91% en 2000 et 54,4% en 2001. Après la crise, ce taux commence à baisser sensiblement avec 44,96% en 2002 et 25,29% en 2003.

La Turquie souffrait énormément de ce phénomène entre 1992 et 2002 où on observe des taux très élevés qui peuvent être un facteur déclencheur de la crise turque de 2000.

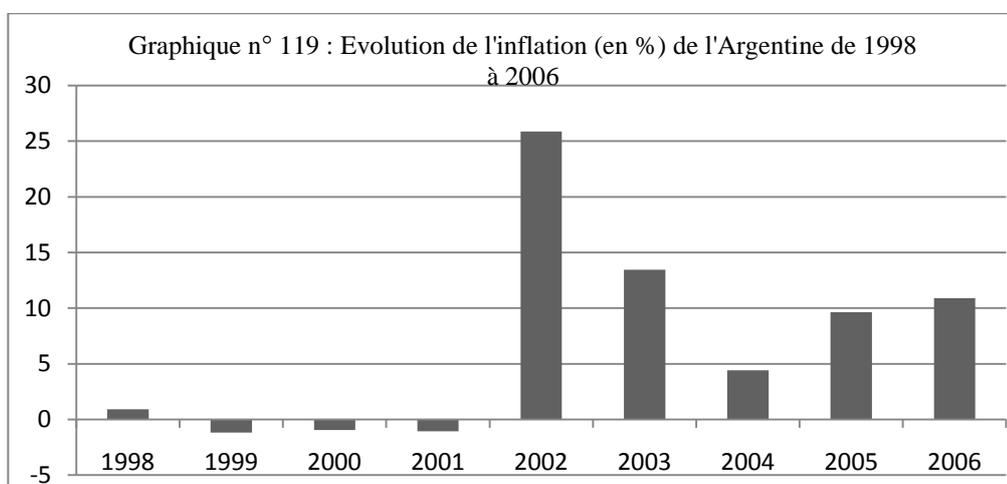


x. En Argentine

Le graphique n°119 montre l'évolution de l'inflation (en %) de l'Argentine de 1998 à 2006. Ce graphique enregistre des taux d'inflation très faibles avant la crise.

Avant la crise argentine, on affiche 0,92% en 1998 et -1,16% en 1999. Ces taux figurent différemment, pendant la crise, avec -1,06% en 2001, 25,86% en 2002 et 13,44% en 2003.

Après la crise, ces taux commencent à baisser sensiblement avec 4,41% en 2004 et 9,63% en 2005. Donc, l'inflation en Turquie, lors de la crise de 2000, est apparue fortement avant la crise et peut être considérée comme cause possible de cette crise.



On ne voit d'inflation avant le déclenchement de la crise que dans le cas de la Turquie, on sait d'ailleurs que la crise turque de 2001 est associée à la mise en place d'une politique de stabilisation du change et de désinflation. Dans les autres pays, l'inflation apparaît après la crise en raison de la dépréciation du change qui est en général peu durable.

E. Politique monétaire

La politique monétaire est constamment désignée comme cause possible des crises des pays émergents.

La politique monétaire est l'action par laquelle l'autorité monétaire intervient par l'offre de monnaie pour atteindre des objectifs liés à la stabilité des prix. Elle tâche également d'atteindre les autres objectifs de la politique économique, qualifié de triangle keynésien : la croissance, le plein emploi, l'équilibre extérieur.

D'après Mishkin (1996)¹⁹⁹, le but de la banque centrale, en sa qualité d'autorité monétaire, est de maximiser le bien être économique des ménages. Généralement, deux objectifs sont attribués à la politique monétaire : le maintien du taux de change pour stabiliser les prix et la stabilisation de l'activité économique.

La politique monétaire peut avoir pour objectif de maintenir le taux de change de la monnaie nationale avec une monnaie ou un panier de monnaies. La fixité des taux de change peut être obtenue par la banque centrale en vendant ou en achetant des devises au jour le jour pour atteindre le taux objectif.

La plupart de pays émergents utilise le système de « *currency board* » pour arriver à maintenir le taux de change. Ce système est considéré comme un cas particulier de la fixité des taux de change. Dans ce cas extrême, la banque

¹⁹⁹ Mishkin, F. (1996), « Les canaux de transmission de la politique monétaire : Leçon pour la politique monétaire », *Bulletin de la Banque de France*, N°27, Mars 1996, PP 91-105.

centrale adosse totalement sa monnaie sur une autre monnaie, généralement le dollar ou une autre monnaie considérée comme stable. La banque centrale conserve une unité de la monnaie d'ancrage pour chaque unité de monnaie nationale en circulation. Elle ne dispose plus d'aucune latitude pour mener une politique adaptée aux besoins de l'économie nationale. Cette solution permet d'importer la crédibilité de la monnaie étrangère. Les « *currency board* » sont souvent mis en place à la suite d'épisodes d'hyperinflation.

Pour mettre en place la politique économique, le pays dispose d'instruments et de moyens d'action. En effet, la banque centrale comme autorité monétaire possède deux principaux moyens d'action :

- l'action sur la liquidité bancaire, par laquelle la banque centrale agit sur les banques de second rang en les alimentant plus ou moins en monnaie, et en modifiant le taux des réserves obligatoires ;
- l'action sur les taux, où la banque centrale joue sur les trois taux directeurs qu'elle contrôle. Les variations de ces taux modifient le comportement des banques de second rang.

La plupart des banques centrales choisissent le taux d'intérêt à court terme comme instrument. C'est le seul taux qu'une banque centrale peut effectivement contrôler de manière précise.

En effet, les actifs de très court terme sont très proches de la monnaie (liquidité) et la banque centrale a un monopole pour l'émission de monnaie. En contrôlant les taux d'intérêt à court terme, la banque centrale a une forte influence sur l'offre de liquidité. En revanche, au fur et à mesure que la maturité augmente, les taux incorporent les anticipations du marché et échappent ainsi au contrôle de la banque centrale.

Une politique monétaire peut tomber dans deux pièges opposés :

- être trop restrictive, donc être jugé non soutenable par les prêteurs étrangers ;

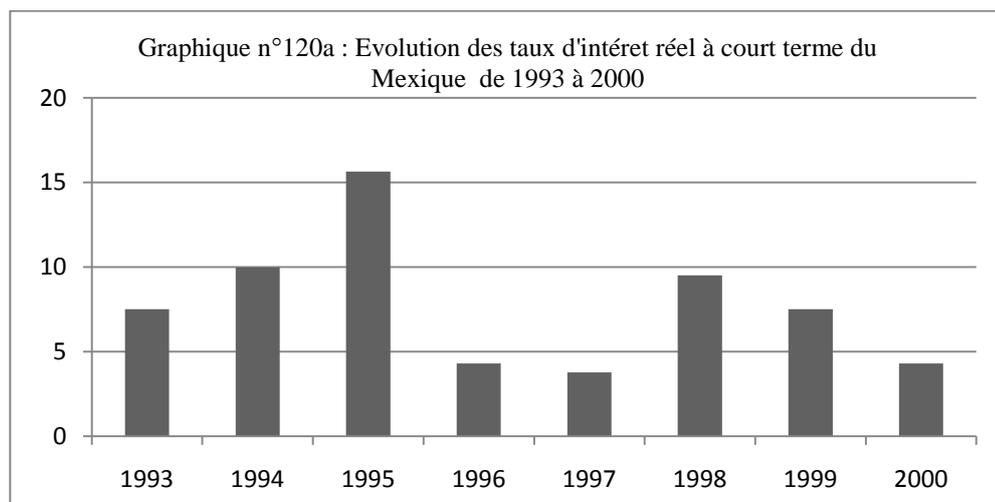
- laisser se développer trop rapidement l'endettement domestique, d'où un risque d'insolvabilité des emprunteurs, surtout en cas de remontée des taux ou de dépréciation du change (avec la dette en devise).

Pour observer la politique monétaire menée par les pays émergents avant les crises, on examine d'une part l'évolution des taux d'intérêt réel à court terme et, de l'autre part, les crédits bancaires (en % PIB) de chaque pays. La première observation consiste à voir si la politique monétaire est trop restrictive à travers la réaction des taux d'intérêt réel à court terme. Si ces taux seront élevés, le pays encourage l'épargne sur le compte de l'investissement. Contrairement, si ces taux s'avèrent faibles, il encourage l'investissement mais fera fuir les prêteurs étrangers.

Pour la deuxième observation, on examine les crédits bancaires (en % PIB) pour voir le niveau de l'endettement domestique. Si ces crédits bancaires seront abondants, il y aura un risque d'insolvabilité des emprunteurs. Le contraire pourra être considéré comme un frein à la finance et la relance de l'activité économique.

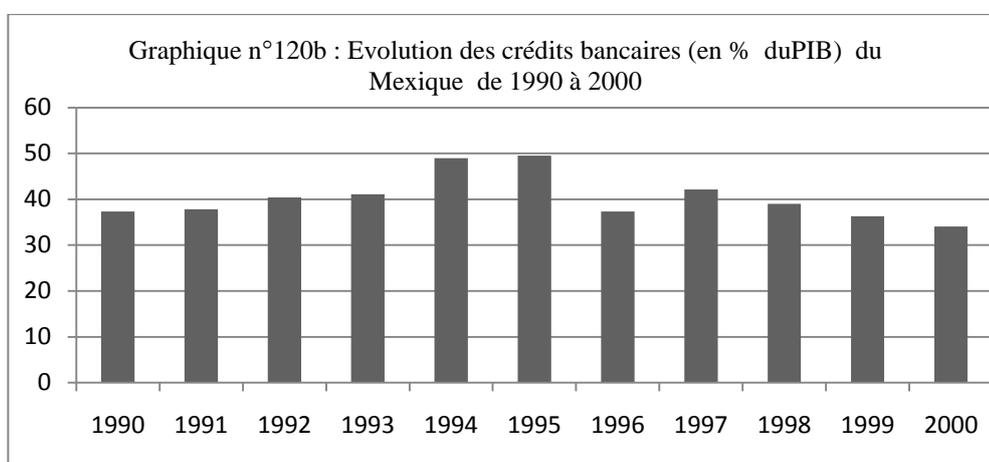
i. Au Mexique

Le graphique n°120a montre l'évolution des taux d'intérêt réel à court terme du Mexique de 1993 à 2000.



Il illustre des taux d'intérêt élevés, avant la crise de 1994. Les autorités monétaires ont pratiqué des taux d'intérêt réels à court terme élevés avant la crise où on enregistre 9,98% en 1994 et 15,63% en 1995. Cette politique de taux d'intérêt réels à court terme élevé a pour objectif d'attirer des capitaux étrangers. Cette politique favorise l'épargne et handicape l'investissement puisque les entreprises seront amenées à supporter plus de charge financière pour les crédits octroyés.

Le graphique n°120b représente l'évolution des crédits bancaires (en % du PIB) du Mexique.

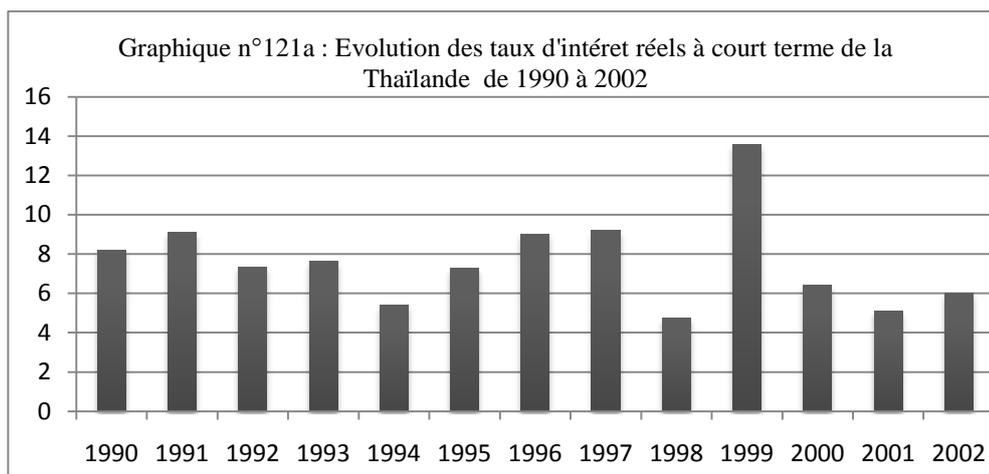


Avant la crise, les crédits bancaires représentaient jusqu'à 41,11% du PIB en 1993. Au cours de la crise, ces crédits ont dépassé 48,97% du PIB et 49,55% du PIB en 1995.

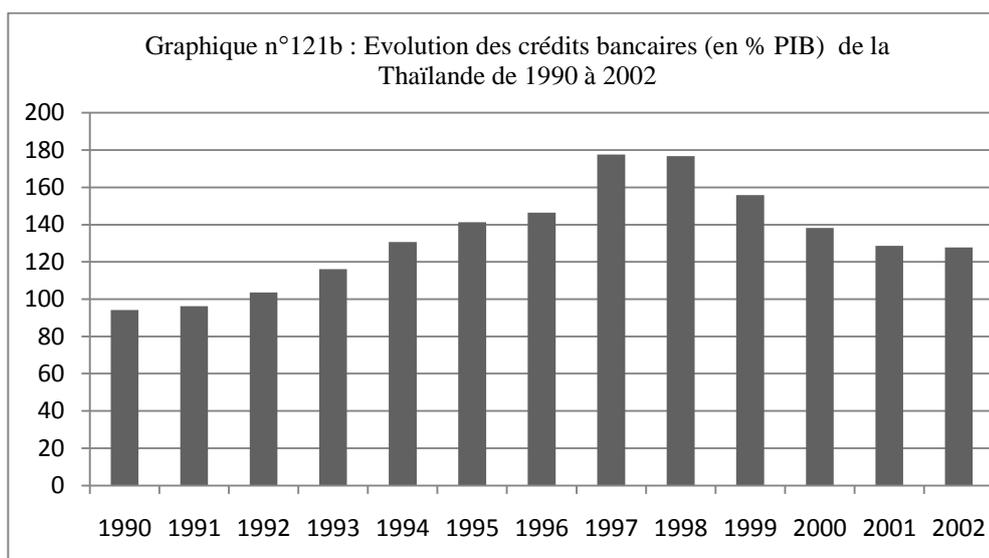
ii. Au Thaïlande

Le graphique n°121a montre l'évolution des taux d'intérêt réel à court terme de la Thaïlande de 1990 à 2002.

Il illustre des taux d'intérêt très faibles, avant et pendant la crise de 1997-1998. On peut observer 7,25% en 1995 et 9,02% en 1996. Cette politique de taux d'intérêt à court terme faible n'avait pas pour objectif d'attirer des capitaux étrangers car le niveau d'épargne nationale a été très élevé. Cette politique ne favorise pas l'épargne et mais elle renforce l'investissement qui est excessif, en Thaïlande, avant la crise asiatique.



Le graphique n°121b représente l'évolution des crédits bancaires (en % du PIB) de la Thaïlande. Avant la crise, les crédits bancaires représentaient jusqu'à 146,36% du PIB en 1996. Au cours de la crise, ces crédits ont dépassé 177% du PIB et 176% du PIB en 1998.

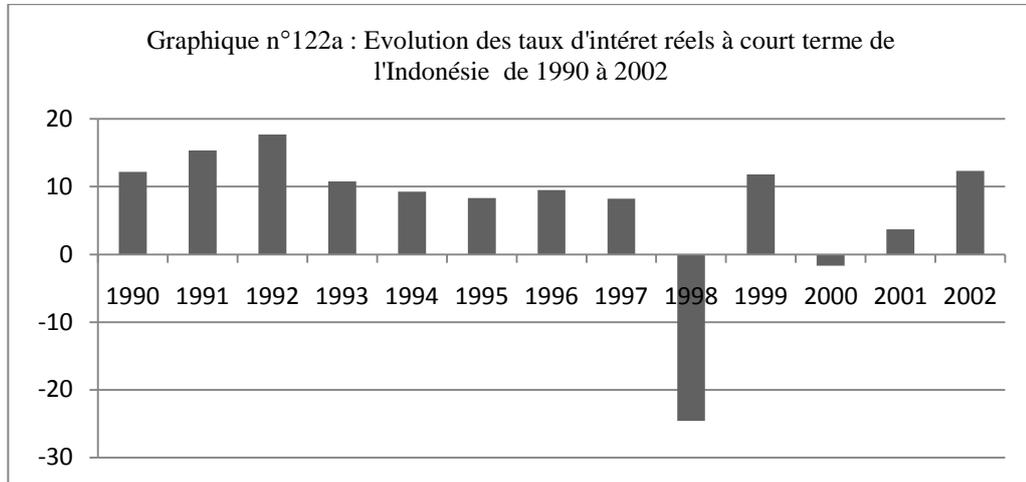


iii. En Indonésie

Le graphique n°122a montre l'évolution des taux d'intérêt réels à court terme de l'Indonésie de 1990 à 2002.

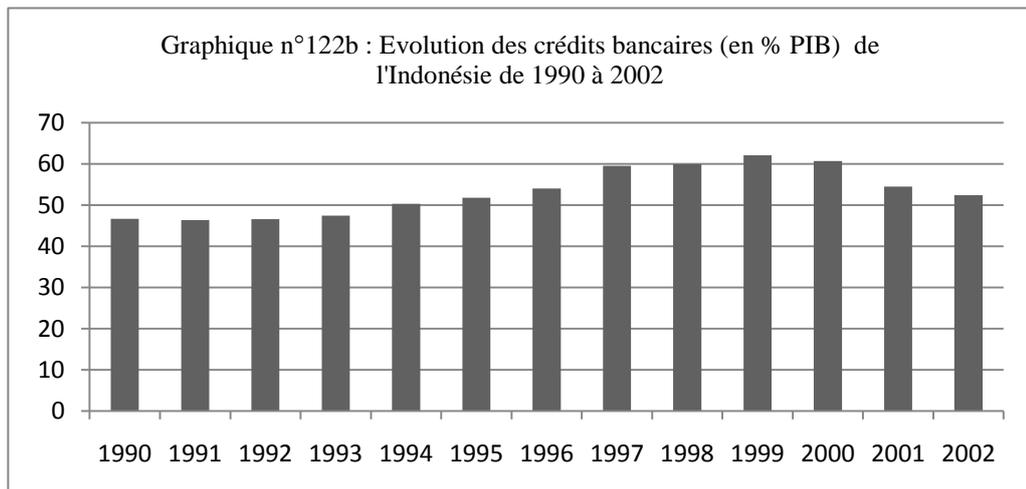
Il illustre des taux d'intérêt faibles, avant la crise de 1997-1998. Pendant cette crise, ces taux s'affichent plus faibles par rapport à la période précédente. Les autorités monétaires ont pratiqué des taux d'intérêt réels à court terme faibles pour stimuler l'investissement qui est déjà excessif. Avant la crise, on

enregistre 8,33% en 1995 et 9,52% en 1996. Cette politique de taux d'intérêt à court terme faible n'avait pas pour objectif d'attirer des capitaux étrangers mais d'encourager l'investissement.



Le graphique n°122b représente l'évolution des crédits bancaires (en % du PIB) de l'Indonésie.

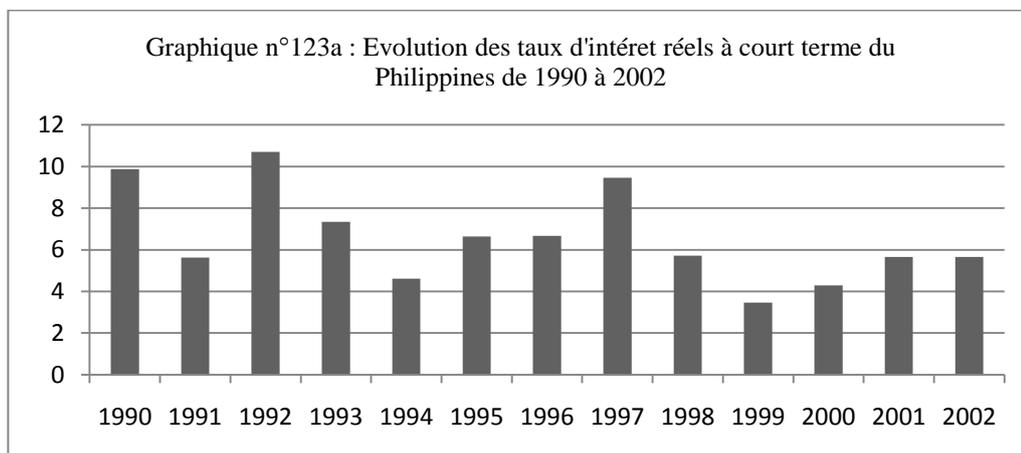
Avant la crise, les crédits bancaires représentaient jusqu'à 54,02% du PIB en 1996. Au cours de la crise, ces crédits ont dépassé 59% du PIB en 1997 et 1998.



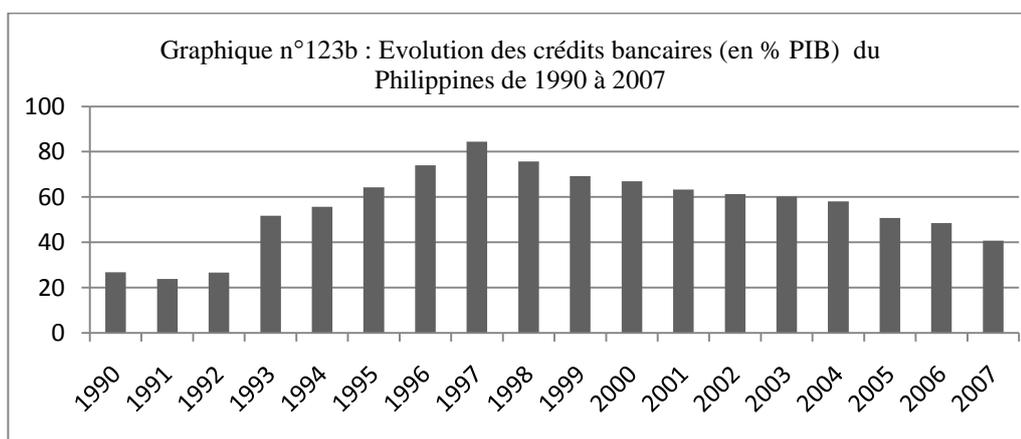
iv. Au Philippines

Le graphique n°123a montre l'évolution des taux d'intérêt réel à court terme du Philippines de 1990 à 2002.

Il illustre des taux d'intérêt relativement faibles avant et pendant la crise asiatique. On enregistre 6,63% en 1995 et 6,66% en 1996. Cette politique de taux d'intérêt à court terme faible a pour but de favoriser l'activité de l'investissement en rendant les crédits bancaires moins coûteux.



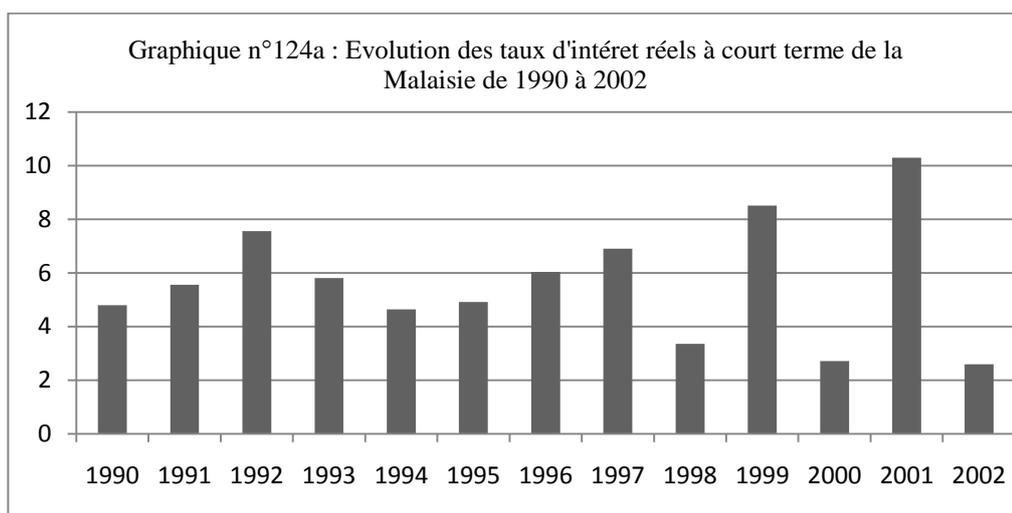
Le graphique n°123b représente l'évolution des crédits bancaires (en % du PIB) du Philippines. Avant la crise, les crédits bancaires représentaient jusqu'à 64,26% du PIB en 1995 et 73,94% en PIB. Au cours de la crise, ces crédits ont dépassé 84% du PIB en 1997 et 75% du PIB en 1998. Ces pourcentages sont très élevés.



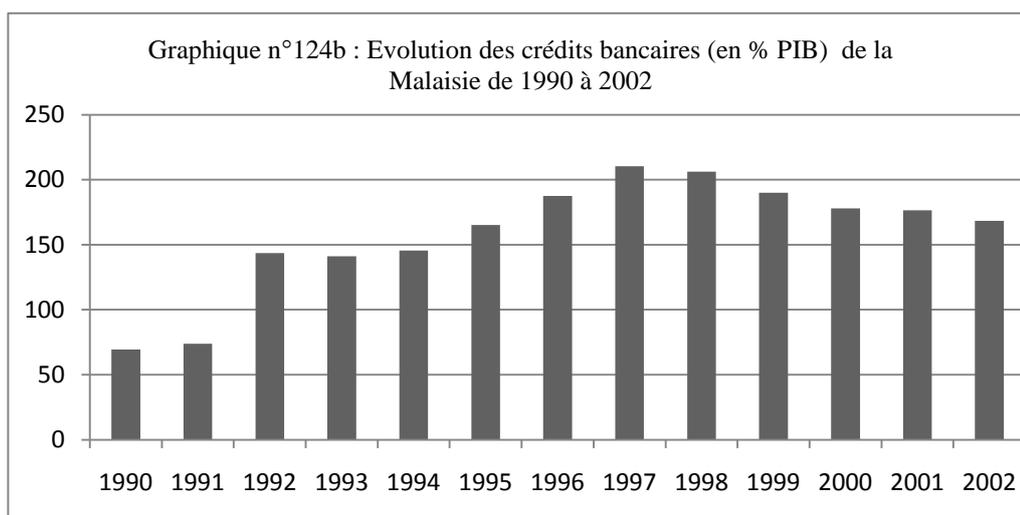
v. Au Malaisie

Le graphique n°124a montre l'évolution des taux d'intérêt réels à court terme de la Malaisie.

Il illustre des taux d'intérêt relativement faibles, avant et pendant la crise asiatique. On enregistre 4,91% en 1995 et 6,04% en 1996. Les autorités monétaires ont pratiqué des taux d'intérêt réels à court terme faibles, avant la crise, pour encourager les entreprises à demander plus de crédits bancaires pour financer ses activités.



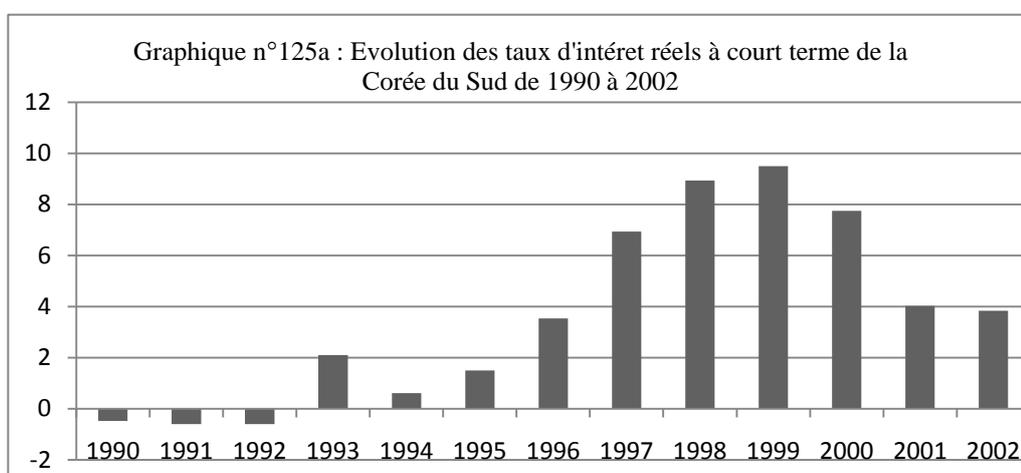
Le graphique n°124b représente l'évolution des crédits bancaires (en % du PIB) de la Malaisie. Avant la crise, les crédits bancaires représentaient jusqu'à 165,2% du PIB en 1995 et 187,59% du PIB en 1996. Au cours de la crise, ces crédits ont dépassé 210% du PIB en 1997 et 206% du PIB en 1998.



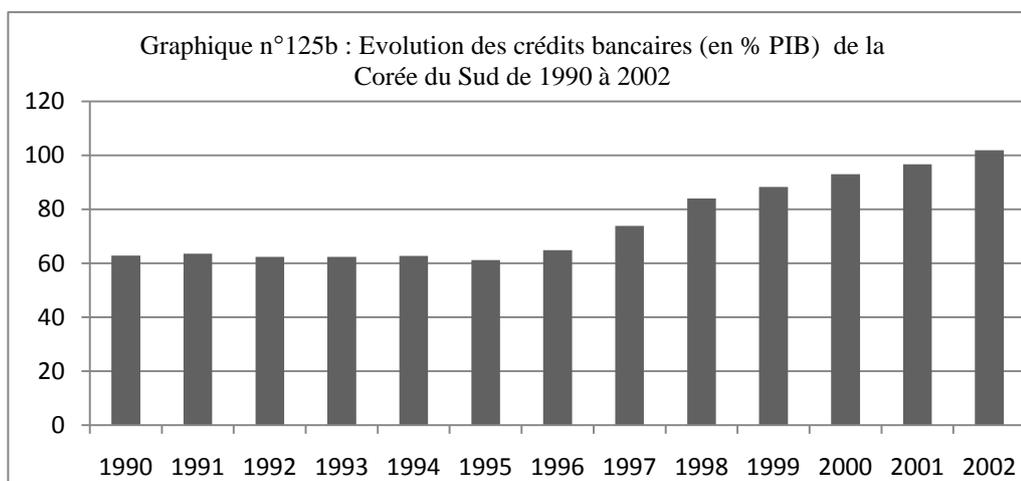
vi. En Corée du Sud

Le graphique n°125a montre l'évolution des taux d'intérêt réels à court terme de la Corée du Sud de 1990 à 2002.

Il illustre des taux d'intérêt relativement faibles, avant et pendant la crise asiatique. On enregistre 1,5% du PIB en 1995 et 3,53% du PIB en 1996. Les autorités monétaires ont pratiqué ces taux d'intérêt réels à court terme faibles pour permettre aux entreprises de financer ses activités avec moins de charges financières.



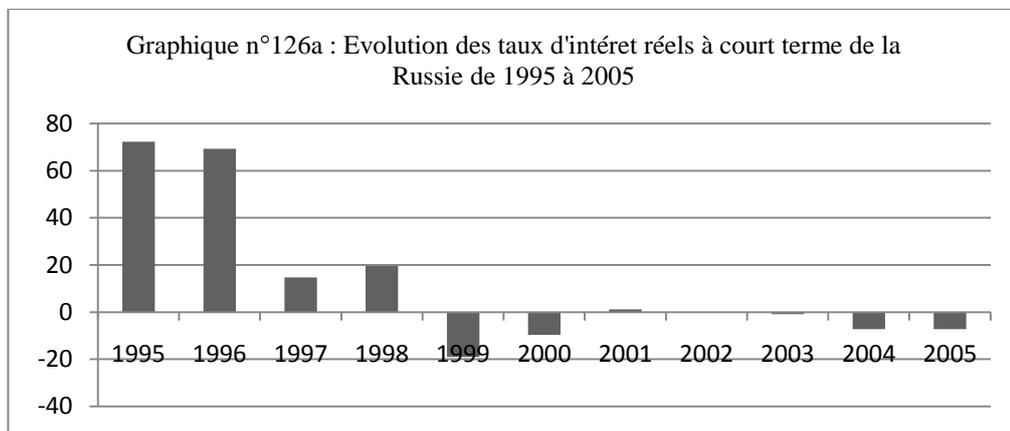
Le graphique n°125b représente l'évolution des crédits bancaires (en % du PIB) de la Corée du Sud. Avant la crise, les crédits bancaires représentaient jusqu'à 61,25% du PIB en 1995 et 64,83% du PIB en 1996. Au cours de la crise, ces crédits ont dépassé 73% du PIB en 1997 et 83% du PIB en 1998.



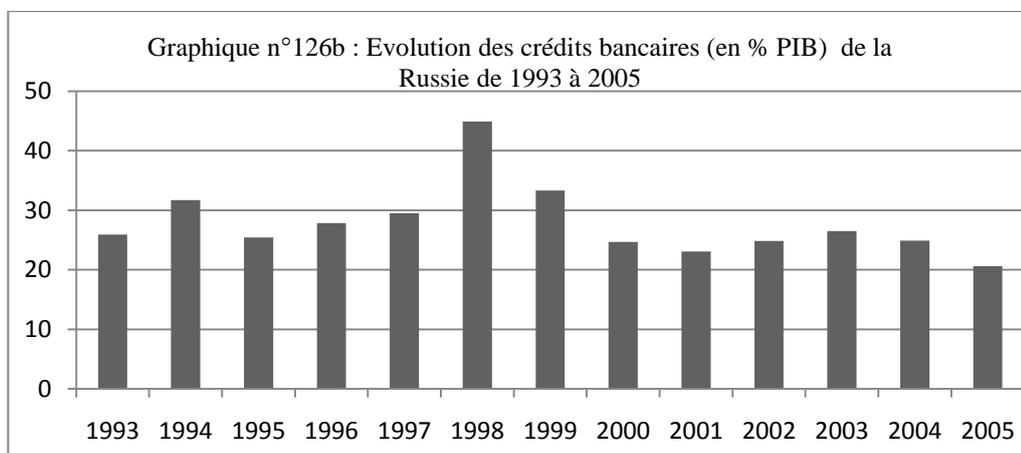
vii. En Russie

Le graphique n°126a montre l'évolution des taux d'intérêt réels à court terme de la Russie de 1995 à 2000. Il illustre des taux d'intérêt élevés en 1995 et en 1996 mais ils baissent considérablement en 1997 et l'année de crise. Après la crise, ces taux affichent des valeurs négatives.

On enregistre 72,25% du PIB en 1995 et 69,27% du PIB en 1996. En 1997, ce taux baisse à 14,75% du PIB et 19,61% du PIB. Ces taux reflètent des politiques monétaires ambivalentes. Entre 1995 et 1996, les autorités monétaires semblent avoir cherché à favoriser l'épargne et attirer des capitaux étrangers mais cette orientation n'a pas été retenue en 1997 et après la crise.



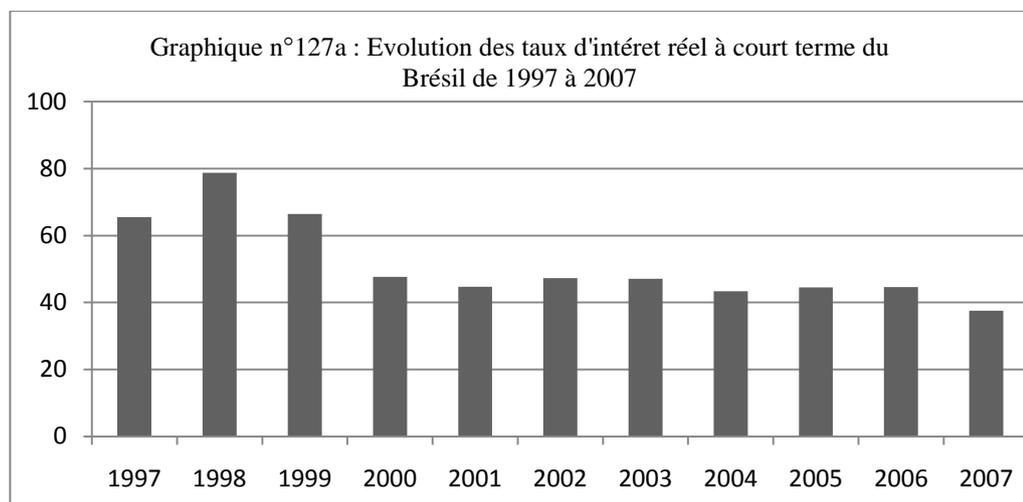
Le graphique n°126b représente l'évolution des crédits bancaires (en % du PIB) de la Russie. Avant la crise, les crédits bancaires représentaient jusqu'à 27,83% du PIB en 1996 et 29,48% du PIB en 1997. Au cours de la crise, ces crédits ont dépassé 44% du PIB en 1998.



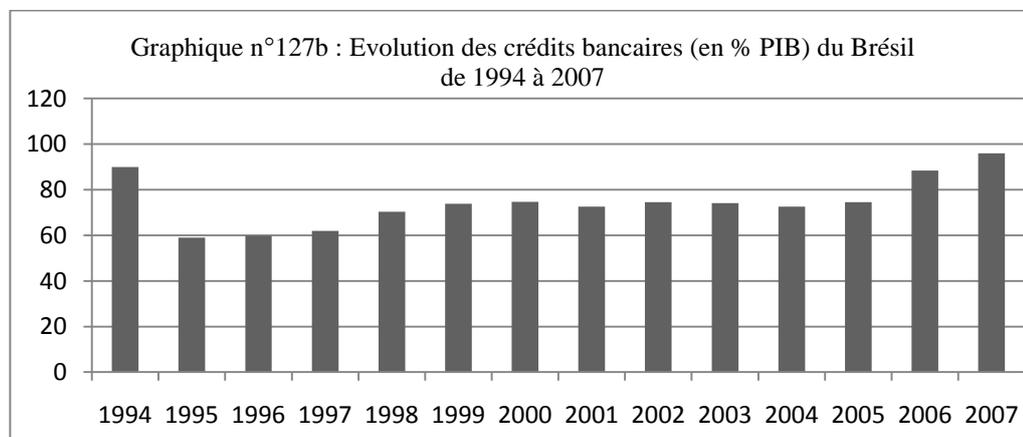
viii. Au Brésil

Le graphique n°127a montre l'évolution des taux d'intérêt réels à court terme du Brésil de 1997 à 2007. Il illustre des taux d'intérêt très élevés, avant la crise brésilienne et même pendant la crise. Après la crise, ces taux élevés continuent à maintenir leurs niveaux.

On enregistre 65,47% du PIB en 1997 et 78,72% du PIB en 1997. En 1999, on observe 66,42% du PIB. Les autorités monétaires ont pratiqué des taux d'intérêt réel à court terme élevés pour encourager l'épargne au dépend de l'investissement. Il s'agit d'une politique qui vise à faire face aux dégradations de l'épargne privée et publique.



Le graphique n°127b représente l'évolution des crédits bancaires (en % du PIB) du Brésil.

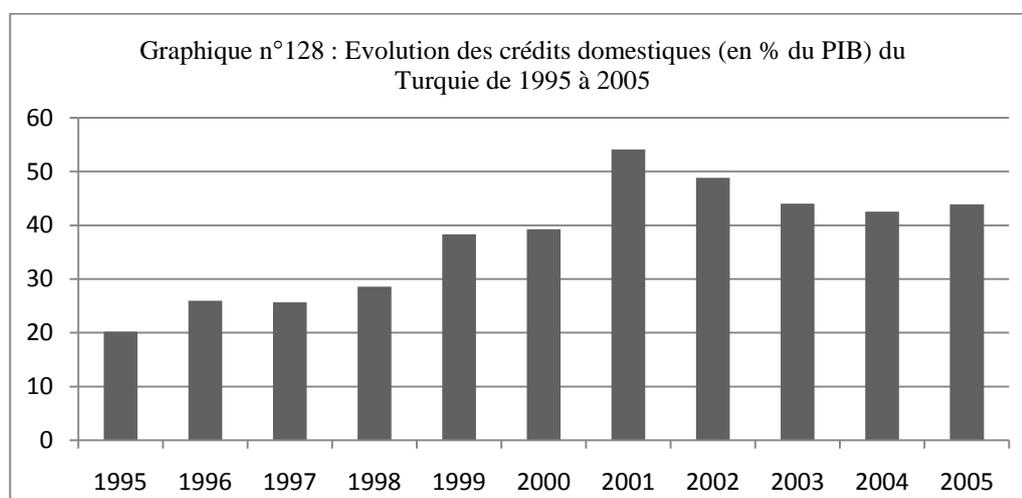


Avant la crise, les crédits bancaires représentaient jusqu'à 61,98% du PIB en 1997 et 70,27% du PIB en 1998. Au cours de la crise, ces crédits ont dépassé 73% du PIB en 1998.

ix. En Turquie

Les statistiques sur l'évolution des taux d'intérêt réels à court terme et les crédits bancaires (en % PIB) ne sont pas disponibles. Les bases de données des différentes institutions financières ne fournissent pas d'éléments sur ces statistiques. Par contre, les données relatives sur les crédits domestiques sont disponibles et on peut les utiliser pour avoir une idée des crédits domestiques.

Le graphique n°128 montre l'évolution des crédits domestiques (en % PIB) dans ce pays de 1995 à 2005. On peut observer que les crédits domestiques représentaient 28,55% du PIB en 1998 et 38,30% du PIB en 1999. Au cours de la crise turque, ces crédits ont augmenté avec 39,25% du PIB en 2000 et 54,13% du PIB en 2001.

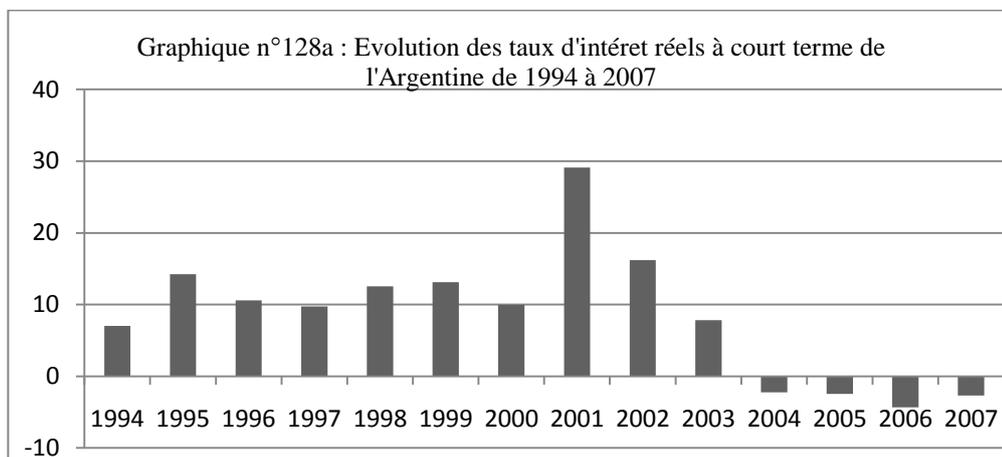


Cette observation renseigne que le pays accordait, avant la crise turque de 2000, des crédits domestiques qui augmentent au fur et à mesure que la crise rapproche.

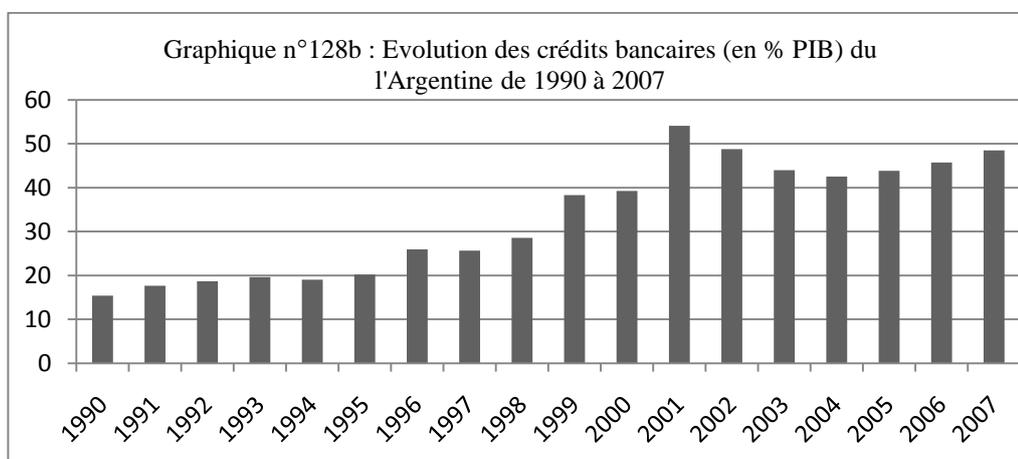
x. En Argentine

Le graphique n°128a montre l'évolution des taux d'intérêt réels à court terme de l'Argentine de 1993 à 2000. Il illustre des taux d'intérêt relativement

faibles, avant la crise de 2001. On enregistre 13,11% en 1999 et 9,94% en 2000. Au cours de la crise, ce taux a augmenté sensiblement en atteignant 29,12% en 2001. Cette politique de taux d'intérêt à court terme faible a, en principe, pour objectif de favoriser l'investissement au dépend de l'épargne.



Le graphique n°128b représente l'évolution des crédits bancaires (en % du PIB) de l'Argentine.



Avant la crise, les crédits bancaires représentaient jusqu'à 38,30% du PIB en 1999 et 39,25% du PIB en 2000. Au cours de la crise, ces crédits ont dépassé 54% du PIB en 2001 et 48% du PIB en 2002.

Partant de ces observations, on peut faire des remarques sur les taux d'intérêt réels à court terme et sur les crédits bancaires. Les taux d'intérêt réels à court terme, avant la crise, ont été élevés en Argentine, au Brésil et en Mexique mais pas en Russie et aux autres pays asiatiques. En conséquence, ces derniers pays

accordaient plus de crédits bancaires que la première catégorie des pays émergents.

La politique monétaire de ces pays peut être justifiée. Il y a ceux qui ont préféré d'encourager l'épargne au dépend de l'investissement. Pour cela, on observe des taux d'intérêt réels à court terme élevés. Suite à cela, les crédits bancaires ne sont pas abondants. Il s'agit de l'Argentine, du Brésil et du Mexique.

Il y a, aussi, ceux qui préfèrent d'encourager l'investissement au dépend de l'épargne. Alors, ils font baisser les taux d'intérêt réels à court terme pour permettre aux entreprises de demander plus des crédits bancaires pour le financement ses activités.

Mais, chaque politique monétaire peut être un élément favorisant au déclenchement des crises. Celle qui privilégie l'épargne à l'investissement risque d'encourager les activités financières au dépend des activités économiques réelles et productives. Les pays se voient recevoir des capitaux étrangers à court terme sans pouvoir réellement les rentabiliser en les utilisant dans la sphère économique réelle.

L'autre politique qui consiste à encourager l'investissement et handicaper l'épargne. Vouloir atteindre des taux d'investissement excessifs peut nuire à une économie même si le taux d'épargne est élevé. On peut tomber dans le piège de l'insuffisance d'épargne. Cette orientation de la politique monétaire risque, aussi, de créer des taux d'endettement élevés, surtout aux pays asiatiques. L'excès d'endettement apparaît beaucoup plus dans ces pays que dans les autres pays émergents touchés par les crises.

F. Insuffisance d'épargne

Les travaux développés sur les crises financières ont met en avance l'idée de l'insuffisance de l'épargne comme une cause possible du déclenchement de ces phénomènes.

Théoriquement, l'insuffisance d'épargne pose le problème de la constitution de l'épargne et des éléments constitutifs de l'épargne nationale pour le cas des pays émergents.

Pour constituer son épargne, un pays doit faire la différence entre l'investissement intérieur et extérieur, d'une part, et de l'épargne privée et publique, de l'autre part.

Les économistes définissent l'épargne nationale comme étant « *la part de la production qui n'est utilisée ni pour la consommation des ménages, ni pour la consommation de l'Etat* »²⁰⁰. Cette définition est exprimée sous forme d'équation comme suit :

$$S = Y - C - G \quad (1)$$

Où S l'épargne, Y la production, C la consommation et G les dépenses publiques.

La façon d'épargner pour un pays est différent selon l'état de son économie, qu'elle soit fermée ou ouverte. Dans une économie fermée, l'épargne nationale est égale à l'investissement. Cela montre que le pays doit compter sur sa capacité d'accumuler un nouveau capital pour accroître sa richesse et constituer son épargne.

Par équation, on sait que le Produit Intérieur Brut est égale, dans une économie fermée, à :

$$Y = C + I + G \quad (2)$$

L'équation (2) peut, aussi, s'écrire comme suit :

$$I = Y - C - G \quad (3)$$

L'équation (1) est égale à celle de (3) et on en déduit que :

$$S = I \quad (4)$$

²⁰⁰Krugman P. & Obsfeld M. (2006), « *Economie internationale* », Ed. Pearson Education, 7^{ème} édition, juillet 2006, p. 352.

Cette égalité traduit la règle que l'épargne nationale doit être égale à l'investissement en économie fermée. Dans ce type d'économie, l'épargne et l'investissement sont toujours égaux. Par contre, l'investissement et l'épargne peuvent être différents dans une économie ouverte.

Le Produit Intérieur Brut, dans une économie ouverte, est égale à :

$$Y = C + I + G + CA \quad (5)$$

Dans une économie ouverte, les relations et les échanges avec l'étranger sont des éléments qui doivent prendre en compte dans la constitution de son revenu nationale. C'est pour cela qu'on ajoute dans l'équation (5) la balance courante CA . Celle-ci peut s'exprimer par la différence entre les exportations et les importations et s'écrit comme suit :

$$CA = EX - IM \quad (6)$$

Si on se rappelle de l'équation (1), on peut réécrire l'équation (5) comme suit :

$$S = I + CA \quad (7)$$

L'équation (7) permet de faire la différence entre une économie fermée et une économie ouverte concernant la façon de constituer l'épargne. Une économie ouverte peut épargner soit en développant son stock de capital soit en acquérant des avoirs extérieurs, mais une économie fermée ne peut épargner qu'en développant son stock de capital.

Autrement dit, une économie ouverte a deux opportunités pour constituer son épargne. Elle peut accroître son épargne de deux manières :

- en exploitant ses ressources locales par l'investissement intérieur ;
- et en bénéficiant des opportunités favorables d'investissement que pourraient lui offrir les investisseurs extérieurs. Ainsi, elle peut emprunter par un autre pays pour accroître son stock de capital à partir du surplus de la balance courante.

Certes, lorsqu'un pays prête à un autre pays afin de financer un investissement, une partie du revenu extérieur généré à l'avenir par l'investissement sera utilisée pour rembourser le prêteur. De ce fait, il s'agit d'exploiter efficacement ces emprunts pour bénéficier de l'effet de levier et résulter des revenus supérieurs à ceux qui doivent être remboursés.

L'investissement intérieur et l'investissement extérieur sont deux façons qui permettent à un pays d'utiliser sa production actuelles pour accroître ses revenus futurs.

Parallèlement, on doit, aussi, faire la différence entre l'épargne privée et l'épargne publique. L'épargne privée se définit comme la partie du revenu disponible qui est épargnée plutôt que consommée. Il s'agit de soustraire le revenu national Y des taxes nettes collectées par le gouvernement auprès des ménages et des entreprises T et la consommation C . Elle s'écrit comme suit :

$$S^p = Y - T - C \quad (8)$$

L'épargne publique se définit de façon semblable. Le revenu net des taxes T moins la consommation de l'Etat G . Celle-ci est constituée par les achats de l'Etat. Elle s'écrit, aussi, comme suit :

$$S^g = T - G \quad (9)$$

L'épargne nationale est, donc, la somme des deux types d'épargne :

$$S = S^p + S^g = (Y - T - C) + (T - G)$$

Comme $S = S^p + S^g$ et $S = I + CA$, on a :

$$S^p = I + CA - S^g = I + CA - (T - G) = I + CA + (G - T)$$

$$S^p = I + CA + (G - T) \quad (10)$$

L'équation (10) relie l'épargne privée à l'investissement intérieur, au surplus de la balance courante et à l'épargne publique.

Afin d'interpréter l'équation précédente, on définit le déficit du budget de l'Etat sous la forme de $(G-T)$, soit l'épargne publique précédé d'un signe (-).

L'équation montre, ainsi, que l'épargne privée d'un pays peut prendre trois formes : l'investissement intérieur I , l'acquisition d'avoirs extérieurs CA et l'achat des emprunts émis par le gouvernement ($G - T$).

Cette étude théorique de la constitution de l'épargne nationale a permis de ressortir les éléments qui constituent l'épargne. Il s'agit de la production, de l'investissement, de la consommation, des dépenses de l'Etat, de la balance courante et du déficit public.

L'impact des variations de chaque élément sur l'épargne nationale peut être résumé dans le tableau n°5.

Tableau n°5 : L'impact des variations des éléments constitutifs de l'épargne nationale

Eléments	Accroissement	Diminution
Production Y	Multiplier la possibilité d'obtenir une épargne suffisante.	Augmenter la possibilité d'obtenir une épargne insuffisante.
Investissement I	Contribuer favorablement à obtenir une bonne production qui accroître l'épargne nationale.	Obtenir une production qui ne peut qu'engendrer une épargne insuffisante.
Consommation C	Augmenter la possibilité d'obtenir une épargne insuffisante.	Augmenter la possibilité d'obtenir une épargne suffisante.
Consommation de l'Etat G	Augmenter la possibilité d'obtenir une épargne insuffisante et augmenter la possibilité d'obtenir un déficit public.	Augmenter la possibilité d'obtenir une épargne suffisante et réduire la possibilité d'obtenir un déficit public.
Balance courante CA	Un solde positif augmente la possibilité d'obtenir une épargne suffisante.	Un solde négatif augmente la possibilité d'obtenir une épargne insuffisante.
Déficit public ($G - T$)	Augmenter la possibilité d'obtenir une épargne insuffisante.	Augmenter la possibilité d'obtenir une épargne suffisante.

Source : établi par l'étudiant.

Le tableau n°5 permet de distinguer les cas où l'épargne peut être insuffisante.

Il s'agit de six cas possibles :

- régression du Production Intérieur Brut (PIB) ;
- diminution des investissements ;
- accroissement de la consommation ;
- accroissement de la consommation de l'Etat ;

- accroissement du déficit de la balance courante ;
- accroissement du déficit public.

De ces cas, les éléments les plus influents sur l'épargne sont le PIB, la balance courante et le déficit public. En observant le comportement de ces éléments dans les pays émergents, avant et pendant les crises, on peut situer ceux qui ont provoqué l'insuffisance de l'épargne.

Pour cette observation, on utilise deux indices. Il s'agit du taux de l'épargne nationale (en % PIB) et du taux d'investissement.

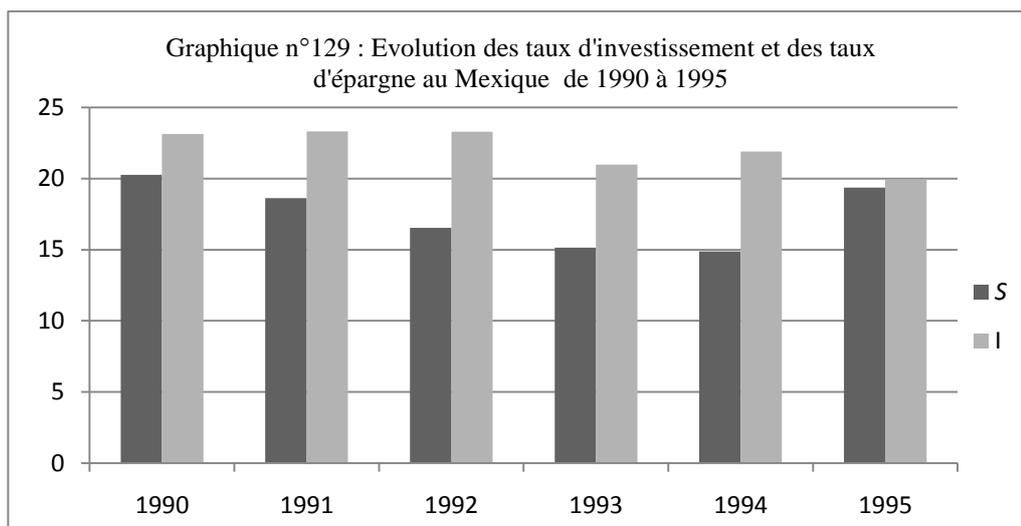
Le premier indice permet de voir l'évolution de l'épargne nationale avant et pendant la crise. Le but de cette observation est de montrer que l'épargne nationale mesuré (en % PIB) avant la crise a baissé considérablement par rapport aux autres périodes.

Le second indice consiste à montrer le taux d'investissement en comparaison montrer l'existence de l'insuffisance de l'épargne par rapport au niveau de l'investissement. Pour cela, une comparaison est utilisée entre le taux d'investissement et le taux d'épargne avant la crise en particulier.

i. Au Mexique

Le graphique n°129 permet d'observer que l'épargne nationale du Mexique a commencé de régresser à partir de 1990 et a poursuivi sa régression durant les années du 1991 jusqu'à 1994 où elle a atteint le niveau le plus bas. Ce n'est qu'à partir de 1995 qu'elle reprend une légère progression.

Ce graphique illustre, aussi, l'évolution des taux d'investissement et des taux d'épargne. Il y avait une baisse de taux d'épargne avant la crise car le PIB a été constamment en régression de 1990 jusqu'à 1993 et la balance courante a été régulièrement déficitaire à partir de 1990. L'augmentation des taux d'investissement de 1990 jusqu'à 1994 n'a pas suffi de constituer un volume d'épargne suffisant.

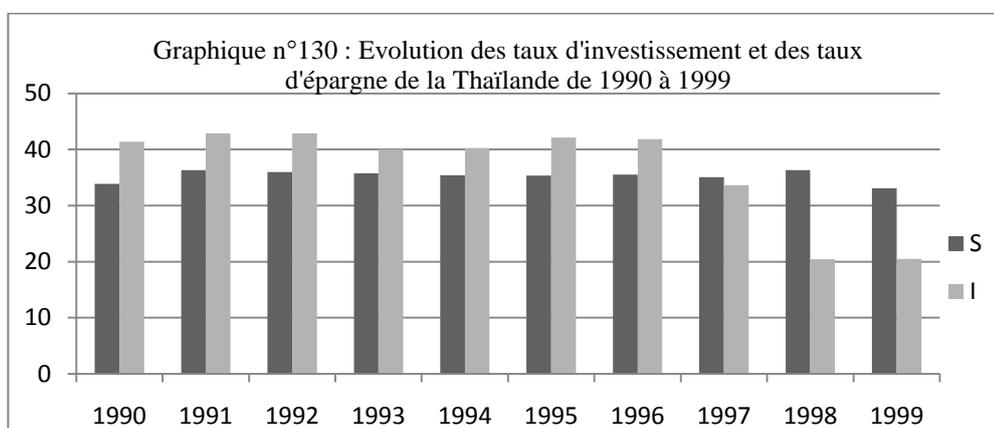


L'insuffisance de l'épargne s'est clairement révélée à partir de la régression de l'épargne avant la crise et l'insuffisance de cette épargne par rapport à l'investissement.

ii. Au Thaïlande

Le graphique n°130 permet de voir que l'épargne nationale de la Thaïlande a atteint des taux élevés à partir de 1991 avec 36.29% mais ce taux commence à régresser l'année suivante jusqu'à ce qu'il atteigne son niveau le plus bas en 1997.

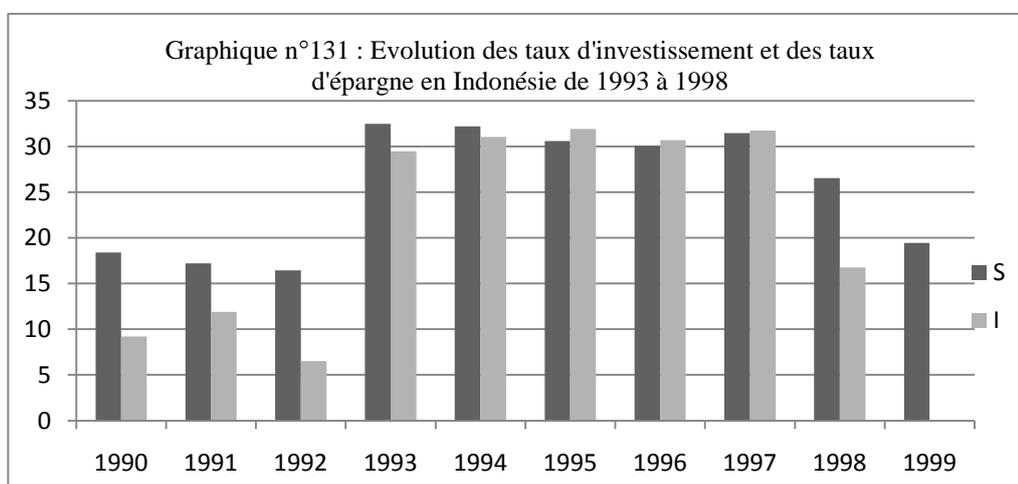
Le graphique montre, aussi, l'évolution des taux d'investissement et des taux d'épargne de ce pays. On peut remarquer qu'il y avait légèrement un volume d'épargne inférieure pendant la crise asiatique qu'on ne peut pas qualifier d'insuffisant car le taux d'épargne était élevé.



Néanmoins, on peut souligner que les taux d'investissement sont très élevés de 1990 à 1996. En même temps, on remarque que le taux de croissance s'est régressé à partir de 1996 jusqu'à ce qu'il devienne négatif en 1997 et 1998. On constate que le taux d'investissement excessif a produit le recul de la croissance et le déficit de la balance courante.

iii. En Indonésie

Le graphique n°131 révèle que l'Indonésie avait des taux d'épargne élevés qui ont dépassé les 30% de 1990 à 1997. C'est à partir de 1998 qu'une régression a commencé à se manifester et qui s'est poursuivie en 1999.

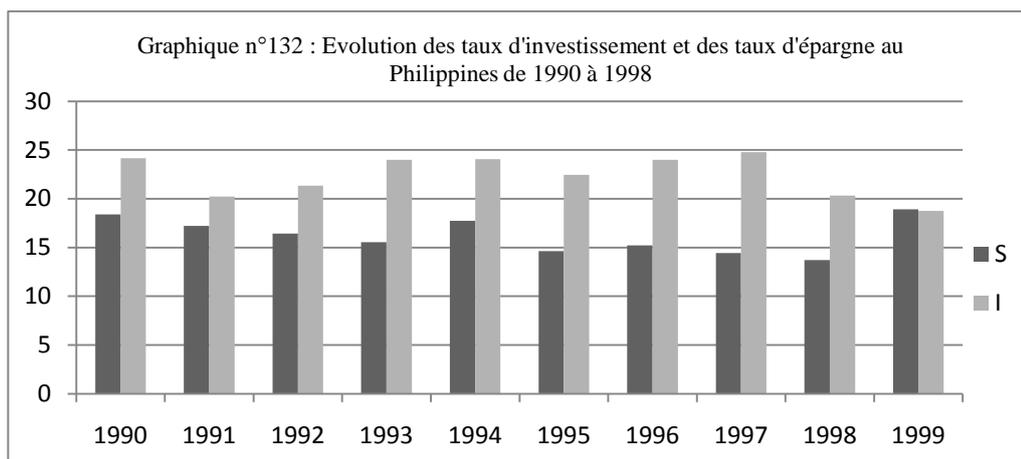


Le graphique illustre, aussi, que l'Indonésie ne montre pas une insuffisance d'épargne au cours de la crise et qui n'est pas trop apparente avant la crise asiatique. Même, le taux d'investissement n'est pas excessif.

iv. Au Philippines

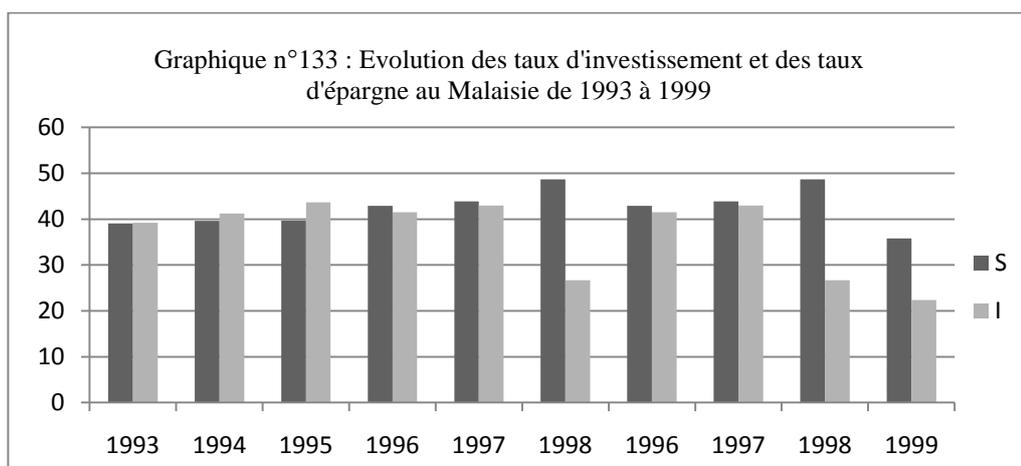
Au Philippines, l'épargne nationale n'a pas connu trop de variation. Elle était élevée en 1990, elle a régressé sensiblement les trois années suivantes et elle a progressé de nouveau en 1994 avant de baisser jusqu'à son niveau le plus bas en 1997 et 1998.

Le graphique illustre, aussi, que le pays montre une insuffisance d'épargne avant et pendant la crise. Les taux d'investissement ne sont pas excessifs pour justifier cette insuffisance.



v. Au Malaisie

Le graphique n°133 montre que le taux d'épargne de la Malaisie est élevé entre 1993 et 1999 puisqu'il n'a pas descendu de 34%. On remarque que ce taux est en progression continue jusqu'à ce qu'il atteigne son niveau le plus haut en 1998.



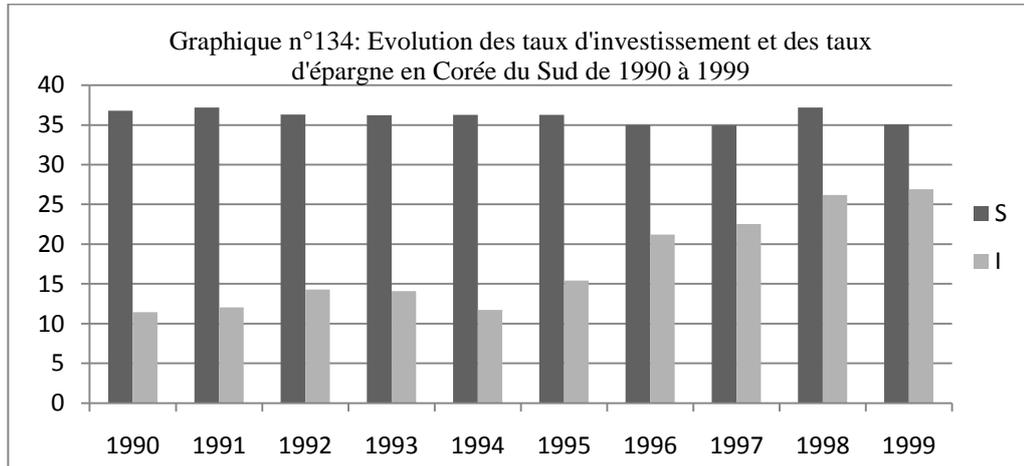
Ces taux d'épargne très élevés démontrent que le pays n'a pas connu une insuffisance d'épargne, à l'exception de l'année 1995 où on enregistre une insuffisance d'épargne faible (39,70% d'épargne face à 43,64% d'investissement).

vi. En Corée Sud

L'épargne nationale en Corée du Sud a été très élevée en Corée du Sud entre 1990 et 1999. Le taux d'épargne le plus bas a été 35% et réalisé en 1996.

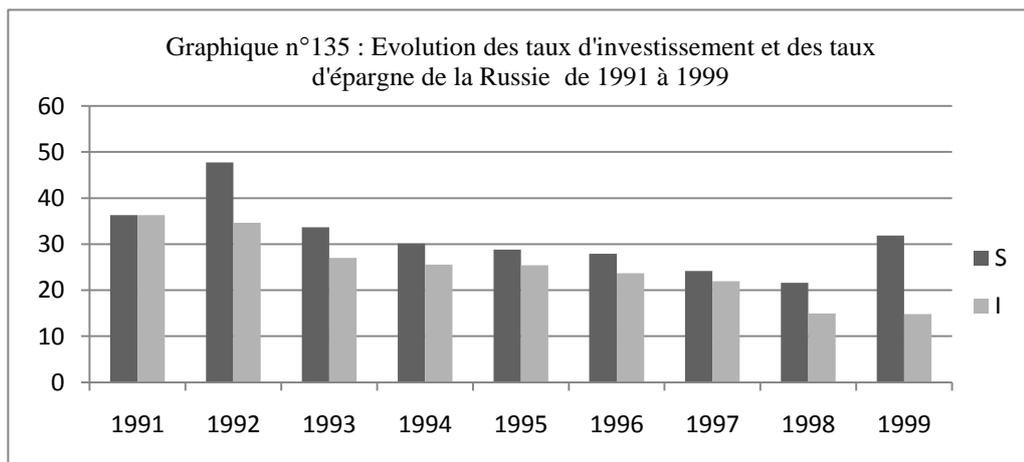
Néanmoins, on remarque que ce taux a régressé au début de la crise asiatique pour remonter en 1998.

Pour la Corée du Sud, le pays ne montre pas d'insuffisance d'épargne malgré l'excès d'investissement remarqué.



vii. En Russie

Le graphique n°135 montre que l'épargne nationale de la Russie est élevée en 1992 avec un taux de 47,70%. Mais, ce taux commence à régresser fortement en réalisant 21,63% en 1998. Ce qui représente une forte régression estimée de plus de 55%.

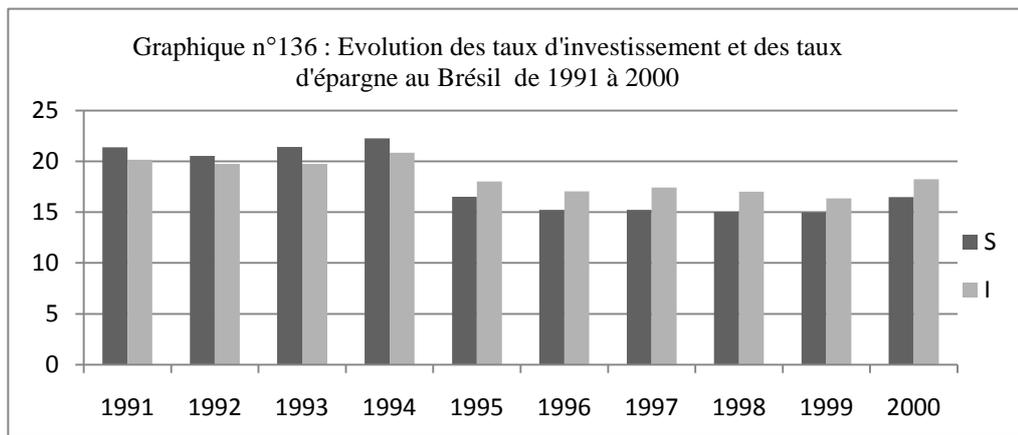


En Russie, l'insuffisance d'épargne n'apparaît pas pendant la crise. Si le taux d'investissement est en recul et la balance courante présente un solde

excédentaire, on peut constater que le pays a compté sur ses ressources pétrolières.

viii. Au Brésil

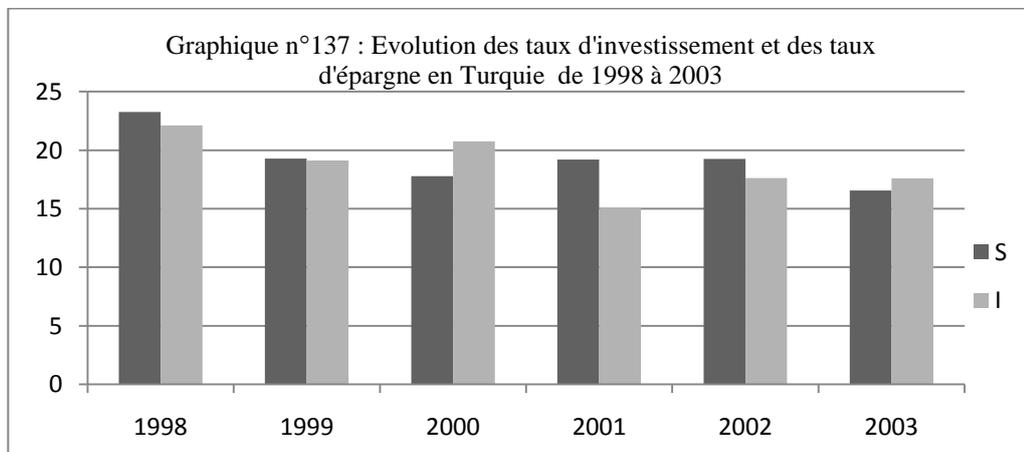
Le graphique n°136 montre que l'épargne nationale du Brésil est élevée en 1994 avec un taux de 22,25%. Mais, ce taux commence à se régresser jusqu'à ce qu'il atteigne son niveau le plus bas en 1999.



On peut, aussi, observer que le pays a connu une insuffisance d'épargne avant la crise brésilienne de 1999, à partir de 1995 et qui continue jusqu'à 2000.

ix. En Turquie

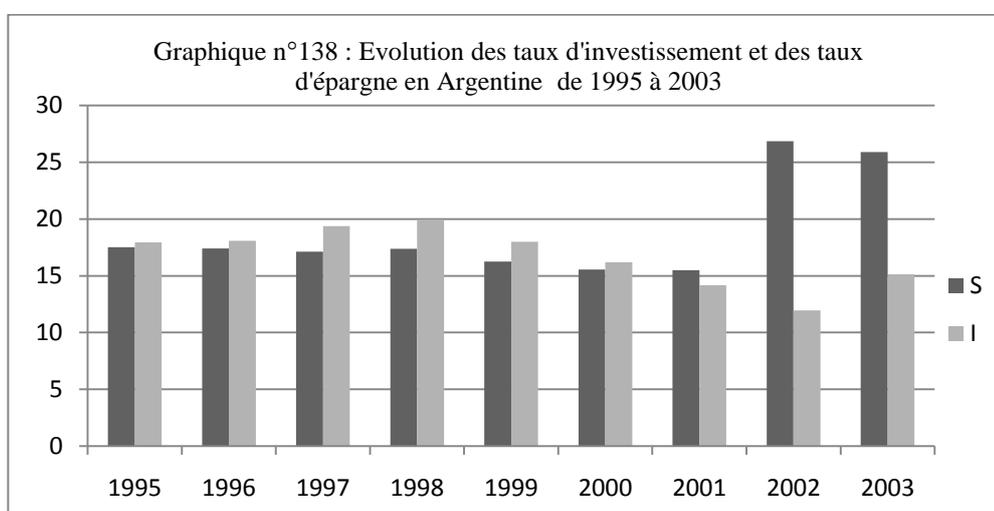
Le graphique n°137 montre que l'épargne nationale de la Turquie commençait à régresser avant la crise turque de 2000. On enregistre 23,27% en 1998 et 19,27% en 1999.



Le graphique permet, aussi, de voir que le pays ne souffre pas d'insuffisance d'épargne à l'exception de l'année de 2000 où on remarque un taux d'investissement de 17,77% et un taux d'épargne de 20,76% en 2000.

x. En Argentine

Le graphique n°138 montre que l'épargne nationale de l'Argentine se stabilise, entre 1995 et 1998, dans des niveaux d'épargne d'environ de 17%. Ensuite, ce taux baisse en 1999 et 2000 à 16% et 15%. Pendant la crise, l'épargne nationale augmente considérablement en atteignant 25% et 26%.



En comparant les taux d'épargne avec les taux d'investissement, il apparaît clairement une insuffisance d'épargne, avant la crise, surtout en 1998. Cette insuffisance est apparue, aussi, pendant la crise.

En observant l'ensemble des variations de l'épargne nationale des pays émergents avant et pendant les crises, on peut ressortir trois remarques :

- les pays asiatiques ne souffraient pas de problème d'insuffisance d'épargne avant et pendant la crise asiatique. On a enregistré des taux d'épargne très élevés. Par contre, ils font apparaître des taux d'investissement excessifs. Ce qui laisse à présager que la comparaison entre des taux d'épargne très élevés et des taux d'investissement excessifs pourrait apparaître une insuffisance d'épargne. Cela est le cas

pour la Thaïlande, la Malaisie, l'Indonésie et le Philippines mais pas pour la Corée du Sud ;

- les pays d'Amérique Latine, touchés par les crises, semblent souffrir du problème d'insuffisance d'épargne. Le Mexique, le Brésil et l'Argentine font apparaître une insuffisance d'épargne malgré des taux d'investissement qui ne sont pas très élevés par rapport ceux relevés sur les pays asiatiques ;
- la Turquie et de la Russie ne font pas apparaître une insuffisance d'épargne avant leurs crises respectives. Mais, ils font apparaître une régression de leur taux d'épargne à un point où on enregistre une insuffisance d'épargne en 2000 pour la Turquie.

Au total, on peut mettre en cause l'insuffisance d'épargne au Mexique, au Brésil, en Argentine, et l'excès d'investissement dans les pays asiatiques.

Finalement, et partant de cette étude sur les causes possibles des crises des pays émergents, on peut faire la relation entre les causes possibles et le pays qui en a souffert avant la crise :

- Surévaluation réelle (Mexique, Russie, Argentine, Turquie) ;
- Perte de compétitivité (Mexique, Thaïlande, Philippines, Malaisie, Indonésie, Corée du Sud, Russie, Brésil, Turquie, Argentine) ;
- Excès d'endettement extérieur (Mexique, Thaïlande, Indonésie, Philippines, Malaisie, Russie, Brésil, Argentine, Turquie)²⁰¹ ;
- Déficit public excessif (Brésil, Argentine, Russie, Turquie) ;
- Inflation (Turquie) ;
- Excès d'endettement domestique (Corée du Sud, Thaïlande, Indonésie, Malaisie, Philippines) ;
- Insuffisance d'épargne (Mexique, Philippines, Brésil, Argentine) ;

²⁰¹ Argentine, Turquie, Russie et le Mexique se sont endettés en devises.

- Excès d'investissement (Thaïlande, Indonésie, Malaisie, Corée du Sud).

Dans ce troisième chapitre, on a essayé de relater les faits qui ont marqué les crises des pays émergents de la crise mexicaine de 1994 à la crise argentine de 2001. Dans cette étude, on a fait la distinction entre les événements d'avant crise et de la période de la crise.

Cet examen de ces deux périodes a permis de ressortir des éléments qui peuvent expliquer, avec plus de détails et de précision, comment les crises des pays émergents se déclenchent et se manifestent ? Cela fera l'objet du quatrième chapitre.

Chapitre 4.

Modèle explicatif de la manifestation des crises des pays émergents et des scénarios possibles de leur déclenchement

Section 1 : Modèle explicatif de la manifestation des crises des pays émergents

Section 2 : Les scénarios possibles du déclenchement des crises des pays émergents

*"Savoir ce que tout le monde sait, ce n'est rien savoir.
Le savoir commence, là où commence, ce que le monde ignore.
La vraie science est située au-delà de la science"
Rémy DE GOURMAND*

Introduction

L'observation et l'analyse des manifestations extérieures des crises et des causes possibles, illustrées dans le chapitre précédent, permettent de faire la différence entre deux importantes périodes qui sont nécessairement indispensable d'étudier profondément pour comprendre ces phénomènes touchant régulièrement les pays émergents depuis 1994 à 2001.

La première période est celle qui a précédé les crises. Il s'agit des faits et des événements qui ont été à l'origine de ces crises. Ces faits sont le résultat de stratégies et de politiques économiques menées par les pays émergents. L'étude de cette période permettra de voir ce qui a conduit ces pays à la situation de la crise.

Par contre, la deuxième période concerne la période de la crise. Il s'agit des séries d'événements économiques qui justifient la situation de la crise. Cette période voit la crise se manifester sur le terrain par une succession de défaillances économique et de déséquilibres fonctionnelles.

Ce chapitre examinera, donc, ces deux périodes dans les deux sections :

- la première section : consiste à développer un modèle explicatif des crises des pays émergents ;
- la seconde section se penchera sur la conception de plusieurs scénarios possibles de ces crises.

I. Modèle explicatif de la manifestation des crises des pays émergents

Cette section consiste à démontrer comment les crises des pays émergents se manifestent dans le terrain. Cette démonstration vise à révéler que ces crises ne doivent pas être traitées dans son ensemble. Il s'agit de démêler les faits qui font que les crises se déclenchent et les autres événements qui présentent comment elles se concrétisent dans le terrain.

Pour illustrer cela, on développe un modèle explicatif qui illustre un processus d'évènements touchant l'économie du pays émergent. Ce modèle sera construit à partir de l'observation et l'analyse faites dans le chapitre précédent. A partir des éléments recueillis, on fera la liaison entre les manifestations extérieures pour ressortir un processus logique et cohérent qui peut expliquer la période de crise. Avant cela, on analysera les manifestations extérieures des crises par pays pour démontrer qu'elles se réalisent de manière identique dans tous les pays émergents étudiés.

A. Analyse des manifestations extérieures des crises par pays

L'observation des manifestations extérieures des crises des pays émergents ont révélé des comportements économiques qui sont le produit des réactions à des faits économiques imposés sur le pays en question suite aux politiques et aux structures économiques inadaptés et suivies toute la longue période de l'avant crise.

a. Mexique

La manifestation de la crise du Mexique de 1994 s'est concrétisée dans le terrain progressivement. *En premier lieu*, la crise mexicaine a débuté, en 1994, par une attaque spéculative qui a provoqué une forte dévaluation du taux de change du peso mexicain par rapport au dollar. Entre la fin de 1993 et 1994, on

peut observer une variation de change de 71,5%. Cette détérioration de la valeur de la monnaie mexicaine est la conséquence directe des sorties massives des capitaux à partir de 1994.

Cette attaque spéculative est intervenue dans un moment où les investisseurs étrangers ont développé des anticipations pessimistes sur l'état de l'économie mexicaine. Ils concluent que le gouvernement est incapable de faire face aux demandes de plus en plus fortes de monnaie étrangère alors que les quantités offertes de la monnaie étrangère se réduisent. En conséquence, le taux de change se déprécie. Cette dépréciation provoque des pertes considérables pour les investisseurs étrangers qui placent leurs capitaux dans le marché mexicain.

En effet, le gouvernement n'a pas pu résister à ces attaques et à laisser sa monnaie flotter. Le fort déséquilibre entre la demande et l'offre de la monnaie étrangère a été la cause de l'incapacité des autorités monétaires de maintenir la parité du taux de change. L'entrée de monnaies étrangères se fait de plus en plus faible et leurs sorties est de plus en plus grande.

Les avoirs de réserves de change s'amenuisent et la conséquence est que le gouvernement mexicain laisse tomber le système de taux de change fixe. Alors, le système de change passe au système de change flottant. Ce flottement entraîne la forte dépréciation de la monnaie nationale. Cette dépréciation se poursuit pendant l'année 1995.

En deuxième lieu, les autorités monétaires mexicaines font recours aux taux d'intérêt à court terme comme conséquence directe et prévisible des sorties massives des capitaux du Mexique en 1994. Elles font augmenter ces taux d'intérêt à court terme pour freiner les sorties de ces capitaux et attirer d'autres capitaux qui pourraient compenser celles déjà sorties.

Le gouvernement espère de cette démarche de persuader les investisseurs étrangers de laisser leurs capitaux au Mexique et d'attirer de nouveaux capitaux étrangers. La hausse des taux d'intérêt à court terme permettra pour les investisseurs étrangers de bénéficier de revenus supplémentaires. L'objectif est de redonner confiance dans le marché mexicain et de témoigner de sa qualité. Il

s'agit de montrer que l'économie mexicaine offre encore des opportunités de profits. On enregistre qu'en 1995, les taux d'intérêt à court terme atteignaient 48,24 % alors qu'en 1994 étaient que 14,68%.

En troisième lieu, cette hausse des taux d'intérêt à court terme a provoqué l'augmentation des *spreads* de taux d'intérêt. En effet, on enregistre un taux de 19,60%, en 1995, alors qu'en 1994, il était de 4,27%. Cette hausse du *spread* en 1995 est la conséquence de l'augmentation des taux d'intérêt à court terme pendant la même année.

En 1993, le *spread* de taux d'intérêt est très faible par rapport à l'année 1995. Les anticipations affichaient encore des bons points pour l'investissement au Mexique et, de ce fait, les investisseurs font d'avantage de confiance des possibilités de profits dans le marché mexicain. Alors, ils amènent leurs capitaux sans que le Mexique n'ait besoin de hausser ses taux d'intérêt pour les attirer.

Après 1995, les *spreads* restaient élevés car les conséquences de la crise ont provoqué des craintes des investisseurs d'investir de nouveau au Mexique. Pour cela, les taux d'intérêt restaient relativement élevés pour attirer les capitaux extérieurs.

Cette période d'après crise pour le Mexique coïncide avec le déclenchement d'autres crises, notamment au Brésil et en Argentine. Leurs effets sur l'économie mexicaine se fait, aussi, sentir.

Dans un *quatrième lieu*, les sorties massives des capitaux et la dépréciation du taux de change ont fait que l'activité économique au Mexique a chuté.

Effectivement, les sorties des capitaux à partir de 1994 a provoqué l'arrêt du financement de l'économie mexicaine. En effet, on remarque qu'en 1995, le taux de croissance a été environ -6,3% alors qu'en 1994 était 4,45%. Cette chute de l'activité économique a été observée dans la part de la consommation dans le PIB. En 1995, la part de consommation dans le PIB a baissé à -8,44% alors qu'elle était 4,35 en 1994.

En dernier lieu, la balance courante du Mexique pendant la crise de 1994 est touchée par le fait de la chute de la croissance et du ralentissement économique.

En 1994, la balance courante a enregistré un déficit de -29662 millions de dollars et -1577 millions de dollars en 1995. Dans la première année de la crise, le déficit de la balance courante a été nettement supérieur à ce de la deuxième année. Ce qui explique la forte chute de l'activité économique en 1995 par rapport à 1994. C'est le déficit de la balance courante de 1994 qui a provoqué un ralentissement économique plus grande par rapport à 1994. Le solde négatif de la balance n'a pas permis de dégager les revenus nécessaires pour créer assez d'investissement en la prochaine production, celle de 1995.

b. Thaïlande

Le premier pays touché par la crise asiatique est la Thaïlande. Cette crise s'est manifestée dans ce pays à partir de mars 1997 jusqu'à la fin de 1998.

Elle s'est révélé, *en premier lieu*, par la chute de la monnaie thaïlandaise « *le baht* » suite à une première attaque spéculative. Les premières sorties massives des banques thaïlandaises se réalisaient en mars 1997.

Cette première attaque spéculative sur la monnaie thaïlandaise est survenue comme conséquence directe de la dégradation de la balance courante du pays. Les investisseurs étrangers avaient peur que la dégradation de la balance courante ne permet pas au pays de dégager des avoirs de réserves de change suffisantes de maintenir le système de taux de change fixe pratiqué. Ils avaient, donc, anticipé de l'incapacité de la dégradation de la monnaie nationale.

La dévaluation du taux de change a été intense puisqu'on enregistre une variation de change de 63,5% entre la fin de 1996 à la fin de 1998.

En deuxième lieu, les autorités monétaires de ce pays ont fait augmenter les taux d'intérêt à court terme face à cette forte dévaluation de la monnaie thaïlandaise pour espérer freiner la sortie des capitaux et redonner confiance

dans le marché thaïlandais. En 1997, ces taux étaient de 14,59% et de 13,02% en 1998.

En observant l'évolution des ces taux d'intérêt de 1997 à 2006 dans le graphique, on constate facilement que ces taux enregistrés sont très élevés. Ils ont commencé à baisser à partir de 1999 pour se stabiliser.

En troisième lieu, les *spreads* de taux d'intérêt en dollar ont, aussi, sensiblement augmenté. L'évolution observée de ces écarts montre qu'ils représentaient 1,8% en 1997 et 6,9% en 1998. Ce dernier écart est le plus élevé jamais réalisé de 1990 à 2006 à l'exception de l'année 2004 où on enregistre 7,6%.

Ces taux d'intérêt n'ont pas augmenté dans la première année de la crise asiatique car les sorties de capitaux commençaient à se réaliser qu'à partir de la fin de 1997. Suite à cela, la réaction des acteurs économiques au Thaïlande apparait qu'en 1998. Ils voulaient proposer des taux d'intérêt plus élevés aux investisseurs pour les amener à laisser leurs capitaux dans le marché du pays.

En quatrième lieu, les sorties de capitaux ont entraîné l'arrêt de financement de l'activité économique en Thaïlande. Cela a provoqué une chute de l'activité qui s'était ressenti dès la première année de la crise puisque le taux de croissance enregistré dans l'année 1997 était de -1,37% par rapport à 5,9% dans l'année précédente 1996. Ce ralentissement de l'activité s'est poursuivi et on réalise une nouvelle chute, en 1998, avec un taux de croissance de -10,5%.

En dernier lieu, la balance courante de la Thaïlande se dégrade, en 1997, mais pas en 1998 suite à la chute de l'activité. L'année 1998 marque, par contre, un solde positif.

c. Philippines

Le Philippines est le deuxième pays touché par la crise asiatique. La manifestation de cette crise débute à partir de juillet 1997.

En premier lieu, cette crise se manifeste dans ce pays par une forte chute du peso Philippin, jusque-là arrimé au dollar américain. Les autorités monétaires du pays ont décidé, le 11 juillet 1997, de laisser flotter la monnaie nationale.

En 1997, le taux de change au pays a enregistré une dépréciation de 39,675% et de 39,059% respectivement en 1997 et 1998. La variation de change a été de 47,7% entre 1996 et 1998.

En deuxième lieu, les autorités monétaires du Philippines ont fait augmenter les taux d'intérêt à court terme pour tenter de convaincre les investisseurs de ne pas transférer leurs capitaux à l'étranger et les laisser dans le marché Philippin.

Ces taux d'intérêt à court terme étaient de 16,16% en 1997 et de 13,9% en 1998. Ils représentent les taux les plus élevés jamais observés dans l'économie de ce pays de 1997 à 2006.

Le gouvernement philippin a remarqué que l'augmentation du taux d'intérêt à court terme en 1997 n'a pas suffi pour freiner les sorties de capitaux. Alors, il décide de baisser ces taux en 1998.

En troisième lieu, la forte hausse des taux d'intérêt à court terme ont fait augmenter les *spreads* de taux d'intérêt. En 1997 et 1998, ces derniers ont atteint des niveaux très élevés et jamais réalisés dans toute la période entre 1990 à 2008.

En quatrième lieu, les sorties des capitaux du pays ont eu de l'effet sur la croissance économique. L'évolution du taux de croissance, entre la période de 1990 à 2007, a montré que les seules fois que ce taux descend au dessous de zéro étaient en 1991 et en 1998.

Celle de l'année 1998 est significative car elle se réalise dans un contexte de crise. En 1996, le taux de croissance était de 5,84%, il passe à 5,18% en 1997 et il chute à -0,57% en 1998.

En dernier lieu, la balance courante enregistrait un déficit en 1997 et un faible excédent en 1998 suite au ralentissement économique pendant la crise.

Cependant, elle enregistre des déficits réguliers de 1990 à 1997. Ce qui traduit que la crise asiatique au Philippines étaient précédées par des déficits répétés pendant 8 ans. Ce déficit a repris après la crise jusqu'à 2001 et il disparaît après cette année pour atteindre son niveau supérieur en 2006.

d. Indonésie

L'Indonésie est le deuxième pays touché par la crise asiatique. *En premier lieu*, la monnaie indonésienne « *le Rupiah* » a chuté devant le dollar pendant la crise asiatique de 1997-1998. En 1997, le taux de change était de 4650, en 1997, et 8025, en 1998. Ce qui a entraîné une chute de 244,5% entre le taux de change réalisé en fin de 1996 et en fin 1998.

En deuxième lieu, la sortie massive des capitaux a, aussi, fait réagir les autorités monétaires du pays. Ils ont augmenté les taux d'intérêt à court terme pour freiner le phénomène de fuite de ces capitaux. Les taux d'intérêt à court terme, observés en 1997 et 1998, étaient les plus élevés de 1997 à 2007. Ils étaient 27,82% en 1997 et 62,79 en 1998.

En troisième lieu, les *spreads* de taux d'intérêt n'ont pas augmenté comme les autres pays touchés par les crises jusqu'à présent. On observe qu'ils sont les plus faibles de 1990 à 2006.

On peut expliquer cette divergence par le fait que les taux d'intérêt les plus bas, comme les bons de trésor, ont été, aussi, augmenté similairement à l'augmentation des taux d'intérêt à court terme. Pour cela, l'écart entre les taux les plus élevés et les plus bas n'est pas grand.

En quatrième lieu, l'économie indonésienne a connu un profond ralentissement en 1997 et 1998. Après avoir enregistré un taux de croissance de 7,54% en 1996, ce taux a baissé à 4,69% en 1997 et à -13,12% en 1998. Les sorties massives des capitaux peuvent avoir causé un arrêt de financement de l'économie indonésienne.

En dernier lieu, la balance courante de l'Indonésie présentait un déficit en 1997 et un faible excédent en 1998. Cela est la conséquence du ralentissement

économique provoqué les sorties massives des capitaux et de l'augmentation des taux d'intérêt à court terme.

d. Malaisie

En Malaisie, la crise asiatique s'est manifestée, *en premier lieu*, par la dégradation de la valeur de la monnaie Malaisienne. Le taux de change observé en 1994 est de 2,51% et de 2,89% en 1998. Même, si cette dévaluation n'est pas, aussi, inquiétante par rapport à celles enregistrés dans les autres années, mais elle reflète un renversement de la valeur de la monnaie de la Malaisie avant et pendant la crise. Entre la fin de 1996 et 1998, la variation de change était de 51%.

En deuxième lieu, le pays tente de réagir face à la dévaluation de la monnaie. Pour cela, les autorités monétaires décident d'élever les taux d'intérêt à court terme. On enregistre que ces taux affichaient 7,61% en 1997 et 8,46 % en 1998. Ces taux d'intérêt traduisent une hausse considérable par rapport aux taux enregistrés après la crise.

En troisième lieu, les *spreads* de taux d'intérêt enregistrés pendant la crise sont un peu élevés par rapport à ceux qui ont été observé dans les autres années. En 1997, cet écart était à 2.85% et 3,62% en 1998.

En quatrième lieu, il y a eu un ralentissement de l'activité. Le taux de croissance qui était de 10% en 1996, affichait 7,32% en 1997. Ce ralentissement s'est amplifié en 1998 avec un taux de croissance de -7,35%.

En dernier lieu, la balance courante de la Malaisie a affiché un déficit en 1997 et un faible excédent en 1998. Néanmoins, on retient des déficits répétés qui ont précédé la crise de 1990 à 1997.

f. Corée du Sud

La crise asiatique pour la Corée du Sud a débuté, *en premier lieu*, par la dégradation de la monnaie sud-coréenne. Le taux de change a réalisé 951 en

1997 et 1400 en 1998. Cette variation est la plus hausse de 1990 à ce jour. Elle est de 74,2%.

En deuxième lieu, les taux d'intérêt à court terme ont augmenté fortement en 1997 et 1998. Ils ont atteint 13,4% en 1997 et 15,2% e, 1998. Ces taux sont les plus hausses jamais observés jusqu'à présent.

En troisième lieu, les *spreads* de taux d'intérêt ont, aussi, augmenté pendant la crise et, particulièrement, en 1998. Au cours de cette année, le *spread* a atteint 3,62%. Ce chiffre présente le plus grand écart jamais réalisé de 1990 à 2006 à l'exception de celui de 2004.

En quatrième lieu, la crise asiatique a, aussi, entraîné un ralentissement de l'activité économique de la Corée du Sud. Le taux de croissance qui était 6,99% en 1996, affichait 4,65% en 1997. Ce taux a continué à baisser en réalisant -6,85%, en 1998.

En dernier lieu, la balance courante a été, également, touché par la crise, en 1997, en affichant un fort déficit. Ce déficit est considéré le dernier de plusieurs déficits répétés et observés de 1990 à 1997. En 1998, on remarque un faible excédent de la balance courante.

g. Russie

La crise russe de 1998 se manifeste suite à la crise asiatique. *En premier lieu*, la monnaie du pays s'est fortement dépréciée entre 1998 et 1999. On enregistre une variation de change de 246,5%.

En deuxième lieu, le gouvernement russe fait augmenter les taux d'intérêt à court terme en 1998. Ils s'élèvent à 50,56% après les 20,97% en 1997.

En troisième lieu, les *spreads* de taux d'intérêt ont augmenté en réalisant 24,74%. Cet écart est moins élevé que les années 1995 et 1996. Toutefois, il explique la réaction de l'augmentation des taux d'intérêt à court terme.

En quatrième lieu, la croissance économique en Russie a reculé en 1998. Elle a atteint -5,3% après avoir 1,39% en 1997.

En dernier lieu, la balance courante de la Russie a chuté en 1998 par rapport aux années passées. Elle affichait un faible excédent de 219 millions de dollars. Par contre, cette balance a connu un déficit de -803 millions de dollars 1997.

h. Brésil

La crise brésilienne de 1999 s'est, également, manifestée par une dépréciation de la monnaie nationale à partir de 1999 et a continué sa chute jusqu'à 2002. On a enregistré une variation de 192,2% entre 1998 et 2002.

En deuxième lieu, le gouvernement brésilien réagit face à cette dévaluation de la monnaie. Il fait augmenter les taux d'intérêt à court terme en 1999. Ces taux affichaient 26,39% dans cette année.

En troisième lieu, les *spreads* de taux d'intérêt ont augmenté fortement en atteignant 54,42%. Cette augmentation est la conséquence de l'augmentation des taux d'intérêt à court terme.

En quatrième lieu, l'activité économique dans le pays a chuté suite à la sortie des capitaux et l'augmentation des taux d'intérêt à court terme. Le taux de croissance a atteint 0,3% en 1999 après 3,33% en 1997.

En dernier lieu, la balance courante affichait un déficit pendant la crise suite au ralentissement de l'activité.

i. Turquie

La chute de la monnaie turque marque *la première étape* de la crise turque qui s'est manifesté de 2000 jusqu'à 2002. La variation de change entre l'année 2000 et 2002 est de 203,8%.

En deuxième lieu, les autorités turques font augmenter les taux d'intérêt à court terme à 73,53% en 1999 et 91,95% en 2001 pour faire face aux sorties massives des capitaux.

En troisième lieu, l'activité économique chute en 2001 avec un taux de croissance de -5,69%. Suite à cela, *et en dernier lieu*, la balance courante de la Turquie affichait en 2000 un déficit violent qui est -9767 millions de dollars.

j. Argentine

La crise argentine de 2001 a commencé par une forte dévalorisation de la monnaie nationale qui est de l'ordre de 232% entre 2001 et 2002.

En deuxième lieu, le gouvernement argentin fait augmenter ses taux d'intérêt à court terme. Elles s'élèvent à 24,9% en 2001 et 41,35% en 2002.

En troisième lieu, les *spreads* de taux d'intérêt ont été, aussi, augmentés de 11,45% en 2001 et 12,43% en 2002 suite à l'augmentation des taux d'intérêt à court terme.

En quatrième lieu, l'activité économique chutait en 2001 et en 2002. Le taux de croissance affichait -4,4% et -10,89% respectivement. *En cinquième lieu*, la balance courante réalise un déficit en 2001.

L'analyse des manifestations des crises par pays permet de ressortir les deux remarques suivantes :

- la manifestation des crises des pays émergents peut être observée à partir de cinq étapes ou phases. Néanmoins, l'analyse de la manifestation de la crise turque fait ressortir que quatre étapes d'observation car les données relatives à l'évolution des *spreads* ne sont pas disponibles et, à cette raison, on ne pouvait pas analyser cette étape de progression de la crise turque ;
- la progression de la crise dans les pays émergents dans le terrain se déroule d'une manière fortement identique.

Suite à ces deux remarques, on peut développer un modèle explicatif pour illustrer les manifestations des crises des pays émergents.

B. Présentation du modèle explicatif de la manifestation des crises des pays émergents

Les analyses des manifestations des crises par pays soulèvent la possibilité d'uniformiser une représentation du phénomène de la manifestation des crises dans les pays émergents. Cette présentation s'exprime par un modèle explicatif purement théorique.

Dans ce modèle théorique, on tentera d'expliquer la progression des évènements qui se déroulent à des temps différents et de faire la liaison entre ces évènements. On qualifiera chaque évènement, son explication théorique et la liaison qui le relie avec un autre évènement par une « *phase* ». Le modèle explicatif contient cinq phases qui seront précédées d'une introduction au modèle.

a. Introduction du modèle

Il s'agit d'un pays ou d'un ensemble de pays émergents qui ont opté pour le système de change fixe. Ce système permet de laisser fluctuer la valeur de la monnaie dans les limites d'une bande. La plupart des pays émergents des pays émergents ont arrimé la valeur de leur monnaie au dollar.

Les investisseurs étrangers ont transféré leurs capitaux dans ces pays car ils montrent des fortes opportunités de profits. Ces capitaux représentent des financements à court terme qui sont utilisés d'une manière renouvelée dans ces pays. Ces derniers utilisent ces capitaux pour financer leur forte croissance.

Ces investisseurs sont attentifs au moindre signe favorable ou défavorable lié à la situation financière et économique des pays émergents. Ces signes

renforcent la confiance ou la méfiance dans ces pays. Ils sont prêts à n'importe quel moment à faire sortir leurs capitaux.

b. Première phase

Quand la situation macroéconomique du pays émergent commence à se dégrader, les investisseurs étrangers expriment de sérieux doutes sur la capacité du pays à réaliser les performances économiques nécessaires pour atteindre des taux de croissance élevés. La confiance dans ce pays diminue et il reste d'attendre le moment fatidique que les investisseurs pensent convenable pour lancer leurs attaques spéculatives.

Les investisseurs étrangers jugent que le moment opportun de lancer leurs attaques spéculatives quand ils estiment que le pays n'aura plus suffisamment d'avoires de réserves de change pour faire face aux fortes demandes de monnaies étrangères. Avant l'épuisement de ces avoires, les investisseurs jugent opportun de faire sortir massivement et brutalement leurs capitaux.

Effectivement, le pays émergent ne prend pas au sérieux les premières attaques spéculatives. Il satisfait leurs demandes de monnaies étrangères en puisant dans leurs avoires de réserves de change. Le gouvernement intervient pour maintenir la stabilité de la valeur de la monnaie nationale et préserver le taux de change d'équilibre. Les autorités monétaires préfèrent déplacer le taux de change d'équilibre vers le bas dans la même courbe de demande. Pour cela, elles augmentent leurs la quantité de devises par jour.

Quand les sorties des capitaux se multiplient et s'amplifient, les autorités monétaires seront incapables de satisfaire les demandes de monnaies étrangères car les avoires de réserves de change sont puisés. Elles sont contraintes de laisser tomber le taux de change d'équilibre dans la courbe de demande et le font déplacer vers une autre courbe de demande.

Cette mesure signifie que le gouvernement ne pouvait intervenir car il n'a pas les ressources financières pour intervenir en tant que régulateur dans le marché

de change. La conséquence de cette mesure est l'abandon du système de change fixe.

Le flottement de la valeur de la monnaie nationale par rapport aux monnaies étrangères va entraîner une dépréciation du taux de change car la demande des monnaies étrangères est plus forte que la demande de la monnaie nationale. Au-delà de 25% de dépréciation, une crise de change s'annonce dans ce pays émergent²⁰². Cette dépréciation est d'autant plus forte que l'intervention des autorités monétaires devient une nécessité.

c. Deuxième phase

Face à la dépréciation violente du taux de change, les autorités devraient intervenir pour deux objectifs. D'une part, la dévaluation de la valeur de la monnaie nationale ne doit pas continuer car elle est porteuse de pertes et d'effets néfastes pour l'économie nationale. D'autre part, les sorties massives de capitaux vont priver l'économie du pays d'un financement nécessaire pour sa croissance.

Pour ces deux raisons, le gouvernement fait augmenter fortement les taux d'intérêt à court terme pour freiner les sorties de capitaux et attirer d'autres capitaux de nouveaux investisseurs étrangers.

La fixation sur les taux d'intérêt à court terme a une explication. Les investisseurs étrangers sont toujours attirés par des revenus supplémentaires pour maximiser leurs profits. L'augmentation des intérêts signifie une opportunité d'élever leurs revenus et profits. L'échéance du court terme est déterminée sur la base de la durée de placement utilisée par les investisseurs étrangers.

L'augmentation des taux d'intérêt à court terme est une mesure gouvernementale décidée volontairement par le pays, lui-même, pour attirer plus de capitaux dans l'espoir de compenser ceux qui ont été déjà sortis du pays.

²⁰² Boyer R., Dehove M. & Plihon D. (2004), « Les crises financières », Rapport du Conseil d'Analyse Economique, La Documentation française, Paris, 2004, p. 14.

d. Troisième phase

Cette mesure d'augmentation de taux d'intérêt à court terme provoque une autre conséquence de la crise, marquant sa troisième manifestation extérieure. Il s'agit de la hausse des *spreads* de taux d'intérêt.

Les *spreads* de taux d'intérêt représentent l'écart entre les taux d'intérêt les plus élevés et les plus faibles. Ces *spreads* sont très élevés pendant la crise car ils montrent le recours du pays à l'augmentation des taux d'intérêt à court terme sans augmenter les autres taux d'intérêt les plus faibles.

La forte augmentation des *spreads* démontre la panique des autorités monétaires du pays face à la crise de change et à la sortie massive et brutale des capitaux. Cette panique s'exprime par le recours à l'augmentation des *spreads* comme mesure réactionnaire malgré qu'elle renforce le défaut de paiement.

Dans un pays souffrant de problèmes financiers, si les *spreads* de taux d'intérêts sont très élevés, la probabilité de ne pas pouvoir honorer aux obligations de verser des taux d'intérêt très élevés est très forte. Si un pays connaît un *spread* élevé, il est en difficulté financière. C'est un mal nécessaire dans une conjoncture de crise.

e. Quatrième phase

Les sorties massives des capitaux font que l'activité économique chute et la croissance économique affiche des taux négatifs. En effet, la crise provoque un ralentissement économique.

Les sorties massives des capitaux entraînent un arrêt de financement de l'économie du pays parce que la structure économique du pays est adaptée à l'épargne externe comme source de financement. Malgré le taux élevé d'épargne interne qui caractérise le pays, il reste insuffisant à financer le taux excessif d'investissement.

Si cette épargne externe mise à la disposition du pays par les investisseurs étrangers est retirée brutalement de l'économie du pays, cette dernière sera privée de ressources financières suffisantes pour sa croissance.

f. Cinquième phase

La crise touche, aussi, directement la balance courante. La chute de l'activité et le ralentissement économique suscitent la dégradation de cet élément de la balance des paiements.

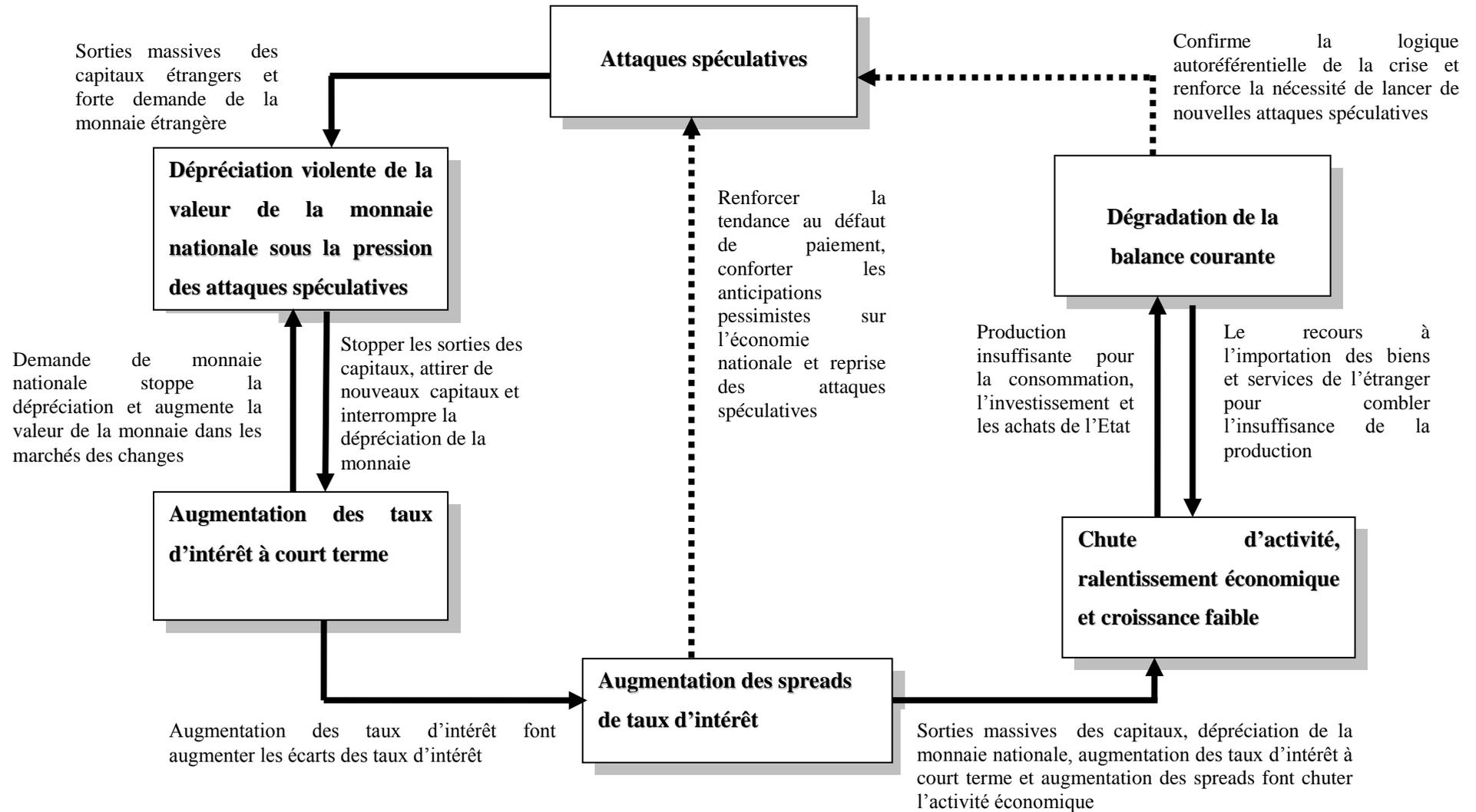
La baisse de la croissance signifie que le pays n'a pas pu produire une quantité de produits et de services suffisante à la consommation des ménages et des entreprises dans le marché local, à la consommation de l'Etat et à l'exportation.

Si la production ne suffit pas pour que le pays puisse exporter, le pays ne peut pas financer ses importations courantes et la balance courante affiche un déficit. Si la production ne suffit pour la consommation des ménages et des entreprises, le pays sera contraint d'importer des quantités supplémentaires de produits et de services pour compenser cette insuffisance de production. La quantité additionnelle des importations peut engendrer un déficit de la balance courante, surtout si les importations seront faibles.

En conclusion de cette présentation formalisée, on peut avancer l'approche autoréférentielle dans l'explication de ce modèle. On peut considérer l'avènement des manifestations des crises comme des phénomènes autoréférentiels. Les manifestations des crises se produisent comme des phénomènes autoréférentiels parce que les événements trouvent leurs repères dans d'autres événements et parce que les uns provoquent les autres.

C'est ainsi que le déficit de la balance courante renforce le sentiment de méfiance par rapport à l'économie du pays. L'attitude pessimiste gagne les esprits des investisseurs étrangers qui font davantage sortir leurs capitaux et la valeur de la monnaie continue sa dépréciation. A partir de cela, la crise se prolonge et reproduit les mêmes manifestations extérieures. Le graphique n° 139 présente un schéma illustratif du modèle.

Graphique n°139 : Schéma illustratif du modèle explicatif de la manifestation des crises des pays émergents



II. Les scénarios possibles du déclenchement des crises des pays émergents

Pareillement, cette section consiste à démontrer comment les crises des pays émergents se déclenchent. Il s'agit de présenter un synopsis des situations économiques qui ont entraîné le déclenchement des crises dans les pays émergents touchés par ces phénomènes. Cette démonstration vise, aussi, à renforcer l'idée de la différence existant entre la phase de la manifestation des crises et de leur déclenchement.

Pour illustrer cela, on développe des scénarios de déclenchement de crise aboutissants à une crise de change. Il s'agit de constituer des modèles explicatifs des événements économiques qui surgissent après la crise et qui provoquent le déclenchement de la crise. A partir des éléments retenus dans l'observation des causes possibles des crises des pays émergents, on fera la liaison entre ces causes possibles pour ressortir une explication logique et cohérente de période d'avant-crise. Avant cela, on analysera ces causes possibles par pays pour démontrer les grands traits des scénarios de crise proposés.

A. Analyse des causes possibles des crises par pays

L'observation des causes possibles des crises des pays émergents, dans le chapitre précédent, ont révélé des éléments importants à analyser pour comprendre la situation, dans son ensemble, qui fait que des événements économiques se sont déroulés, qualifiés de « *causes possibles* » des crises.

a. Mexique

L'étude des causes possibles de la crise mexicaine permet de ressortir un certain nombre d'éléments qui peuvent expliquer pourquoi le pays a subi les

perturbations et les difficultés économiques et financières enregistrées en 1994 et 1995.

Cette étude a permis de constater que l'économie mexicaine souffre, avant la crise de 1994, de :

- surévaluation réelle ;
- perte de compétitivité ;
- endettement extérieur excessif ;
- insuffisance d'épargne.

Tout d'abord, on remarque que le taux de change effectif réel est élevé entre 1991 et 1994 (voir le graphique n°66). Cela témoigne d'une surévaluation réelle de l'économie mexicaine pendant période considérée. Cette caractéristique peut expliquer le déficit de la balance courante et la balance commerciale entre 1990 et 1994 (voir le graphique n°72a et n°72b). Ce déficit est la conséquence de la faiblesse des exportations constatée entre 1990 et 1994 (voir le graphique n°72c). Ces mauvaises performances économiques démontrent que le pays était en perte de compétitivité pendant cette période qui a précédé la crise.

Ainsi, l'économie mexicaine s'est fortement endettée avant la crise de 1994 (voir le graphique n°82a). On peut observer entre 30 et 40 % rapporté au PIB pendant cette période. Cet endettement en dollar a été une lourde charge sur l'économie mexicaine. Cette dette en devise a provoqué la crise mexicaine lorsque les taux d'intérêt aux Etats-Unis ont monté en 1994. Alors, les intérêts payés sur la dette mexicaine explosent. Ce qui a contribué probablement à déclencher la crise.

Par ailleurs, l'économie mexicaine ne révèle pas, après la crise, l'existence d'un déficit public excessif. Le service de la dette publique n'est pas élevé par rapport au PIB (voir le graphique n°110b).

L'inflation n'apparaît pas avant la crise mais elle apparaît après la crise comme conséquence de la dévaluation violente du taux de change du real mexicain.

La politique monétaire de l'économie mexicaine ne laisse pas apparaître des signes d'être ni restrictive vis-à-vis les prêteurs étrangers ni de développer rapidement l'endettement domestique. L'encours de crédit rapporté au PIB n'est excessif puisqu'il est entre 30 et 40% (voir le graphique 120b).

Par contre, il y a eu avant la crise une baisse du taux d'épargne qui fait apparaître un déficit extérieur car il est insuffisant par rapport au taux d'investissement.

L'analyse de ces pistes permet de constater que les causes possibles les plus concernées par la crise mexicaine sont la surévaluation réelle de l'économie mexicaine, sa perte de compétitivité, l'endettement extérieur excessif (dettes en devises) et l'insuffisance de l'épargne.

b. Thaïlande

Suite aux observations des causes possibles de la crise asiatique étudiée sur la Thaïlande, on peut relever que le pays souffre de :

- perte de compétitivité ;
- endettement extérieur excessif ;
- endettement domestique excessif ;
- excès d'investissement.

La Thaïlande ne semble pas souffrir, avant la crise de 1997-1998, d'une surévaluation réelle. Mais, le pays montre une légère perte de compétitivité puisque le déficit de la balance courante, rapporté au PIB, apparaît entre 1990 jusqu'à 1997. La faiblesse des exportations dans les années de 1990 à 1994 explique ce déficit courant. La baisse de la demande enregistrée dans le marché mondial de l'électronique, en 1995-1996, est un élément qui justifie la baisse des exportations.

On observe, aussi, qu'avant la crise, la dette extérieure représente 60% du PIB, ce qui représente un endettement excessif. Ce qui aggrave le cas de la Thaïlande est qu'une partie importante de cette dette est en devises.

La Thaïlande ne semble pas souffrir du déficit public excessif et d'inflation. Ils n'apparaissent pas avant la crise. Seule l'inflation apparaît après la crise suite à la dévaluation de la monnaie nationale.

La politique monétaire fait apparaître un endettement domestique excessif. Par contre, le pays ne souffre pas d'insuffisance d'épargne même si l'excès d'investissement fait apparaître une insuffisance d'épargne pour financer le niveau excessif. Le graphique n°130 montre un taux d'épargne très élevé, avant la crise asiatique, même s'il ne parvient pas pour égaliser un taux d'investissement extrêmement élevé. Le pays souffre plus de cet excès d'investissement que d'insuffisance d'épargne.

De cela, on peut mettre en avant quatre causes possibles pour expliquer la crise asiatique en Thaïlande. Il s'agit de la perte de compétitivité, de l'excès d'endettement, d'un un excès d'endettement domestique et d'une insuffisance d'épargne.

c. Indonésie

Avant la crise asiatique, l'Indonésie présente des difficultés économiques liées à :

- la perte de compétitivité ;
- l'excès d'endettement domestique ;
- l'excès d'endettement extérieur ;
- l'excès d'investissement

L'Indonésie a connu un déficit de la balance courante de 1990 à 1997. Ce déficit trouve d'explication dans la stagnation des exportations dans la même période. Même si la balance commerciale ne montre pas de déficit avant la crise mais elle révèle un faible excédent qui peut venir de la faiblesse des importations. Ce bilan témoigne d'une perte de compétitivité qui pourrait venir d'une surévaluation réelle avant la crise.

Aussi, le pays a connu un endettement extérieur très élevé qui a atteint entre 60 et 73% avant la crise. Cet endettement est excessif. Après la crise, l'endettement a explosé surtout en 1998 où on enregistre 168%.

La dette publique et l'inflation n'apparaît pas avant la crise. Mais, on remarque que l'inflation a atteint un taux très élevé en 1998. Par contre, la politique monétaire a favorisé l'endettement domestique où on note un encours de 54% du PIB en 1996. Cet endettement domestique est excessif et a produit des comportements des agents économiques générant un risque moral.

L'Indonésie a un taux d'épargne très élevé qui dépasse 30% de 1990 à 1997 mais n'arrive pas à financer le taux d'investissement très élevé. Ce qui laisse apparaître une insuffisance d'épargne qui présente un problème d'excès d'investissement.

Cette analyse fait apparaître la perte de compétitivité, l'endettement extérieur excessif, l'endettement domestique excessif et l'excès d'investissement comme des éléments susceptibles d'entraîner le pays dans la crise asiatique.

d. Philippines

Le Philippines montre, aussi, avant la crise asiatique des faiblesses économiques qui peuvent provoquer cette crise. On a relevé les difficultés suivantes :

- surévaluation réelle ;
- perte de compétitivité ;
- endettement extérieur excessif ;
- excès d'endettement domestique ;
- insuffisance d'épargne.

L'économie du Philippines connaît une surévaluation réelle de 1992 à 1992 qui s'est poursuivie jusqu'en de 1997 à 2000. Pour cela, elle souffre d'une perte de compétitivité qui se révèle par le déficit de la balance courante et de la balance commerciale de 1990 à 1997. De même, les exportations étaient faibles et en recul de 1990 à 1996.

L'excès d'endettement extérieurs se révèle entre 1990 à 1997 qui atteint plus de 60% du PIB. Après la crise, les dettes extérieures s'explètent en 1998 en atteignant plus de 198% du PIB à cause des dévaluations et de la partie importante de ces dettes en devises.

Les dettes publiques ne sont pas très élevées avant la crise, ce qui confirme qu'il n'y a pas de déficit public. De même, l'inflation n'apparaît pas avant la crise.

La politique monétaire favorise l'endettement domestique puisque l'encours de crédit dépasse 50% et atteint 73%. Ce qui est certainement excessif. Par contre, on remarque une insuffisance de l'épargne, en dépit d'un faible taux d'investissement par rapport aux autres pays asiatiques touchés par la crise de 1997-1998.

De cela, on peut dire que les causes possibles pour l'Indonésie sont la surévaluation réelle, la perte de compétitivité, l'excès d'endettement extérieur, l'endettement domestique excessif et l'insuffisance d'épargne.

e. Malaisie

La Malaisie connaît, avant la crise asiatique, des difficultés économiques qui ont une relation directe avec le déclenchement de cette crise. Il s'agit de :

- surévaluation réelle ;
- perte de compétitivité ;
- endettement extérieur excessif ;
- excès d'endettement domestique ;
- excès d'investissement.

Le pays a surévalué son économie de 1990 à 1997. Les taux de change effectif réel confirment cette caractéristique pendant cette période. En même temps, il montre une perte de compétitivité. Sa balance courante déficitaire, sa balance commerciale déficitaire et la faiblesse des exportations témoignent de ce fait.

L'endettement extérieur est élevé entre 30 et 40% du PIB avant la crise. On ne voit ni de déficit public ni d'inflation apparaître avant la crise.

La politique monétaire favorise l'accès aux crédits. Ce qui permet à surgir un endettement domestique très élevé. La Malaisie ne souffre pas d'insuffisance d'épargne car elle permet de financer le taux d'investissement très élevé.

La Malaisie souffre, avant la crise, de surévaluation réelle et de perte de compétitivité, d'endettement extérieur, d'endettement domestique et l'excès d'investissement.

f. Corée du Sud

La Corée du Sud présente, avant la crise, des défaillances économiques qui concernent :

- la perte de compétitivité ;
- l'excès d'endettement excessif ;
- l'excès d'investissement.

L'économie coréenne ne semble pas souffrir de surévaluation réelle. Cela se témoigne par un faible taux de change effectif réel. Mais, elle semble souffrir de perte de compétitivité. On relève un faible déficit de la balance courante et un recul des exportations qui stagne avant la crise asiatique.

Avant la crise, la dette extérieure ne représente que 20% du PIB. Ce qui n'est pas excessif. Par ailleurs, le déficit public excessif et l'inflation n'apparaissent pas.

Par contre, la politique monétaire laisse apparaître des taux d'endettement domestique très élevés. Aussi, le taux d'épargne est insuffisant pour financer un taux d'investissement très élevés mais pas excessif.

En somme, on peut relever deux importantes causes qui ont entraîné le déclenchement de la crise asiatique en Corée du Sud. Il s'agit de la perte de compétitivité, de l'endettement domestique excessif et d'un investissement très élevé.

g. Russie

L'analyse des causes possibles de la crise russe de 1998 révèle que la Russie souffrait, avant ce phénomène, de :

- surévaluation réelle ;
- perte de compétitivité ;
- endettement extérieur excessif ;
- déficit public excessif.

L'économie russe connaît une forte surévaluation réelle de 1995 à 1998. Les taux de change effectif réel sont très élevés et témoignent de cette surévaluation. En conséquence, elle souffre de perte de compétitivité. Le faible excédent de la balance courante et les faibles exportations, avant la crise, justifient cette caractéristique²⁰³.

Avant la crise, la dette extérieure représente 30% du PIB. Avec la remontée des taux d'intérêt sur le dollar et les dévaluations, l'endettement extérieur s'accroît en raison de l'importance de la dette en devises qui a atteint 51%.

Le déficit public apparaît, avant la crise, puisqu'il est très élevé. Il vient des paiements d'intérêt sur la dette. Par ailleurs, l'inflation n'apparaît pas avant la crise. La politique monétaire ne laisse pas apparaître un encours rapide des crédits. Il s'agit de 30 à 40% du PIB. Ces taux peuvent paraître excessifs puisqu'ils avoisinent ce qu'on a observé dans le cas des pays asiatiques. Mais, ce n'est pas le cas en Russie car ces crédits sont destinés à l'achat des bons de trésor émis par le gouvernement russe pour absorber le déficit des dettes publiques. Ce qui signifie qu'on ne peut traduire cet encours aux crédits comme un endettement domestique extérieur. Également, l'insuffisance d'épargne n'apparaît pas car les taux d'épargne parviennent à financer le faible taux d'investissement et à dégager un excédent considérable.

Les causes possibles de la crise russe pouvant jouer un rôle dans le déclenchement de ce phénomène sont la surévaluation réelle, la perte de

²⁰³ La Russie est un pays exportateur de matières premières.

compétitivité, l'excès d'endettement extérieur (dettes en devises) et le déficit public excessif.

h. Brésil

Avant la crise brésilienne, le Brésil souffrait de :

- perte de compétitivité ;
- endettement extérieur excessif ;
- déficit public excessif ;
- insuffisance d'épargne.

Le Brésil ne montre aucuns signes, avant la crise, qui peuvent relever qu'il y a une surévaluation réelle de l'économie brésilienne. Mais, le déficit de la balance courante montre l'existence d'une perte de compétitivité. Les faibles exportations de 1995 à 1998 confirment ce constat.

L'endettement extérieur est très élevé et représente 30% du PIB. Après les dévaluations, l'endettement extérieur s'accroît mécaniquement en raison de l'importance de la dette en devises.

Le déficit public apparaît en Brésil, avant la crise, en raison des dettes publiques très élevées en 1998. Les déficits viennent des paiements d'intérêts des dettes. L'inflation n'apparaît pas avant la crise.

La politique monétaire est restrictive par rapport aux prêteurs étrangers mais les crédits intérieurs ont accru rapidement et qui oscillait de 30 à 40%. A partir de 1994, le taux d'épargne recule en raison de la faiblesse de l'épargne privée et de l'importance du déficit public.

La perte de compétitivité, l'endettement extérieur excessif, le déficit public excessif et l'insuffisance d'épargne représentent des éléments à prendre en compte pour expliquer les causes du déclenchement de la crise brésilienne.

i. Turquie

La Turquie présente, avant la crise turque de 2000, un certain nombre de problèmes économiques qui peuvent jouer un rôle dans le déclenchement de cette crise. On peut citer :

- surévaluation réelle ;
- perte de compétitivité ;
- endettement extérieur excessif ;
- déficit public excessif ;
- inflation.

L'économie turque connaît de 1998 à 2001 une surévaluation réelle et une perte de compétitivité. A partir de 1990, le déficit de la balance commerciale s'accroît et les exportations reculent, à partir de 1998.

Avant la crise, la dette extérieure représente 60% du PIB, ce qui est excessif. Le facteur aggravant est qu'une partie de cette dette est en devises. Après la dévaluation les endettements extérieurs s'accroissent en raison de l'importance de la dette en devises qui est de 100%.

L'inflation apparaît, avant la crise, avec des taux très élevés. Par contre, l'encours de crédit rapporté au PIB n'est pas excessif. Le service de la dette représente, avant la crise, est élevé. Ce qui démontre un déficit public excessif. Les taux d'épargne et les taux d'investissement sont presque semblables, ce qui ne laisse pas montrer une insuffisance d'épargne.

La crise turque doit avoir comme causes possibles la surévaluation réelle, la perte de compétitivité, l'endettement extérieur excessif, le déficit public excessif et l'inflation.

j. Argentine

L'économie argentine relève, avant la crise de 2001, des difficultés économiques qui peuvent expliquer pourquoi cette crise s'est déclenchée. On peut retenir :

- la surévaluation réelle
- la perte de compétitivité ;

- l'endettement extérieur excessif ;
- le déficit public excessif ;
- l'insuffisance d'épargne.

L'Argentine présente, avant la crise, une surévaluation réelle suite à l'augmentation des taux de change effectif réel. Ainsi, elle souffre de perte de compétitivité qui s'affiche à partir des déficits répétés de la balance courante de 1997 à 2001.

Avant la crise, la dette extérieure représente 50% du PIB. Avec une part de 76% en devises, les endettements s'accroissent automatiquement avec les dévaluations.

Le déficit public apparaît avant la crise. Ils viennent des paiements d'intérêts sur la dette au moment de la crise. Le service de la dette est élevé.

L'inflation n'apparaît pas, avant la crise, mais elle apparaît après la dévaluation de la monnaie suite aux effets de la crise. La politique monétaire restrictive ne laisse apparaître un encours de crédit excessif.

De 1991 à 2001, le cumul du déficit de la balance courante fait apparaître une insuffisance d'épargne pour financer l'investissement à des taux très élevés. La baisse du taux d'épargne est due à l'accroissement du déficit public. Mais, le niveau faible de l'épargne privée joue, aussi, un rôle dans ce problème.

Pour résumer cette analyse, on peut présager une attribution de ces causes par pays émergents touché par ces crises.

Le tableau n°06 illustre cette attribution et permet de voir quels sont les éléments d'analyse qui peuvent expliquer pourquoi les crises des pays émergents se déclenchent.

Dans ce tableau, on met le signe (♦) sur la case reliant les causes possibles aux crises des pays émergents à la crise selon le pays émergent.

Tableau n°06 : L'attribution des causes possibles aux différentes crises par pays émergents

Crise/pays émergents	Surévaluation réelle é	Perte de compétitivité	Endettement extérieur excessif	Excès d'endettement domestique	Déficit public excessif	Inflation	Insuffisance d'épargne	Excès d'investissement
Crise mexicaine	♦	♦	♦				♦	
Crise asiatique	Thaïlande		♦	♦	♦			♦
	Indonésie		♦	♦	♦			♦
	Philippines	♦	♦	♦	♦		♦	
	Malaisie	♦	♦	♦	♦			♦
	Corée du Sud		♦		♦			♦
Crise russe	♦	♦	♦		♦			
Crise brésilienne		♦	♦		♦		♦	
Crise turque	♦	♦	♦		♦	♦		
Crise argentine	♦	♦	♦		♦		♦	

B. Les scénarios de crise d'un pays émergent

A la lumière de cette analyse sur les causes possibles des crises des pays émergents, des scénarios de déclenchement de crise peuvent être construits. L'idée principale est de donner une vue générale sur la situation qui favorise l'apparition des causes possibles des crises des pays émergents. Il s'agit de fournir une explication logique et homogène de la période qui a précédé ces crises et de relater les difficultés dans lesquelles les pays émergents touchés

Ces scénarios de déclenchement de crise s'inspirent des modèles de crises de la première génération (Krugman, 1979) et des modèles de crises de change doublés de crise bancaires, qui sont des modèles de crises de troisième génération [(Gavin & Hausmann, 1996) ; (Goldfajn & Valdes, 1997) ; (Kaminsky & Reinhart, 1999)].

L'appui théorique des modèles de crises de la première génération se justifie par l'idée que les scénarios de crises proposés veulent montrer que la politique économique suivie par le pays émergent entraîne directement à des attaques spéculatives et une crise de change. Pareillement, les modèles de crises de troisième génération conforte l'idée que les crises des pays émergents sont des crises de change doublées par des crises bancaires.

L'objet de ces scénarios de crise est de démontrer que les fondamentaux macroéconomiques sont responsables du déclenchement des crises de change. Par ailleurs, leur finalité est de comprendre comment une économie se conduit vers une situation qui suscite les craintes des emprunteurs étrangers. A partir de là, des anticipations pessimistes se construisent et font déclencher les attaques spéculatives.

On peut retenir cinq scénarios de déclenchement de crise.

a. Le premier scénario de crise

Ce premier scénario de crise s'inspire du cas de la crise mexicaine de 1994. L'économie concernée par ce premier scénario de crise est une économie émergente qui veut construire sa stratégie de développement sur l'ouverture à l'économie mondiale et la libéralisation de son commerce extérieur. Elle présente un certain nombre de caractéristiques.

i. Les caractéristiques de cette économie

Elle se montre comme une économie qui veut bénéficier des vertus de l'ouverture économique et des échanges commerciaux internationaux sur lesquelles elle adopte sa stratégie du développement.

Mais, elle manque suffisamment d'épargne nationale pour financer cette stratégie. Faute de mobiliser suffisamment d'épargne pour financer son investissement, elle fait appel à l'épargne externe. Elle attire cette épargne par l'augmentation des taux d'intérêt à court terme. Les investisseurs étrangers réagissent favorablement à cette opportunité de profit. Le pays tente d'utiliser ces capitaux, renouvelés à court terme, pour financer son économie.

Cette stratégie de développement nourrie par un fort désir de réussite, est heurtée par quatre difficultés majeures qui caractérisent cette économie et font les hypothèses de ce scénario de crise. Il s'agit de :

- surévaluation réelle ;
- perte de compétitivité ;
- insuffisance de l'épargne;
- endettement extérieur excessif.

Ces difficultés commencent par *la surévaluation réelle* de cette économie. Elle souffre de cette surévaluation réelle suite à une politique de change qui consiste à fixer le taux de change par rapport au dollar et le fluctuer que sur l'autorisation des autorités monétaires dans une bande limitée. Cette économie pense qu'elle est entrain de protéger le pouvoir d'achat de sa monnaie mais elle risque de donner une valeur à sa monnaie qui ne correspond pas à sa valeur

réelle. Donc, elle risque une surévaluation réelle de sa monnaie nationale. Les conséquences sont multiples sur cette économie.

Un taux de change effectif réel élevé signifie une dépréciation réelle de la monnaie nationale. Cela représente un changement dans son pouvoir d'achat à l'étranger. Les prix des biens et des services à l'étranger deviennent plus chers en monnaie nationale. En termes d'échange commercial, le pays est perdant car il doit exporter beaucoup plus pour qu'il arrive à couvrir ses importations. Cela est considéré comme un prélèvement par l'extérieur.

Cette détérioration en termes d'échange explique *la perte de compétitivité* que souffre cette économie et qui se traduit par des déficits de la balance courante et de la balance commerciale et se manifeste par une faiblesse des exportations.

Le troisième problème est *l'insuffisance d'épargne*. Il est considéré comme une difficulté majeure de cette économie et qui caractérise sa structure économique. La faiblesse du revenu national ne permet pas de mobiliser des ressources financières supplémentaires. Ni le gouvernement ne peut mobiliser assez d'épargne suffisante, ni les ménages et les entreprises ne peuvent le faire. Cette économie est structurée pour être incapable d'épargner.

Le gouvernement est présent dans tous les domaines où il doit à chaque fois intervenir par les dépenses publiques collectées par les taxes. Aussi, la pauvreté qui caractérise la population de cette économie en développement expliquer l'incapacité de mobiliser une épargne privée suffisante.

La conséquence directe de l'insuffisance d'épargne est *l'endettement extérieur*. Ce problème est, ainsi, une caractéristique de cette économie parce qu'elle a choisi de bénéficier des flux de capitaux étranger pour compenser son incapacité de mobiliser de l'épargne suffisant. Mais, quand elle compte sur ces capitaux étrangers pour développer ses possibilités de production d'une manière abusive, il devient un problème structurel car toutes les structures de cette économie s'adaptent à cet état de fait.

ii. Le déroulement du scénario

Ce premier scénario de crise se déroule en trois étapes débouchant sur le lancement des attaques spéculatives sur la monnaie nationale.

– *La première étape*

Elle commence par une disproportion entre la capacité réelle de cette économie et son taux de change nominal. La différence fait que cette économie souffre d'une surévaluation réelle qui entraîne une perte de compétitivité.

L'augmentation du taux de change effectif réelle met cette économie à un niveau qui ne correspond pas à ses capacités économiques réelles. Elle perd en termes d'échanges internationaux parce qu'elle vend ses biens et ses services dans le marché international à des prix élevés qui sont le résultat d'une monnaie surévaluée. Par conséquent, elle perd sa compétitivité dans ce marché.

– *La deuxième étape*

Cette deuxième étape met en relation la perte de compétitivité à l'insuffisance d'épargne. Le cumul des déficits de la balance courante, la balance commerciale rend la constitution de l'épargne nationale pour financer les investissements futurs impossible. La perte de compétitivité réduit les possibilités de créer une épargne suffisante.

– *La troisième étape*

La troisième étape relie l'insuffisance d'épargne à l'endettement extérieur excessif. Les déficits de la balance courante et de la balance commerciale se cumulent et provoquent une insuffisance d'épargne. Pour couvrir cette insuffisance, cette économie se tourne systématiquement vers l'endettement extérieur. Structurellement, cette économie est prête à disposer de puiser davantage des ressources financières externes. Au lieu d'essayer de régler son problème d'insuffisance d'épargne, elle fait une fuite en avant en s'endettant encore plus de l'extérieur. Elle n'a qu'à augmenter plus ses intérêts à court terme pour qu'elle voie des masses de capitaux étrangers disposées à entrer dans son marché domestique. C'est une manière abusive et excessive d'utiliser ces flux de capitaux.

Avec une insuffisance d'épargne, elle préfère s'endetter de l'extérieur dans l'espoir de réaliser une épargne suffisante dans la prochaine période pour rembourser ces dettes extérieures et financer l'investissement de la période future.

– *La quatrième étape*

La quatrième étape est la dernière étape qui mène vers une crise de change. Cette économie continue de fonctionner plusieurs années de cette façon en faisant recours à des dettes extérieures pour compenser son incapacité de construire une épargne nationale suffisante pour ses besoins de financement. Elle devient une économie agonisante dès qu'elle ne peut pas recourir à des capitaux étrangers. Ce que va se produire après retournement de conjoncture.

La situation économique et financière est à présent convenable à un retournement de conjoncture. L'état de cette économie ne peut plus proposer des opportunités de profits. Les anticipations des investisseurs étrangers sont de plus en plus pessimistes. Alors, ils n'attendent pas ce que la valeur de la monnaie de cette économie se dégrade pour faire sortir leurs capitaux. Ils lancent leurs attaques spéculatives et créent une crise de change.

Ce premier scénario de crise est illustré par le graphique n°140 qui présente un schéma explicatif des étapes de ce scénario.

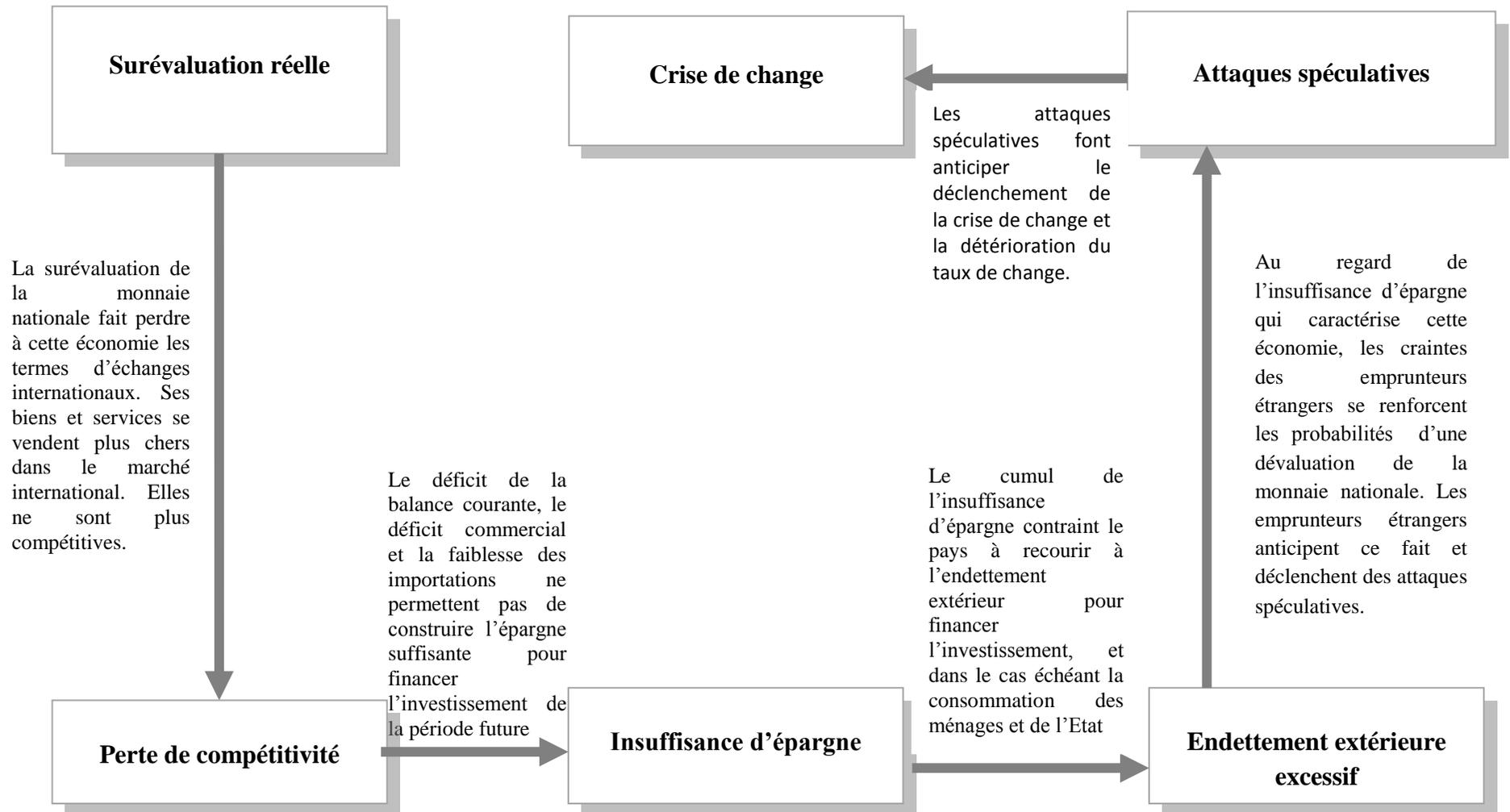
b. Le deuxième scénario de crise

Le deuxième scénario de crise est issu de la crise asiatique de 1997-1998. Il concerne une économie émergente qui s'est tournée vers une stratégie de développement fondée sur l'industrialisation par les exportations.

i. Les caractéristiques de cette économie

A l'origine, cette économie s'appuie sur un modèle de développement basée sur la substitution d'importations. Son ouverture sur l'économie mondiale lui procure l'opportunité de basculer sur un autre modèle de développement fondée sur l'industrialisation par les exportations.

Graphique n°140 : Schéma illustratif du premier scénario du déclenchement de crise



Elle s'engage dans cette voie car elle pense qu'elle peut réaliser une croissance rapide et forte qui lui permet de développer sa population. Ce modèle de développement est renforcé par l'attitude des firmes multinationales qui voient le pays comme le lieu favori de production pour des considérations de rendement et de productivité.

Cette économie adapte ces structures économiques pour produire les biens et services demandés par l'extérieur. Aussi, elle mène des politiques publiques favorisant les industries qui intéressent les multinationales. Elle parvient, également, à financer leurs investissements par l'épargne nationale et améliore constamment le niveau d'éducation de la force de travail. Elle installe des filiales locales d'entreprises multinationales étrangères et fonde ses propres entreprises. L'Etat joue un rôle actif dans l'allocation du capital pour les entreprises et entre les industries.

Elle applique une politique industrielle restrictive vers les industries qui n'intéressent pas l'extérieur et ne produisent pas des biens et des services destinés à l'exportation pour concentrer tous les efforts financiers et humains sur celles qui permettent l'exportation. Cette stratégie d'industrialisation par les exportations a permis à cette économie d'atteindre des niveaux de croissance très élevés et de réaliser des taux d'épargne très élevés.

Au bout de quelques années, ce modèle de développement semble atteindre ses limites. Des faiblesses commencent à apparaître dans les structures économiques de cette économie.

Au début de sa stratégie, cette économie a pu atteindre des niveaux de croissance très élevés grâce aux excédents commerciaux qu'elle dégagait. Par le temps, cet excédent commence à reculer jusqu'à ce que des déficits commerciaux apparaissent.

Egalement, des problèmes de productivités apparaissent dans les entreprises. La productivité annoncée n'était que le résultat d'une augmentation des facteurs de production, capital et travail, ce qui explique le recours de cette économie à l'investissement d'une manière excessive.

Par contre, la réglementation bancaire existante tolère l'apparition de risque moral. Le souci de l'Etat est de permettre aux entreprises de bénéficier des crédits pour financer leurs investissements sans contrôle et sans surveillance. Cela a généré des effets négatifs pour cette économie. L'endettement excessif de ces entreprises peut résulter des faillites et tout le système bancaire.

Les propres caractéristiques de cette économie se dessinent par ses difficultés rencontrées après avoir puisé dans ce modèle de développement. Ces difficultés se résument sur :

- une perte de compétitivité ;
- un endettement domestique excessif ;
- un excès d'investissement
- un endettement extérieur excessif.

La première difficulté concerne la perte de compétitivité. En dépit des dispositions que l'Etat met à la disposition de ses entreprises pour produire des biens et des services capables d'être vendus dans le marché international, cette économie perd sa compétitivité par le temps. La raison de cette défaillance est la densité d'utilisation des facteurs de production. Le coût de production de ces biens et services coutent chers pour cette économie et leurs prix devient très élevés et ne sont plus compétitifs.

La deuxième difficulté est l'endettement domestique excessif. Il s'agit d'une politique monétaire qui favorise l'encours aux crédits pour financer des niveaux d'investissements très élevés. Ce niveau excessif d'endettement est porteur d'un risque de défaut de paiement, surtout s'il arrive à un seuil où tout les fonds investis dans ces entreprises sont des dettes. Elles deviennent incapables de rembourser leurs dettes et l'Etat supportera cette lourde charge de rembourser à leurs places ses dettes puisqu'elle s'est portée garante de cet endettement destiné aux entreprises.

La troisième difficulté est l'excès d'investissement. En effet, cette économie a placé très haut le niveau de son investissement et, cela, pour répondre aux besoins des multinationales et de compenser l'absence de productivité. Mais,

cet excès d'investissement génère un problème de son financement. Si le taux d'investissement est très élevé, il faudrait que cette économie assure un taux d'épargne aussi élevé.

L'insuffisance d'épargne est, par ailleurs, une résultante de l'excès d'investissement. L'épargne est déclarée insuffisante quant elle ne peut financer totalement l'investissement. Malgré un taux d'épargne très élevé, cette économie présente une insuffisance d'épargne car elle ne parvient pas à financer totalement son investissement excessif.

Ainsi, cette économie souffre d'un excès d'endettement extérieur, ce qui signifie qu'elle se tourne vers l'endettement extérieur à chaque fois qu'elle est en difficulté pour financer le taux d'investissement excessif et l'endettement domestique excessif. D'ailleurs, les investisseurs étrangers se bousculent pour placer leurs capitaux pour bénéficier des croissances fortes qui caractérisent cette économie.

ii. Le déroulement du scénario

Le déroulement de ce deuxième scénario de crise comporte quatre étapes.

– La première étape

La première étape relie la perte de compétitivité à l'excès d'investissement. Cette économie arrive à un niveau de maturité de son modèle de développement basé sur l'industrialisation par les exportations où elle commence à perdre dans les termes d'échanges commerciaux. Cette perte de compétitivité lui incombe à utiliser plus de facteurs de production pour surmonter cette perte de compétitivité dans les marchés internationaux.

– La deuxième étape

La deuxième étape de ce scénario concerne la relation entre l'excès d'investissement et l'excès d'endettement domestique. Les entreprises n'arrivent pas à financer les taux d'investissement très élevés par leur épargne qui n'est pas aussi élevée. L'Etat leur permet de bénéficier des crédits

bancaires nécessaires pour financer leurs investissements. L'excès d'investissement est à l'origine de l'endettement domestique excessif

– *La troisième étape*

Dans la troisième étape, on fera la relation entre l'endettement domestique excessif et l'endettement extérieur excessif.

Le recours massif à l'endettement domestique entraîne un comportement confortant le risque moral. Devant les offres disponibles de financement sans contrôle de la part des autorités monétaires, les entreprises n'hésitent pas de s'endetter dans la monnaie étrangère et le transférer en monnaie nationale. Ce comportement alourdit la charge de la dette en devise pour l'Etat parce qu'il en est le garant. Cette garantie signifie que si les entreprises ne peuvent pas rembourser leurs dettes, l'Etat s'engage de l'honorer à leur place.

Cette mesure a fait que cette économie se tourne vers l'endettement extérieur excessif pour financer l'endettement domestique excessif et combler le déficit de l'épargne nationale pour financer l'investissement excessif.

– *La quatrième étape*

La quatrième étape est déterminante car elle relie l'endettement extérieur excessif au lancement des attaques spéculatives suite aux retournements de conjoncture. Si l'endettement extérieur atteint un niveau où les emprunteurs étrangers jugent que cette économie ne peut supporter le poids de ces dettes extérieures et anticipent les possibilités d'une dévaluation de la monnaie nationale comme solution possible d'allègement de sa situation financière.

Pour limiter les pertes probables de leurs capitaux placés dans cette économie, les emprunteurs lancent les attaques spéculatives et font sortir brutalement leurs argents. De cela, ils provoquent une dévaluation de la monnaie nationale car cette économie ne peut répondre à toutes les demandes de devises déclenchées par les sorties de capitaux et finit par dévaluer sa monnaie. Si cette dévaluation continue, une crise de change s'annonce.

Ce scénario peut être représenté par le graphique n°141 qui présente un schéma illustratif de ce deuxième scénario.

c. Le troisième scénario de crise

Ce troisième scénario de crise reproduit le cas de la crise russe de 1998. Il concerne une économie en transition qui était à l'origine une économie centralement planifiée qui a décidé de devenir une économie émergente. Mais, elle reste marquée par son héritage d'une économie administrée par un pouvoir centralisé.

i. Les caractéristiques de cette économie

Cette économie est, à l'origine, de nature rentière parce qu'elle possède des ressources naturelles (pétrole, gaz naturel et divers métaux). Elle exploite l'industrie basée sur ces ressources et elle compte sur les revenus de leurs exportations.

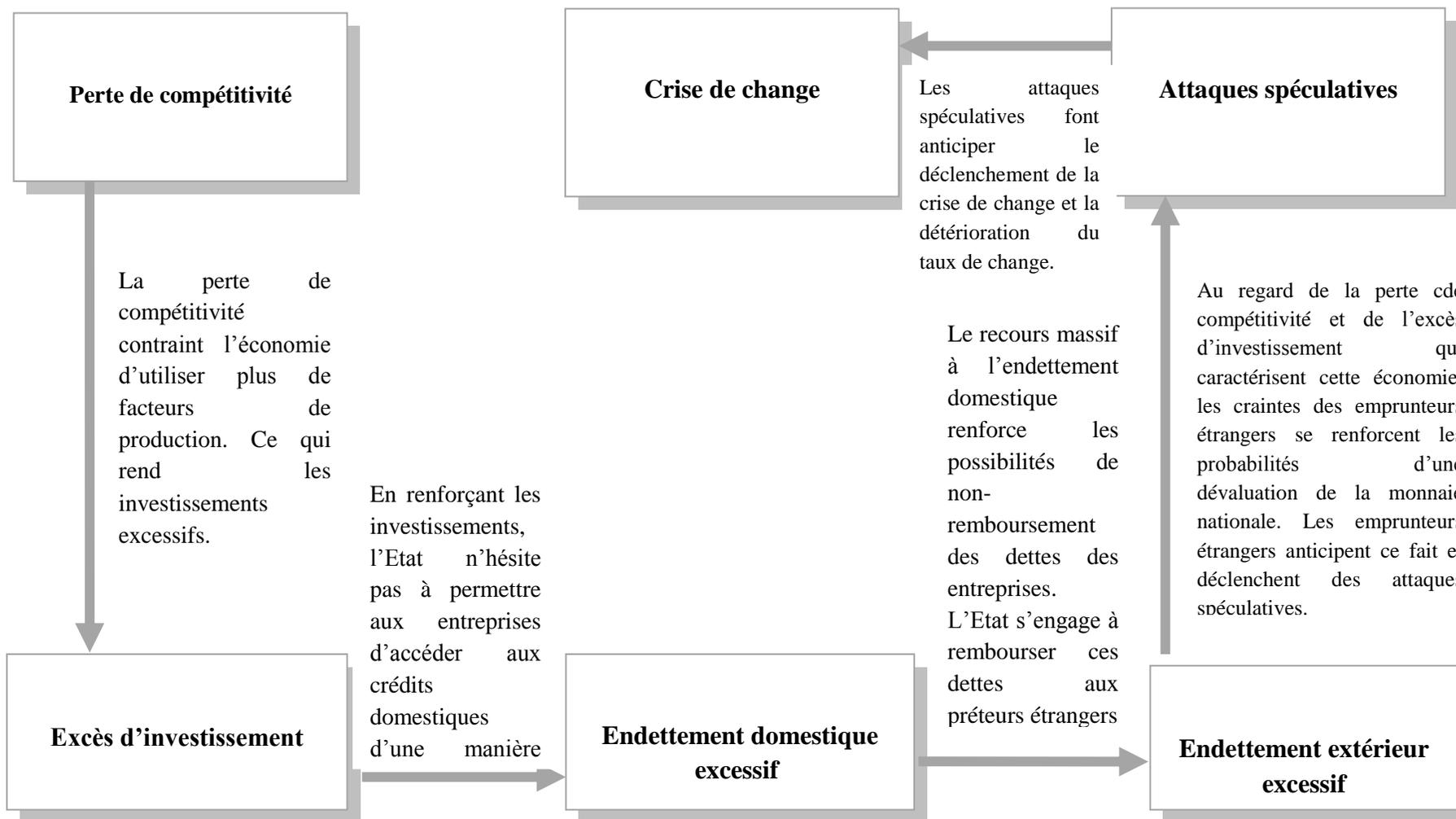
La position de l'Etat est fragilisée par son héritage d'un Etat centralisé. De ce fait, elle était partout dans la vie sociale et économique. Ainsi, l'Etat joue encore un rôle majeur. Mais, quand il veut réformer pour changer et adapter les structures de l'économie aux exigences de la transition économique vers l'économie de marché. Par exemple, il serait très difficile de lancer des réformes modifiant le système de collecter les taxes ou de faire respecter les lois de base en raison de sa faiblesse. Le gouvernement se montre incapable d'instaurer des mécanismes fiscaux pour concevoir et percevoir les taxes.

Cette transition est, aussi, marquée par une inflation rapide, une baisse de production et un taux de chômage élevé.

Néanmoins, elle souffre de trois problèmes qui sont :

- une surévaluation réelle
- une perte de compétitivité ;
- un déficit public excessif ;
- un endettement extérieur excessif.

Graphique n°141 : Schéma illustratif du deuxième scénario de crise



Fort de ces richesses naturelles, elle donne à sa monnaie une valeur surévaluée par rapport à sa valeur réelle. Cela aura des conséquences négatives sur la compétitivité de ces exportations hors des richesses naturelles et soutient une perte de compétitivité. Celle-ci ne se voit pas dans la balance commerciale et la balance courante qui ne sont pas déficitaires parce que le volume des exportations des matières premières est très important par rapport à l'ensemble des exportations.

Le troisième problème est le déficit public excessif. L'histoire de cette économie où la présence de l'Etat est permanente et très forte, fait qu'elle est amenée à intervenir dans tous les domaines. Pour arriver à financer ces dépenses publiques très élevés, elle doit mobiliser des taxes et d'autres recettes publiques. Mais, cette économie a des problèmes pour percevoir les taxes car elle doit changer son mécanisme fiscal relatif à la conception et à la perception des taxes pour des raisons institutionnelles. Elle se tourne vers les dettes publiques et elle paye des intérêts de ces dettes qui augmentent sans cesse.

Le quatrième problème concerne le recours massif et excessif à l'endettement extérieur qui la conséquence logique de la surévaluation et la perte de compétitivité d'une part et, de l'autre part, du déficit public excessif.

ii. Le déroulement de ce scénario

Le déroulement de ce scénario commence se déroule en trois étapes.

– La première étape

La première étape commence par la surévaluation réelle de cette économie et finit par une perte de compétitivité.

Concrètement, ce scénario s'applique à une économie basée sur l'exportation des matières premières et sur un niveau d'investissement faible. Cela explique pourquoi elle ne souffre pas d'insuffisance d'épargne. Cet excédent d'épargne fait que cette économie augmente le niveau de son taux de change nominal et le niveau faible de l'investissement résulte la perte de compétitivité. De ce fait, cette économie souffre de surévaluation réelle et d'une perte de compétitivité.

– *La deuxième étape*

Cette deuxième étape relie les conséquences de la perte de la compétitivité à l'endettement extérieur excessif d'un côté et, de l'autre côté, le déficit public excessif et l'endettement extérieur excessif.

Parallèlement, cette économie souffre d'un déficit public excessif qui provient des paiements des intérêts des dettes. Face à ces deux problèmes, le pays fera recours à des dettes extérieures pour financer la surévaluation réelle et la perte de compétitivité d'un côté et, d'un autre côté, le déficit public excessif.

– *La troisième étape*

La dernière étape montre que l'endettement extérieur excessif entraîne le lancement des attaques spéculatives qui fait survenir une crise de change. Les emprunteurs étrangers doutent de la capacité de cette économie d'honorer à ses obligations au regard des défaillances enregistrés dans cette économie. Ils anticipent la dévaluation de la monnaie nationale et ils font subitement sortir leurs capitaux. Et l'attaque spéculative se met en place.

Ce scénario est représenté par le graphique n°142 qui illustre le schéma explicatif des trois étapes de ce scénario.

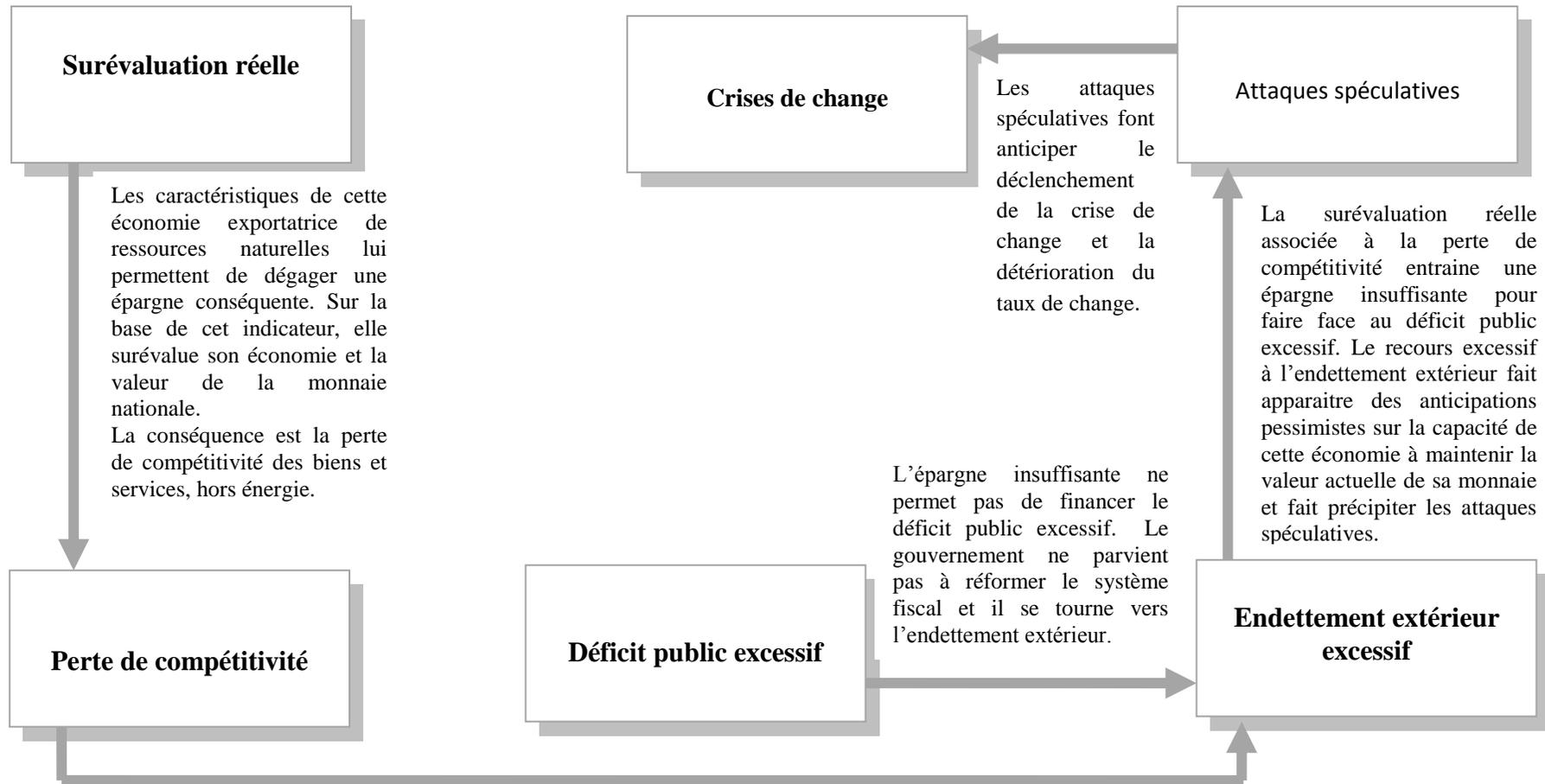
d. Le quatrième scénario de crise

Ce scénario de crise s'inspire, à la fois, de la crise brésilienne de 1999 et de la crise argentine de 2001. Ces deux crises présentent beaucoup de similitudes concernant les causes possibles menant au déclenchement de ce phénomène. Pour cela, on développe un même scénario de crise pour illustrer les deux cas de crise survenue dans les deux pays d'Amérique Latine.

i. Les caractéristiques de cette économie

Il concerne une économie en développement qui a décidé de s'ouvrir sur l'économie mondiale pour bénéficier des vertus des échanges commerciaux. Elle adapte, pour cela, ses structures et ses politiques économique pour

Graphique n° 142 : Schéma illustratif du troisième scénario de crise



Les faibles excédents de la balance courante, de la balance commerciale et des exportations ne permettent pas de constituer une épargne suffisante et renforcent l'idée du recours à l'endettement extérieur excessif.

accueillir les investissements et les capitaux étrangers. Cette économie souffre de trois problèmes. Il s'agit de :

- une perte de compétitivité ;
- un déficit public excessif ;
- une insuffisance d'épargne ;
- un endettement extérieur excessif.

Le premier problème est relatif à la perte de compétitivité. Cette économie souffre de ce problème car ses biens et services ne sont pas assez compétitifs et elle n'arrive, donc, pas à dégager une épargne suffisante.

Le deuxième problème concerne le déficit public excessif. La nature de l'Etat et de la population pauvre incombent aux autorités publiques à intervenir pour venir en aide aux couches de populations défavorisées et pour faire fonctionner les institutions d'un Etat qui a hérité des pratiques de l'ancien système où il doit intervenir dans tous les domaines. Cela génère des fortes dettes publiques et un déficit public excessif.

Le troisième problème est l'insuffisance d'épargne. Elle souffre de ce problème car elle n'arrive pas à dégager un surplus de sa relation commerciale avec l'extérieur. La perte de compétitivité et le faible niveau d'investissement en est la cause logique de cette insuffisance d'épargne. Aussi, l'Etat n'arrive pas à dégager de l'épargne publique car il multiplie les interventions. Cela explique, ainsi, pourquoi elle s'endette à l'extérieur d'une manière excessive pour faire face à ces problèmes cumulés.

ii. Le déroulement du scénario

Ce scénario de crise est composé de trois étapes.

– La première étape

La première étape de ce scénario relie d'une part la perte de compétitivité et déficit public excessif à l'insuffisance d'épargne.

La perte de compétitivité ne permet pas de dégager des revenus supplémentaires. La politique monétaire restrictive qui consiste à ne pas accorder des crédits aux entreprises et aux agents privés nécessaires pour financer ses investissements, est en partie responsable de cette situation. Si les entreprises domestiques ne sont pas financées suffisamment pour réaliser une production, elles ne peuvent constituer de l'épargne privée. Le résultat de cette politique est l'insuffisance d'épargne privée.

Egalement, le déficit public excessif résulte des paiements cumulés des intérêts des dettes publiques. Cela entraîne une insuffisance d'épargne publique. L'addition d'une épargne publique insuffisante et d'une épargne privée insuffisante résulte d'une insuffisance d'épargne nationale.

– *La deuxième étape*

Quand cette insuffisance d'épargne atteint un niveau élevé, cette économie est contrainte de se tourner vers l'endettement extérieur excessif pour financer les importations et le déficit public excessif.

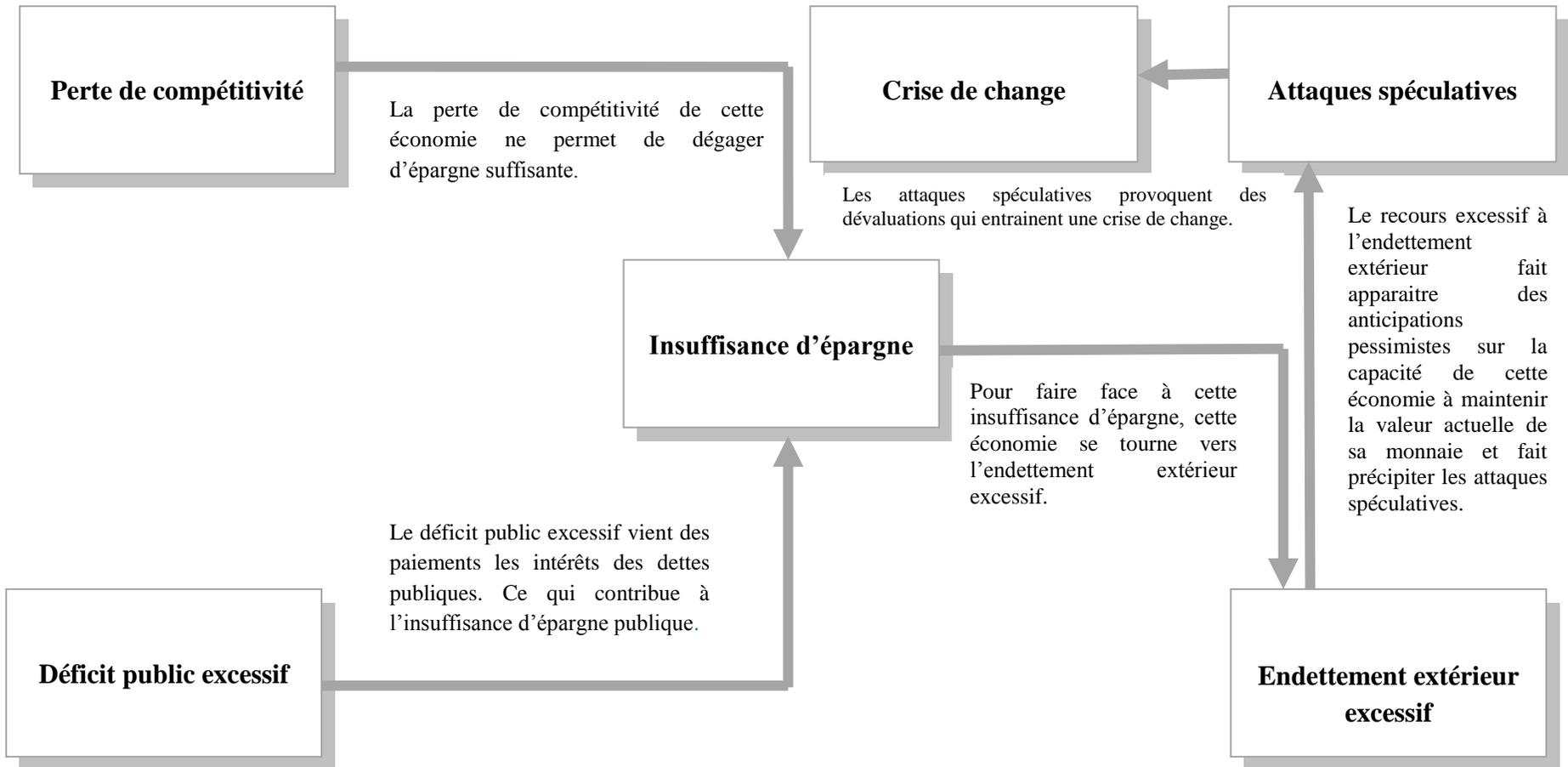
– *La troisième étape*

Les emprunteurs étrangers commencent à craindre de la capacité de cette économie de maintenir la valeur de sa monnaie par rapport aux autres monnaies. Ces craintes se sont renforcées par le recours excessif de cette économie à l'endettement extérieur pour financer ses déficits publics excessifs et les déficits de sa balance courante.

Des anticipations pessimistes se construisent sur la possibilité de cessation de paiement qui fait chuter la monnaie domestique. Les investisseurs lancent leurs attaques spéculatives avant l'annonce de cette dévaluation de la monnaie nationale qui sera synonyme de pertes pour les emprunteurs étrangers.

Ce scénario de crise est représenté dans le graphique n°143 qui illustre un schéma explicatif du déroulement du scénario de crise.

Graphique n° 143 : Schéma illustratif du quatrième scénario de crise



e. Le cinquième scénario de crise

Ce dernier scénario de crise est issu de la crise turque de 2000. Il concerne une économie ouverte sur le commerce extérieur et qui a réadapté ses structures pour ce genre d'économie.

i. Les caractéristiques de cette économie

En plus des inégalités sociales et régionales, de l'économie informelle et des insuffisances dans les infrastructures, dans l'éducation et dans la santé, cette économie souffre des problèmes suivants :

- une surévaluation réelle
- une perte de compétitivité ;
- un excès d'inflation ;
- une insuffisance d'épargne ;
- un déficit public excessif ;
- un endettement extérieur excessif.

Le premier problème concerne la surévaluation réelle de cette économie. La monnaie est surévaluée, ce qui rend les échanges commerciaux internationaux en défaveur de cette économie. Cela pose un autre problème qui est la perte de compétitivité. La conséquence de cette défaillance est le déficit de la balance courante et de la balance commerciale.

Le troisième problème est l'excès d'inflation. Ce problème renforce la perte de compétitivité car les prix sont très élevés et ne sont compétitives ni dans le marché domestique, ni dans le marché internationale.

Le résultat de la mise en relation de l'excès d'inflation avec la surévaluation réelle provoque la perte de compétitivité de cette économie. Le cumul des déficits de la balance courante et la balance commerciale génèrent une insuffisance d'épargne. Cette insuffisance est confortée par le déficit public excessif.

Le cinquième problème est lié au déficit public excessif. Le pays doit intervenir pour faire face aux besoins sociaux, économiques et institutionnels. Cela entraîne des dettes publiques et un déficit public excessif.

Pour combler ce déficit public excessif et la perte de compétitivité soutenue par un excès d'inflation et une surévaluation réelle, cette économie se tourne vers l'endettement extérieur excessif.

ii. Le déroulement du scénario

Le principe de ce scénario est que cette économie souffre d'un excès d'inflation qui entraîne, avec la surévaluation réelle, une perte de compétitivité. A cela s'ajoute le déficit public excessif qui fait accroître les paiements des intérêts sur les dettes publiques. Ces deux problèmes conduisent à l'insuffisance d'épargne qui pousse au recours massif à l'endettement extérieur. Ce scénario de crise se déroule, donc, en quatre étapes.

– La première étape

La première étape relie, à la fois, l'excès d'inflation et la surévaluation réelle à la perte de compétitivité. Il s'agit de mettre en relation les conséquences de l'excès d'inflation et la surévaluation pour justifier la perte de compétitivité. Les prix élevés des biens et des services avec une monnaie surévaluée entraînent une forte perte de compétitivité. Cela se traduit par des déficits de la balance courante et de la balance commerciale.

– La deuxième étape

Cette étape relie la perte de compétitivité à l'insuffisance d'épargne. Le cumul des déficits de la balance courante et de la balance commerciale génère une insuffisance d'épargne.

– La troisième étape

Cette étape associe l'insuffisance d'épargne au déficit public excessif. Ce dernier contribue à l'insuffisance d'épargne. Ce problème est conforté par le

manque d'épargne publique. Le recours aux dettes publiques laisse le gouvernement se préoccuper des paiements des intérêts de ses dettes.

– *La quatrième étape*

Cette étape lie l'insuffisance d'épargne à l'endettement extérieur. Face aux besoins pressent de financement, cette économie se tourne vers l'endettement extérieur d'une manière excessive.

Si les taux d'intérêts américains remontent puisque les dettes extérieures sont en grande partie en devises, cette économie se trouve en difficultés financières car les intérêts vont augmenter et progresser. Les craintes des emprunteurs étrangers se précisent pour une possible cessation de paiement qui produit la dévaluation de la monnaie. Les attaques spéculatives apparaissent comme une conséquence directe à cette situation.

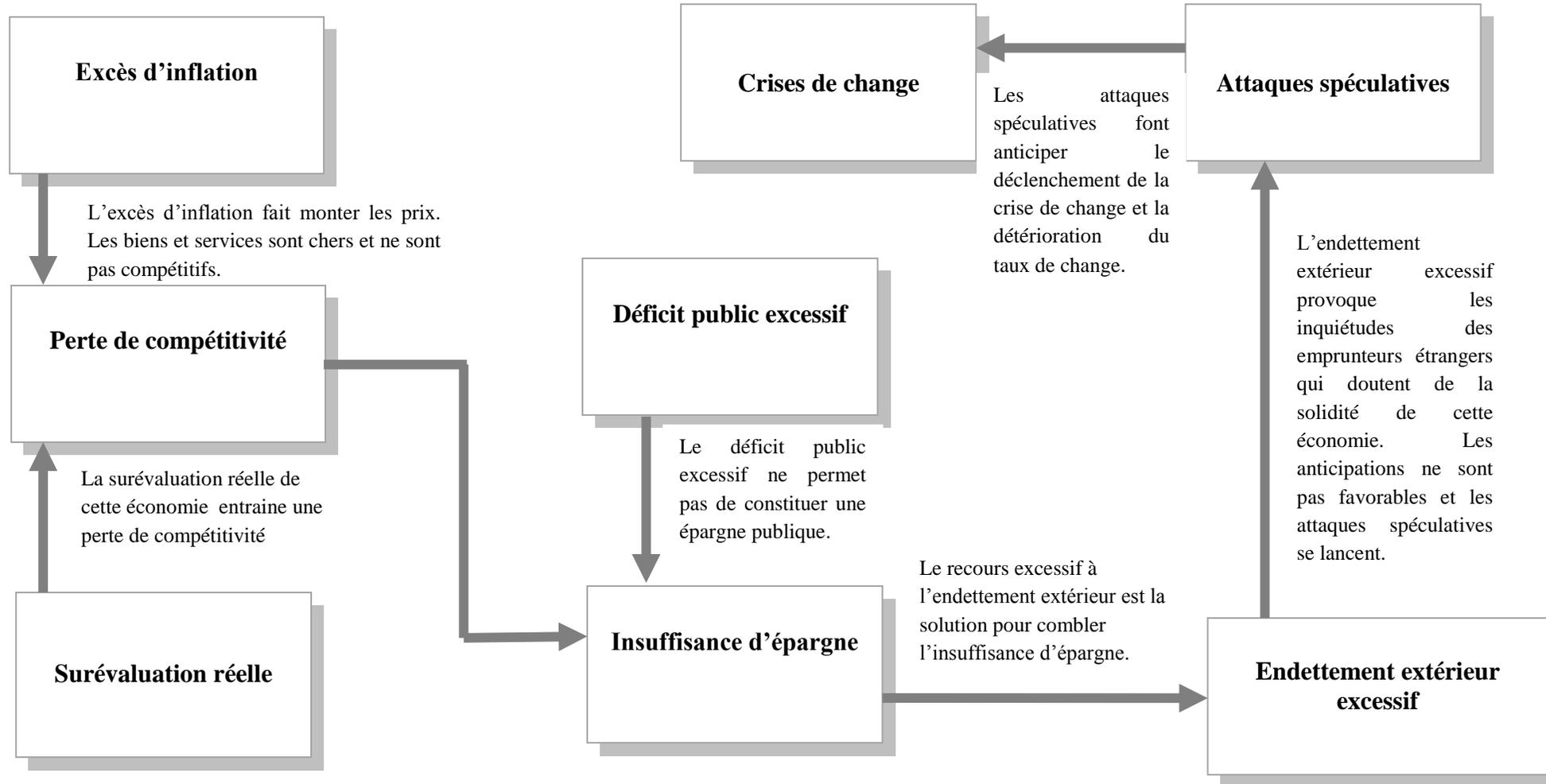
Ce dernier scénario de crise est illustré dans le graphique n°144 qui représente un schéma explicatif du déroulement de ce scénario de crise.

Conclusion

L'observation et l'analyse de ces scénarios de crise proposés permettent de conclure sur un modèle simplifié du scénario probable du déclenchement des crises des pays émergents. Ce modèle de scénario « simplifié » rassemble tous les causes possibles qu'on les a rencontré dans les différentes crises.

Les éléments qui composent de ce modèle sont ces causes possibles qu'on trouve dans la plupart des crises. Il s'agit de la surévaluation réelle, de la perte de compétitivité, de l'insuffisance d'épargne et de l'endettement extérieur excessif. A ces éléments, on peut ajouter le déficit public excessif pour des considérations conjoncturelles. On voit bien cet élément dans toutes les crises sauf dans les crises asiatiques. C'est pourquoi, son introduction dans ce modèle

Graphique n° 144 : Schéma illustratif du cinquième scénario de crise

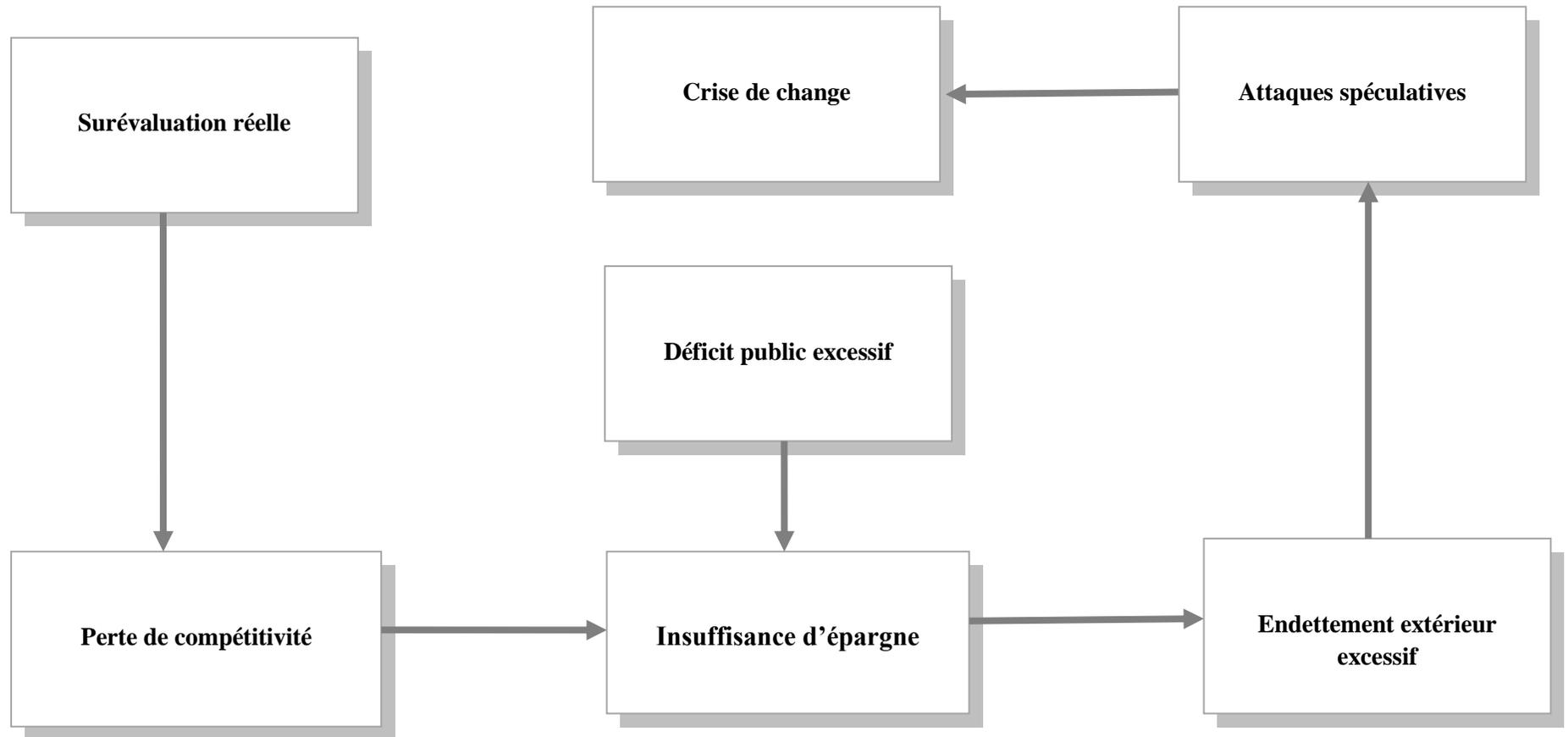


de scénario de crise est conjoncturelle. C'est-à-dire que l'effet de cet élément s'active quand le pays souffre de ce problème.

A partir de ces éléments, on peut concevoir un scénario de crise simplifié et valable pour tous les pays émergents touchés par les crises. Le principe de déroulement de ce modèle est simple. Le pays émergent a la tendance de surévaluer son économie. Cela affecte négativement sur la compétitivité de ses biens et services. Elle perd en compétitivité. La conséquence est le déficit de la balance courante et de la balance commerciale. Au bout de quelques années, et suite à l'accumulation de ces déficits, l'insuffisance d'épargne atteint un niveau qui exige le recours excessif à l'endettement. A cela, on peut ajouter l'effet conjoncturel du déficit public excessif qui entraîne, à la fois, une insuffisance de l'épargne publique et endettement extérieur.

Cet appel aux emprunts étrangers est un indicateur de mauvaise situation économique et financière. Les investisseurs réagissent face à l'incapacité de ce pays émergent à maintenir la parité de sa monnaie. Par crainte de réaliser des pertes suite à cette éventuelle dévaluation, les investisseurs étrangers lancent leurs attaques spéculatives et font sortir leurs capitaux du pays. Ils précipitent la dévaluation et la valeur de la monnaie nationale se détériore suite à cette sortie violente et brutale des capitaux. La crise de change s'installe et se transforme en crise bancaire et/ou crise boursière. Ce modèle simplifié est représenté par le schéma graphique n°145.

Graphique n°145 : Modèle simplifié du scénario probable du déclenchement des crises des pays émergents



Conclusion générale

*"Une société ne se sent, presque jamais,
réellement concerné par un problème tant qu'elle
n'a pas appris à le mesurer ».
Mancur Olson*

Ce travail de recherche a posé le problème des crises des pays émergents. Dans ce cadre, plusieurs interrogations sont portées, notamment, sur les raisons qui ont fait que ces crises viendraient essentiellement des pays émergents. Qu'est ce qui fait qu'à partir des années 90, ces crises touchaient particulièrement les pays émergents et préservait les pays développés ? Peut-on dire que les pays émergents sont sous la menace des crises financières ?

Sur cette problématique, l'idée principale de cette thèse était de voir pourquoi ces crises se répètent fréquemment dans ces pays et à des intervalles de temps assez courts. De 1994, lors de la crise mexicaine, le phénomène des crises des pays émergents se répétait à un intervalle d'une année jusqu'à 2001.

Pour répondre à cela, ce travail de recherche s'est organisé autour de quatre chapitres. Les deux premiers chapitres avaient comme objectif de faire l'analyse théorique du phénomène des crises financières. Il fallait voir comment on définit ce phénomène et, surtout, comment les théoriciens ont approché ce problème économique. Dans tout cela, l'idée était de découvrir si la théorie économique s'est intéressée aux crises des pays émergents.

Par contre, les deux derniers chapitres se sont penchés sur les crises des pays émergents, de la crise du Mexique de 1994 à la crise d'Argentine de 2001. En tout, il fallait faire l'étude de la crise mexicaine, asiatique, russe, brésilienne, turque et argentine. Ce qui demande l'analyse de tous les pays émergents touchés par ces crises.

L'étude des crises des pays émergents consistait à faire l'analyse des manifestations extérieures et des causes possibles de ces phénomènes. Le choix de cette étude avait pour objectif de comprendre pourquoi ces crises se sont déclenchées dans ces pays et comment elles se sont manifestées.

La méthodologie suivie pour cette analyse était fractionnée en plusieurs étapes. Il fallait, en premier lieu, observer le comportement de la variable macroéconomique, mise à l'étude. Ensuite, une analyse théorique a été donnée pour expliquer l'attitude de cette variable dans les économies des pays émergents touchées par les crises. Cette analyse théorique a permis de comprendre les raisons et les conséquences de ses agissements sur le plan macroéconomique. Puis, une autre analyse théorique s'est introduite pour établir des liaisons entre ces variables. La finalité est de donner une vue globale sur ces économies qui a, sans doute, favorisé l'apparition de ces variables macroéconomiques. A partir de cela, des modèles explicatifs et des scénarios de crise se sont dégagés pour expliquer le phénomène.

Dans ce cadre de recherche, l'étude des manifestations extérieures des crises a permis de comprendre la réaction des économies émergentes pour faire face à la crise, c'est-à-dire saisir soit leur capacité à surmonter cette crise si elles sont économiquement solides, soit leur incapacité à affronter ses effets néfastes si elles sont économiquement fragilisées. Cette attitude est annonciatrice de l'état général des économies de ces pays.

Aussi, l'analyse des causes possibles des pays émergents a démontré que les données macroéconomiques apparues, avant les crises, sont inadéquates à la conjoncture économique dans laquelle se trouvaient ses économies. Pour cela, une mauvaise gestion macroéconomique est à signaler.

Cette méthodologie a permis de faire l'étude des crises des pays émergents en deux temps. Le premier temps concerne l'étude de la période qui précède les crises et le second temps porte sur la période de la crise.

Bien entendu que les conclusions tirées de ce travail de recherche sont nombreuses. Il y a lieu, tout d'abord, à souligner la différence entre les crises des pays émergents et les crises des pays développés.

Les crises des pays développés sont des crises bancaires ou crises boursières et rarement des crises de change. Par contre, les crises des pays émergents sont des crises de change accompagnées de crises bancaires ou boursières (crises jumelles). L'histoire des économies occidentales et les théories des imperfections des marchés financiers, développées dans le premier et le deuxième chapitre, ont montré que les crises financières qui ont touché les pays développés sont soit des crises bancaires, soit des crises boursières. Seule la crise du SME en 1992 peut être considérée comme une crise de change parce que la valeur des monnaies européennes a fortement chuté. Par contre, tous les crises des pays émergents sont des crises de change.

La différence est dans la structure des crises. Les crises des pays développés sont des crises fonctionnelles alors que les crises des pays émergents sont des crises de développement.

Les crises des pays développés sont le produit d'un dysfonctionnement d'un des compartiments du marché financier provoqué par des comportements inappropriés, à la conjoncture du moment, d'agents agissant dans ce marché ou la faillite d'un certain nombre de grandes banques suite à des placements hautement risqués. La crise boursière provoquera une crise bancaire si les banques ont subi des pertes considérables suite à la forte chute des actifs financiers dans le marché boursier et la crise bancaire entraînera une crise boursière si la faillite des banques aura un effet négatif sur le déroulement du marché boursier.

La nature des crises des pays émergents est tout autre. Ces crises se déclenchent parce que le pays ne peut pas maintenir la parité de sa monnaie par rapport aux monnaies étrangères alors que les données fondamentales de son économie se dégradent. Il y a, donc, une situation de déséquilibre entre la valeur de la monnaie dans le marché des changes et la capacité réelle de

l'économie de ce pays. Si ces difficultés atteignent un point culminant entraînant les inquiétudes des investisseurs étrangers sur la situation financière et économique du pays. Ils s'inquiètent précisément de leurs capitaux qui sont investis dans ce pays. Ils anticipent que le pays ne va pas tenir longtemps dans la protection de son système de change fixe suite aux demandes croissantes des demandes de monnaies étrangères. Pour réduire leurs pertes en matière de change, les investisseurs lancent leurs attaques spéculatives et font sortir massivement leurs capitaux de ce pays avant que la dépréciation de la monnaie se réalise. Suite à cela, les demandes de monnaies étrangères se multiplient. Ne pouvant pas puiser ses réserves de change, il laisse sa monnaie flotter et subir une détérioration de sa valeur par rapport aux monnaies étrangères. La crise de change s'annonce et ses effets néfastes s'installent dans le pays.

Une fois que ce processus de déclenchement de la crise de change dans les pays est connu, il reste de savoir pourquoi les pays émergents arrivent à la situation critique qui fait que les investisseurs étrangers perdent la confiance dans ces économies et à lancer les attaques spéculatives. Dans le dernier chapitre de ce travail de recherche, cinq scénarios possibles expliquent pourquoi les pays émergents parviennent à cette situation défavorable.

L'analyse de ces scénarios possibles permet de retenir certains éléments significatifs qui composent ces représentations. Il s'agit de la surévaluation réelle des économies émergentes, de la perte de compétitivité, de l'insuffisance d'épargne et de l'endettement extérieur excessif.

Ces éléments décrivent les caractéristiques de ces économies émergentes et de leur modèle de développement. Les économies émergentes sont, à l'origine, des économies en développement qui cherchaient un modèle de développement pour s'émerger et prospérer. Avec la globalisation, la libéralisation économique et la primauté de l'économie de marché, les pays en développement, notamment les pays Sud-asiatiques et d'Amérique Latine, trouvent dans cette nouvelle conjoncture de l'économie mondiale une opportunité de développement en bénéficiant des vertus de la libre échange.

Ils conçoivent un modèle de développement basé sur l'industrie à l'exportation et le commerce extérieur. Ils ont vu que le marché domestique n'est pas porteur parce que la population appauvrissante n'a pas suffisamment de pouvoir d'achat pour exprimer une réelle demande. Alors, ils se sont portés sur le marché étranger parce que celui-ci présente des possibilités énormes de profit. Les pays développés cherchent à délocaliser leurs industries parce que les coûts de production deviennent très élevés du fait de l'augmentation du niveau de vie dans ces pays. Les niveaux de salaires et des charges sociales deviennent insupportables pour les investisseurs. Alors, la délocalisation est la solution parce qu'elle signifie, pour eux, l'opportunité de produire le même produit avec des coûts moins élevés.

Les pays en développement réussissent à attirer ces investisseurs qui veulent délocaliser leurs activités pour bénéficier de la main d'œuvre moins chère. L'apprentissage des pays émergents avec la délocalisation a donné des idées aux pays en développement d'adapter leurs industries à la demande internationale. Ce qu'ont fait avec force les pays Sud-asiatiques. Cette stratégie de développement a transformé ces pays en pays émergents parce qu'elle a pu leur décrocher une position dans l'économie mondiale. Mais, cette stratégie de développement est porteuse de facteurs susceptibles de fragiliser les économies de ces pays.

Ces facteurs fragilisant sont constamment source de souci économique et de menace de crises financières.

- (i) Tout d'abord, les économies émergentes souffrent d'insuffisance d'épargne. Les entreprises et les ménages n'arrivent pas à dégager une épargne privée conséquente parce que les bas salaires pour les ménages et la perte de compétitivité des produits des entreprises ne permettent pas à produire ce surplus.
- (ii) Par ailleurs, ces pays émergents ont hérité d'un système de gouvernance où l'Etat est présent partout et intervient financièrement pour régler les problèmes socioéconomiques d'une population de plus en plus pauvre, à l'image des pays de l'Amérique Latine. Ce fait

réduit la possibilité de l'épargne publique et renforce celle du déficit public.

- (iii) Face à l'insuffisance de l'épargne nationale, les pays émergents font recours à l'épargne extérieure disponible par l'afflux des capitaux. Cela signifie que les économies émergentes sont financées par des capitaux étrangers à court terme.
- (iv) Cet endettement extérieur peut être maîtrisable si ces économies réalisent des profits suite à l'utilisation de ces capitaux étrangers. Mais, dès qu'elles n'arrivent pas à vendre leurs produits dans le marché international parce qu'elles souffrent de perte de compétitivité, cet endettement devient insurmontable parce qu'il devient excessif.
- (v) Pour régler ce problème de compétitivité, ces pays augmentent le niveau de leur investissement. Ce qui relance le problème de financement et aggrave celui d'endettement, surtout si le problème de compétitivité persiste.
- (vi) A l'ensemble de ces problèmes, les pays émergents choisissent de donner une valeur de leur monnaie supérieure à la valeur réelle de leurs économies. En plus, ils protègent cette parité monétaire en utilisant un système de change fixe. Ce fait pose le problème de la surévaluation des économies émergentes.

Les pays émergents sont sous la menace des crises de change tant que ces facteurs fragilisant continuent de marquer les économies de ces pays. Or, cette menace suppose que les investisseurs continuent d'avoir la même attitude par rapport à la fragilité financière et économique des pays émergents.

Pour les perspectives de recherche, le problème du financement de ces pays pourrait être un thème de recherche passionnant. Désormais, la résolution des crises des pays émergents ne pourra venir que par le changement de la manière actuelle du financement de leurs économies basée sur des capitaux à court terme. Il existe deux pistes de réflexion et d'étude : soit renforcer l'épargne nationale, soit chercher des financements extérieurs plus adaptés.

Annexe

Tableau n°1 : Evolution du taux de change des pays émergents touchés par les crises et des pays les plus développés de 1990 à 2008

Année	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Mexique	3,395	3,256	3,210	3,1095	5,3250	6,421	7,601	8,083	9,865	9,514	9,572	9,142	10,31 3	11,23 6	11,26 5	11,26 5	10,77 8	10,88 1	13,10 8
Thaïlande	25,585	25,516	25,4	25,319	25,149	24,915	25,342	31,36 4	41,35 9	37,81 3	40,11 1	44,43 1	42,96	41,48 4	40,22 2	40,22	37,88 1	34,51 8	-----
Indonésie	1842,8	1950,3	2029,9	2110	2200	2308	2330	4650	8025	7085	9595	10400	8940	8465	9290	9830	9020	9141	9950
Philippines	24,31	27,478	25,512	27,699	24,418	26,214	26,288	39,97 5	39,05 9	40,31 3	44,19 2	50,99 2	51,60 3	49,99 8	51,40 4	53,09 6	55,56 9	46,14 8	-----
Malaisie	2,704	2,750	2,547	2,574	2,624	2,5044	2,515	2,892	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8	3,78	3,532	3,437	-----
Corée	707,8	733,4	780,7	808,10	788,70	771	804	951	1400	1187	1131	1290	1251	1191	1145	1024	952	929	1401
Russie	-----	-----	-----	1,2470	3,5500	4,640	5,560	5,960	20,65 0	27	28,16 0	30,14 0	31,78 4	29,45 5	27,74 9	28,78 3	26,33 1	24,54 6	25,24 7
Brésil	-----	0,0001478 6	0,0016410 9	0,032	0,936	0,918	1,005	1,116	1,209	1,789	1,955	2,320	3,533	2,888	2,654	2,340	2,137 2	1,947	1,799
Turquie	0,00260 9	0,0044172	0,006872	0,01098 5	0,02960 9	0,04584 5	0,08140 5	0,206	0,315	0,541	0,673	1,450	1,644	1,397	1,340	1,345	1,409	1,300	1,588
Argentine	0,487	0,953	0,99	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,00	1,000	3,32	2,905	2,959	3,012	3,042	3,095	-----
Etats-Unis	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
France	0,8301	0,8601	0,8070	0,8634	0,8464	0,7609	0,7799	0,889 8	0,894	0,995	1,075	1,135	0,654	0,792	0,734	0,848	0,759	0,730	0,786
Allemagne	0,8261	0,8485	0,7985	0,8453	0,8297	0,7327	0,7694	0,886 6	0,894	0,995	1,075	1,135	0,654	0,792	0,734	0,848	0,759	0,730	0,786
Royaume-Uni	192,80	187,07	151,20	148,12	156,25	155	169,80	165,3 8	166,3 5	161,6 4	149,2 2	145,0 4	161,1 8	178,4 7	193, 14	172,1 9	169,3 0	200,3 4	145,7 8
Japon	144,79	134,71	126,65	111,85	99,74	102,83	116,0	129,9 5	115,6	102,2	114,9	131,8 0	119,9 0	107,1 0	104,1 2	117,9 7	118,9 5	117,8	96,9

Source : OCDE/FMI/Banque Mondiale

Tableau n°2 : Evolution du taux d'intérêt à court terme des pays émergents touchés par les crises et des pays développés de 1990 à 2008

Année	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Mexique	35,03	19,82	15,89	15,50	14,68	48,24	32,91	21,26	26,11	22,38	16,15	12,14	7,46	6,51	7,10	9,33	7,30	7,35	3,31
Thaïlande	--	--	--	--	--	--	--	14,59	13,02	1,77	1,95	2,00	1,76	1,31	1,23	2,62	4,64	--	--
Indonésie	--	--	--	--	--	--	--	27,82	62,79	23,58	10,32	15,03	13,54	7,76	5,38	6,78	11,41	7,98	8,98
Philippines	--	--	--	--	--	--	--	16,16	13,90	10,16	10,84	9,74	7,15	6,97	7,05	7,31	7,84	--	--
Malaisie	--	--	--	--	--	--	--	7,61	8,46	3,38	2,66	2,79	2,73	2,74	2,70	2,72	3,38	--	--
Corée	--	--	--	--	--	14,1	12,7	13,4	15,2	6,8	7,1	5,32	4,80	4,30	3,78	3,65	4,48	5,16	5,49
Russie	--	--	--	--	--	--	--	20,97	50,56	14,79	7,14	10,10	8,19	3,77	3,33	2,68	3,43	6,66	--
Bésil	--	--	--	--	--	--	--	24,79	28,57	26,39	18,51	20,06	19,43	22,11	17,14	18,76	14,38	11,98	12,36
Turquie	--	--	--	--	--	--	--	70,32	74,60	73,53	56,72	91,95	49,51	36,16	21,42	14,73	15,59	17,26	16,65
Argentine	--	--	--	--	--	--	--	6,63	6,81	6,99	8,15	24,90	41,35	3,74	1,96	4,11	7,20	--	--
Etats-Unis	--	5,84	3,68	3,17	4,63	5,92	5,39	5,62	5,47	5,33	6,46	3,69	1,73	1,15	1,56	3,51	5,15	5,27	2,97
France	--	9,62	10,34	8,59	5,85	6,58	3,94	3,46	3,83	2,97	4,39	4,26	3,32	2,34	2,11	2,18	3,08	4,28	5,49
Allemagne	--	9,25	9,52	7,29	5,36	4,53	3,31	3,33	3,83	2,97	4,39	4,26	3,32	2,34	2,11	2,18	3,08	4,28	5,49
Royaume-Uni	--	11,48	9,62	5,94	5,50	6,68	6,02	6,83	7,33	5,45	6,10	4,97	3,99	3,67	4,57	4,70	4,80	5,95	5,49
Japon	--	7,38	4,46	2,98	2,23	1,23	0,59	0,60	0,72	0,25	0,25	0,121	0,06	0,04	0,04	0,03	0,25	0,66	0,74

Source : OCDE/FMI/Banque Mondiale

Tableau n°3 : Evolution des spreads de taux d'intérêt des pays émergents touchés par les crises et des pays développés de 1990 à 2006

Année	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Mexique	...	...	...	1.04416 667	4.27083 333	19.6091 667	9.98166 667	5.77666 667	10.9041 667	12.1408 333	8.67166 667	6.56083 333	4.45333 333	3.93666 667	4.74333 333	6.23833 333	4.21516 811
Thaïlande	2.16666 667	1.72916 667	3.29166 667	2.54166 667	2.4375	1.66666 667	3.0625	3.125	3.77083 333	4.25	4.54166 667	4.70833 333	4.89583 333	4.60416 667	4.5	3.91666 667	2.91666 667
Indonésie	3.29416 667	2.21666 667	4.43083 333	6.03916 667	5.22666 667	2.13416 667	1.96166 667	1.80333 333	-6.9125	1.925	5.95166 667	3.06583 333	3.4425	6.345	7.68083 333	5.97166 667	4.56833 333
Philippines	4.58033 333	4.27208 333	5.20458 333	5.077	4.51775	6.29025	5.15633 333	6.08191 667	4.67108 333	3.60925	2.60216 667	3.65741 667	4.5305	4.251	3.9015	4.62891 667	4.4845
Malaisie	3.065	2.23666 667	2.22666 667	3.005	3.87166 667	2.79666 667	2.85833 333	2.85166 667	3.62083 333	4.43916 667	4.31083 333	3.7525	3.32333 333	3.23416 667	3.04583 333	2.95083 333	3.33666 667
Corée	0	0	0	0	0	0.16666 667	1.34	1.07166 667	1.99166 667	1.44833 333	0.60666 667	1.91583 333	1.82083 333	1.98583 333	2.03	1.87166 667	1.48416 667
Russie	...	...	...	...	..	218.35	91.7583 333	15.275	24.7416 667	26.0333 333	17.925	13.0583 333	10.7416 667	8.5	7.65	6.69166 667	6.375
Bésil	..	..	..	..	..	..	..	53.8426 87	58.36	54.4208 333	39.6308 333	39.76	43.7322 721	45.1126 429	39.5088 49	37.7545 857	36.8759 307
Turquie	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..
Argentine	..	..	..	..	1.97583 333	5.94416 667	3.15416 667	2.27583 333	3.07333 333	2.99333 333	2.74763 939	11.5418 289	12.4303 342	8.98554 791	4.16161 115	2.40091 862	2.20554 308
France	6	6	5	4	3	4	3	3	3	4	4	4	4	4	4	...	...
Allemagne	5	5	6	7	7	7	7	6	6	6	6	6	7	..	..	..	...
Royaume-Uni	2	1	2	2	2	3	3	3	3	..	..	..	..	..	..	..	...
Japon	3	3	3	2	2	3	2	2	2	2	2	2	2	2	2	1	1

Source : OCDE/FMI/Banque Mondiale

Tableau n°4 : Evolution des taux de croissance des pays émergents touchés par les crises et des pays développés de 1990 à 2008

Année	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Mexique	5.06830 645	4.22225 094	3.62865 877	1.95052 469	4.45825 815	- 6.21798 658	5.13982 773	6.77554 941	4.90652 561	3.87325 549	6.60198 45	- 0.15698 42	0.82668 459	1.35152 864	4.17748 785	2.80229 354	4.80872 011	3.29024 434	3.87325 549
Thaïlande	11.1671 619	8.55826 092	8.08338 833	8.25104 523	8.98718 166	9.23748 589	5.90134 525	- 1.37137 604	- 10.5099 726	4.44763 851	4.75006 771	2.16726 422	5.31757 355	7.13997 555	6.34407 33	4.52585 268	5.10737 562	4.75322 58	4.44763 851
Indonésie	9.00157 356	8.92779 636	7.22050 142	7.25407 553	7.54006 672	8.39635 849	7.64278 65	4.69987 249	- 13.1267 242	0.79112 983	4.91999 674	3.64353 347	4.49947 548	4.78036 928	5.03087 044	5.69257 498	5.51044 464	6.31634 521	0.79112 983
Philippines	3.03696 632	- 0.57833 463	0.33760 241	2.11630 774	4.38762 331	4.67869 234	5.84587 336	5.18536 234	- 0.57672 22	3.39639 64	5.96845 865	1.75567 341	4.44940 71	4.92973 089	6.37949 038	4.86904 097	5.44727 135	7.33159 161	3.39639 64
Malaisie	9.00964 928	9.54546 452	8.88511 562	9.89494 705	9.21204 281	9.82908 249	10.0027 008	7.32274 294	- 7.35941 553	6.13760 996	8.85886 765	0.31820 363	4.14767 075	5.68576 479	6.80000 019	5	5.90000 01	5.69999 981	6.13760 996
Corée	9.15518 665	9.39318 562	5.87569 284	6.13378 477	8.53651 524	9.16894 531	6.99862 051	4.65095 615	- 6.85445 929	9.48632 336	8.48619 366	3.83666 11	6.97028 971	3.09713 864	4.72956 61	4.19760 609	5.13388 538	4.97278 976	9.48632 336
Russie	- 2.99999 571	- 5.04693 937	- 14.5310 736	-8.66854	- 12.5697 556	- 4.14352 846	- 3.59999 99	1.39999 998	- 5.30000 019	6.40000 01	10	5.09198 427	4.74366 999	7.34785 748	7.14376 736	6.40000 01	7.40000 01	8.10000 038	6.40000 01
Brésil	- 4.30000 019	0.93808 633	- 0.37174 723	4.66417 933	5.34759 378	4.39932 299	2.10696 912	3.33333 325	0	0.30721 965	4.28790 188	1.32158 589	2.60869 575	1.27118 647	5.71827 078	2.90237 474	3.71794 868	5.41646 624	0.30721 965
Turquie	9.26614 666	0.72027 904	5.03563 499	7.65126 514	- 4.66814 756	7.87826 681	7.37966 442	7.57766 342	2.30821 466	- 3.36534 476	6.77445 507	- 5.69747 686	6.16383 982	5.26526 451	9.36280 918	8.40161 705	6.89348 888	4.45241 88	- 3.36534 476
Argentine	- 2.39895 916	12.6697 102	11.9407 749	5.90691 948	5.83620 071	- 2.84520 96	5.52669 001	8.11104 679	3.85017 896	- 2.39895 916	12.6697 102	11.9407 749	5.90691 948	5.83620 071	- 2.84520 96	5.52669 001	8.11104 679	3.85017 896	- 2.39895 916
Etats-Unis	1	-2	2	1	3	1	3	3	3	3	3	-0	1	2	3	2	2	1	..
France	3	1	1	-1	2	2	1	2	4	3	4	2	1	1	2	2	2	2	..
Allemagne	5	5	2	-1	3	2	1	2	2	2	3	1	0	0	1	1	3	2	..
Royaume-Uni	1	-1	0	2	4	3	3	3	3	3	4	2	2	3	3	2	3	3	..
Japon	5	3	1	0	1	2	3	2	-2	-0	3	0	0	1	3	2	2	2	..

Source : OCDE/FMI/Banque Mondiale

Tableau n°5 : Evolution des dépenses consommations finales (en % PIB) des pays émergents touchés par les crises de 1990 à 2007

Année	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Mexique	6.0021 9822	4.7790 4272	4.2979 2547	1.5892 3614	4.3514 6475	- 8.4390 4018	1.8018 5509	5.9742 8751	4.9990 7446	4.3572 8121	7.4232 0919	1.9212 1732	1.3559 4749	2.0560 782	3.5654 707	4.6007 1707	5.1310 1673	4.4971 3135
Thaïlande	6.8001 132	4.6986 1078	7.0716 4574	8.3560 1616	8.2445 5738	9.6817 131	9.5756 7883	- 0.7907 5563	- 10.044 795	2.9863 8439	5.6047 1773	2.4775 8937	4.8117 8761	5.9597 3349	6.4679 1267	5.9389 9822	3.2811 8086	3.4194 3169
Indonésie	14.623 9214	7.5367 6796	3.9284 9994	10.181 5224	7.0895 9723	11.411 3989	8.6467 1898	6.9689 8985	- 7.1130 4998	4.2649 0116	0.7326 7555	4.0860 7054	6.9930 048	1.0063 0891	8.3734 0546	2.7021 4272	6.1166 0004	8.0575 0847
Philippines	3.1302 9408	1.5153 0325	0.7288 2867	3.4814 5652	2.1826 725	7.9815 836	6.0462 9469	2.5314 3573	6.2522 2731	0.8898 5807	- 4.4386 2963	8.6168 0508	7.6507 5159	8.8777 5421	1.7609 7202	6.5271 225	0.8172 5669	3.6321 4564
Malaisie	10.608 7389	9.5940 9714	4.7135 0765	6.7056 551	12.555 6154	7.0577 8503	5.6301 3077	4.5738 7543	- 9.9751 3676	5.6538 3625	10.222 3244	5.6767 7164	6.0841 9132	5.7727 6659	10.724 9041	10.572 732	6.5115 7188	3.6378 9248
Corée	6.9882 7553	8.7017 0975	7.1144 8097	5.3616 662	7.2724 9432	9.8086 7195	6.7322 998	3.5657 7992	- 10.292 7036	8.8731 4892	7.4426 5461	5.1560 9121	8.1432 9624	- 0.2569 384	- 0.0082 3729	3.7176 8212	4.3800 3159	4.7673 2397
Russie	..	- 35.240 551	28.779 1328	6.5128 4599	- 5.7421 6223	0.0968 1288	- 1.2261 0831	4.1795 5256	- 1.0619 8072	- 2.5937 1781	5.3750 5913	7.5120 6207	7.5980 1388	6.6878 3903	10.248 5571	11.123 9834	12.538 2996	18.121 0938
Bésil	- 2.2264 1659	2.9913 2633	0.2721 3895	3.9359 8342	5.5534 6775	6.7837 3957	2.0232 0695	2.6221 2968	0.1754 2349	0.6841 4754	3.0419 9553	3.7369 2679	1.6074 0817	1.7447 0437	0.3568 128	3.3577 5447	4.4807 3578	- 1.0659 2023
Turquie	..	..	..	..	..	..	..	..	..	0.6104 7828	5.8309 3309	- 5.8218 9417	4.8869 0805	8.3080 5206	10.323 4339	7.1739 5401	5.1025 8865	4.3528 7571
Argentine	- 1.5902 3225	14.783 02	13.206 4018	5.3453 4693	4.9695 6253	- 3.5181 3221	5.9797 02	7.9525 4755	3.0677 1207	- 2.5846 5099	0.2357 3671	- 4.3884 3155	- 13.370 5349	7.4791 1406	7.7330 4701	6.8346 3812	7.0111 5608	..

Source : OCDE/FMI/Banque Mondiale

Tableau n°6: Evolution de la balance courante des pays émergents touchés par les crises de 1990 à 2007 (En millions de dollars)

Année	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Mexique	- 7451	-14893	-24805	- 23399	- 29662	-1577	-1922	-7448	- 16072	- 14323	- 18265	- 17642	- 13499	-8604	-6762	-5603	-6036	- 10208
Thaïlande	- 7281	-7571	- 6303	- 6354	- 8059	- 13582	- 14691	-3021	14242	12428	9313	5101	4691	4772	2759	-7857	2175	
Indonésie	- 2988	-4260	-2780	-2106	-2792	-6431	-7663	-4889	4097	5783	7992	6901	7824	7252	1563	278	10836	10365
Philippines	- 2695	-1034	-1000	-3016	-2950	-1980	-3953	-4351	1546	-2874	-2225	-1744	-279	288	1633	1984	5897	-2874
Malaisie	-870	-4182	-2167	-2991	-4520	-8643	-4462	-5935	9528	12604	8488	7286	7189	13381	15079	1998	25488	12604
Corée	- 2014	-8417	-4095	821	-4024	-8665	-2321	-8383	40371	24522	12251	8032	5394	1195	28174	14981	5385	5954
Russie	-----	-----	-----	-----	7844	6965	10847	-803	219	24711	46318	33795	29116	35410	59512	84409	94340	76241
Brésil	- 3823	-1450	6089	20	-1153	- 18136	- 23248	- 30791	- 33445	- 25396	- 24637	- 23215	-7637	4177	11738	13985	13621	1460
Turquie	- 2625	258	-643	-6380	2631	-2339	-1450	-2683	1984	-1360	-9767	3390	-1522	-8037	- 15543	- 22137	- 31893	- 37694
Argentine	4552	-647	-5547	-8205	- 10979	-5118	-6770	- 12138	- 14482	- 11943	-8981	-3780	8720	8065	3158	5395	8091.8	-----

Source : OCDE/FMI/Banque Mondiale

Tableau n°7 : Evolution des taux de change effectifs réels des pays émergents touchés par les crises 1990 à 2007 (prix, 100 en 2000)

Année	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Mexique*	100	110,4	119,9	128,5	123,1	83,7	111,5	128,9	130,5	142,7	154,8	106,5	106,6	95,3	91,5	95,0	95,2	94,5
Thaïlande	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Indonésie	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Philippines	100.98	101.15 25	111.97 9167	110.81 3333	117.23 25	120.42 25	130.15 6667	128.71 5833	107.84 1667	114.12	99.998 3333	95.599 1667	96.23	89.106 6667	86.224 1667	92.277 5	102.50 0833	112.29 3333
Malaisie	120.68 6667	117.93 0833	126.06 5833	127.36 25	122.46 6667	122.65 6667	126.95 9167	122.63 4167	97.852 5	98.730 8333	100.00 0833	104.87 75	105.00 9167	99.157 5	94.879 1667	95.191 6667	98.992 5	102.40 8333
Corée	--	--	--	--	--	93.7	96.1	90.0	74.5	84.6	90.9	86.0	99.5	100.6	102.8	115.6	125.3	124.6
Russie	..	..	..	..	100.13 25	113.10 4167	139.79 6667	149.34 1667	131.96 0833	90.599 1667	100.00 25	120.24 75	123.59 1667	127.32 6667	137.26 9167	149.20 0833	163.41 0833	172.74 5
Brésil	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Turquie	--	--	--	--	--	80.6	81.2	86.9	118.8	125.6	140.3	114.5	88.7	95.9	100.4	107.6	106.8	115.7
Argentine	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Japon	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--

* (prix, 100 en 1990)

Source : OCDE/FMI/Banque Mondiale

Tableau n° 8: Evolution de la balance courante (en % PIB) des pays émergents touchés par les crises de 1990 à 2007

Année	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Mexique*	- 2.8362 0968	- 4.7345 575	- 6.7220 5103	- 5.8036 3581	- 7.0335 1873	- 0.5498 603	- 0.7532 8306	- 1.9091 6974	- 3.7968 2497	- 2.8987 8353	- 3.2134 1129	- 2.8445 6638	- 2.1746 2377	- 1.3407 4747	- 0.9621 9609	- 0.6742 3298	- 0.2372 3824	- 2.8987 8353
Thaïlande	- 8.5313 9533	- 7.7075 7342	- 5.6556 4849	- 5.0835 3398	- 5.5760 9314	- 8.0893 8868	- 8.0860 6157	- 2.0021 6993	12.732 4449	10.158 652	7.5886 187	4.4149 7052	3.6682 833	3.3453 5027	1.7102 8477	- 4.3343 4027	1.0523 0737	6.0700 3328
Indonésie	- 2.6112 8334	- 3.3237 6252	- 1.9983 2851	- 1.3328 5358	- 1.5783 6286	- 3.1815 8385	- 3.3702 8249	- 2.2660 6071	4.2924 6393	4.1306 0201	4.8430 7487	4.3010 5739	3.9985 1742	3.4530 4212	0.6085 644	0.0967 1917	2.9731 3432	2.5435 6907
Philippines	- 6.0819 2929	- 2.2766 5524	- 1.8876 3436	- 5.5473 6221	- 4.6032 9423	- 2.6713 4866	- 4.7713 7736	- 5.2839 0655	2.3722 0104	- 3.7737 7815	- 2.9310 047	- 2.4489 0039	- 0.3632 1543	0.3616 5648	1.8785 2087	2.0098 8363	5.0160 6651	...
Malaisie	- 1.9759 8428	- 8.5130 8749	- 3.6640 3169	- 4.4711 5429	- 6.0688 6124	- 9.7301 9752	- 4.4242 6095	- 5.9252 4661	13.202 0918	15.924 0792	9.3976 0749	8.2804 0364	7.5550 8479	12.867 4745	12.087 774	14.566 543	16.329 7327	16.009 4764
Corée	- 0.7636 754	- 2.7312 8119	- 1.2413 9901	0.2267 3818	- 0.9503 72	- 1.6756 5194	- 4.1621 2078	- 1.6238 5764	11.687 1484	5.5055 9911	2.3943 3463	1.6668 7473	0.9862 0699	1.9649 0085	4.1401 6898	1.8928 983	0.6063 2068	0.6139 7538
Russie	--	--	--	--	1.9853 877	1.7609 3504	2.7690 5995	- 0.0198 4256	0.0808 5384	12.565 1105	18.035 3436	11.067 9363	8.4279 0975	8.2065 0917	10.057 4058	11.045 1338	9.5264 8917	6.0657 492
Bésil	- 0.8275 7553	- 0.3559 6989	1.5590 1731	0.0045 6309	- 0.2110 8334	- 2.3585 3722	- 2.7686 6298	- 3.4998 8522	- 4.0089 9654	- 4.3280 9688	- 3.7587 9673	- 4.2033 3063	- 1.5095 0117	0.7561 1238	1.7683 4953	1.5847 0862	1.2756 3984	0.1111 1512
Turquie	- 1.2346 5525	0.1158 5456	- 0.4308 3831	- 2.5068 4676	1.4294 4553	- 0.9544 9484	0.9781 8321	0.9881 6801	0.7382 6663	- 0.5370 3228	- 3.6765 2807	1.7308 0742	- 0.6535 0608	- 2.6382 6324	- 3.9693 4089	- 4.6701 1809	- 6.1845 6869	.....
Argentine	3.2203 2096	- 0.3410 2891	- 2.4249 3648	- 3.4660 0477	- 4.2648 597	- 1.9834 5929	- 2.4875 9294	- 4.1446 8165	- 4.8443 1423	- 4.2122 9472	- 3.1599 2243	- 1.4069 4807	8.5913 1241	6.2809 4501	2.0980 9396	2.7848 2197	3.5897 3306	2.7484 6929

Source : OCDE/FMI/Banque Mondiale

Tableau n° 9: Evolution de la balance commerciale (en millions US aux prix constants) des pays émergents touchés par les crises de 1990 à 2007

Année	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Mexique	- 6.515 97	- 18.40 24	- 28.98 41	- 24.18 63	- 26.71 44	4.855 5	2.4829 78	- 3.845 12	- 10.30 03	- 8.245 65	- 8.940 79	- 10.01 11	- 9.017 2	- 7.342 73	- 8.488 41	- 7.734 42	- 6.610 76	- 8.268 65
Thaïlande	- 9976. 9	- 9140. 5	- 8213. 6	- 9107. 2	- 9198. 1	- 1434 7	-16611	- 5508. 9	1150 6.5	8123. 1	7039. 1	2958. 9	3462. 9	4499. 3	1838. 4	-7980	2080	1230 8
Indonésie	4970	3273	6516	8495	8239	6825	6885	1461 7	2303 3	2723 9	2504 2	2269 7	2351 3	2456 3	2123 1	1677 1	2283 4	2564 0
Philippines	- 9976. 9	- 9140. 5	- 8213. 6	- 9107. 2	- 9198. 1	- 1434 7	-16611	- 5508. 9	1150 6.5	8123. 1	7039. 1	2958. 9	3462. 9	4499. 3	1838. 4	-7980	2080	1230 8
Malaisie	194.5	- 2298. 5	917.7	1480. 8	- 755.1	- 3776. 8	-90.8	- 288.7	1498 3.2	1923 2.2	1626 6	1413 9.2	1339 5.9	1742 1	2044 6	2645 9	2949 3	2925 4
Corée	-4828	- 9654. 8	- 5143. 8	- 1564. 2	- 6334. 8	- 1006 1	-20624	-8452	3903 1.2	2393 3	1178 6	9341	1034 4	1499 0	2938 2	2318 1	1608 2	1490 6
Russie	--	--	1356. 7	8211	1232 8.8	1404 9.7	15683. 8	9932. 3	1106 7.5	3207 7.5	5644 0.1	4399 8.6	4023 8.4	5225 2	7608 7	1058 21	1227 65	1100 99
Bésil	8891. 6	8673. 5	1267 6.8	1095 0.4	7352. 8	- 7631. 1	- 9045.7	- 1029 6.5	- 9994. 9	- 3903. 4	-3980	- 449.1	1063 9.3	2220 3	3024 4.4	4090 1.2	4195 4.7	3406 8
Turquie	- 9342. 8	- 7453. 5	- 8156. 5	- 1408 3.3	- 5164. 1	- 1407 2	- 20402. 1	- 2229 7.6	- 1894 7.4	- 1408 4.1	- 2672 7.9	- 1006 4.9	- 1510 1.1	- 1906 1.2	- 3468 5	- 2706 9.9	- 5167 2.1	- 6167 6
Argentine	8275	3860. 16	- 2636. 8	- 3665. 8	-5751	841.5	48.9	- 4019. 3	- 4943. 7	- 2199. 5	1060. 6	6223. 1	1666 0	1573 2.3	1213 0.5	1166 3.5	1241 0.8	1086 1.9

Source : OCDE/FMI/Banque Mondiale

Tableau n°10 : Evolution des exportations en volume (variation en %) des pays émergents de 1990 à 2007

Année	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Mexique*	18.600 7919	16.364 8701	15.237 793	15.247 6139	16.788 7154	30.362 3734	32.076 4999	30.266 8877	30.694 3607	30.737 5088	30.939 0602	27.559 0038	26.822 5784	27.797 7257	29.564 0182	29.982 563	31.890 7166	31.723 9571
Thaïlande	34.131 9275	35.964 3097	36.972 477	37.959 5795	38.871 685	41.843 8911	39.251 6556	48.009 7656	58.877 861	58.297 6494	66.777 6489	65.856 6055	64.194 3359	65.680 6412	70.697 052	73.713 1729	73.605 1559	68.052 6733
Indonésie	25.328 5122	25.797 2393	27.891 4375	26.754 7874	26.511 4269	26.312 1643	25.824 5525	27.859 2625	52.968 1358	35.514 1296	40.977 2987	39.032 1312	32.687 6183	30.477 6554	32.216 6939	33.936 6112	31.044 2066	29.361 5837
Philippines	27.516 2296	29.597 2557	29.129 7684	31.359 6115	33.825 695	36.357 2845	40.506 6566	48.956 4819	52.151 1726	51.468 2198	55.401 7067	49.159 9846	50.237 0415	49.625 6256	50.927 6085	47.623 8289	46.380 9128	39.360 3859
Malaisie	74.541 6946	77.826 1261	75.983 8638	78.920 7458	89.151 2299	94.089 592	91.575 7904	93.289 444	115.74 3736	121.31 1394	124.41 2979	116.40 2908	114.77 1141	113.32 9956	115.37 3337	117.63 9778	116.98 0202	112
Corée	27.953 8689	26.333 065	26.590 3091	26.528 5168	26.637 7182	28.828 2928	27.861 9709	32.392 5323	46.164 0587	39.063 6177	40.819 8013	37.803 9894	35.250 8926	37.947 361	43.992 0502	42.267 8986	43.006 9771	45.599 8154
Russie	18.162 0617	13.271 3623	62.322 4602	38.204 5937	27.758 379	29.289 465	26.073 3147	24.729 99	31.221 4794	43.220 2682	44.060 7224	36.893 4212	35.212 5931	35.156 9099	34.375 679	35.177 6161	33.797 1268	30.323 7
Brésil	8.1999 9027	8.6769 7334	10.868 2499	10.503 2701	9.5130 7678	7.2568 1686	6.5667 1858	6.8206 6536	6.9326 9348	9.4111 824	9.9781 9424	12.181 4461	14.096 6234	14.986 9289	16.425 0488	15.128 3741	14.654 9883	12.854 5437
Turquie	...	...	...	...	...	...	...	...	21.337 6408	19.439 8861	20.097 8718	27.440 8817	25.217 31	22.994 6327	23.551 5575	21.855 3753	22.669 9066	21.947 176
Argentine	10.359 5362	7.6750 4311	6.5981 8745	6.9093 5183	7.5218 3199	9.6488 0753	10.399 127	10.528 6541	10.385 004	9.7879 8866	10.885 4647	11.528 6112	27.689 6763	24.971 1952	25.257 4673	25.067 9321	24.738 9488	..

Source : OCDE/FMI/Banque Mondiale

Tableau n°11 : Evolution des dettes extérieures (en % PIB) des pays émergents de 1990 à 2006

Année	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Mexique*	41.105 3248	37.295 7591	31.722 0218	33.315 6577	33.897 9299	60.487 7101	48.987 551	38.000 9132	39.021 6575	35.599 3982	26.641 666	26.950 5406	25.855 2004	27.257 8453	25.426 2142	22.255 7901	19.454 6901
Thaïlande	33.337 7234	38.954 1316	38.342 8401	42.727 2552	46.051 278	60.570 528	63.510 9173	74.646 4363	97.154 4594	81.317 6229	65.988 5284	59.135 4057	47.575 4694	37.004 3946	32.419 5866	30.015 1893	27.326 6766
Indonésie	63.979 7846	71.643 002	72.194 8845	58.668 6015	62.633 9691	63.407 7578	58.269 512	65.065 2257	168.04 523	117.00 5566	93.563 024	86.621 8962	69.986 75	60.534 0907	56.887 3729	47.869 7623	37.519 6231
Philippines	69.384 7741	71.170 068	61.643 648	64.933 4977	61.246 0135	51.701 4613	51.010 538	59.103 8224	78.233 2992	72.690 5351	72.252 577	76.624 8537	73.274 222	73.249 6951	65.238 2308	57.772 5009	47.112 8644
Malaisie	36.364 4762	36.603 4658	35.740 7761	41.059 967	42.790 0402	40.551 4107	41.257 2014	49.817 3931	62.118 709	56.980 3358	50.625 8908	55.488 5059	54.502 1341	49.516 9399	44.077 2055	39.860 6419	35.950 6581
Corée	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Russie	..	..	17.162 5533	26.000 3842	30.966 5598	30.957 2363	32.714 9429	32.197 7596	68.604 9087	92.860 5807	63.245 3732	50.434 594	43.487 3504	42.001 5381	33.991 0375	30.726 9457	26.197 1235
Bésil	26.626 4339	30.335 8655	33.669 5526	33.690 1539	28.372 8154	21.173 2882	21.907 5148	23.210 6266	29.250 7041	42.971 5121	38.552 881	42.968 8899	47.318 3034	43.937 055	34.049 6364	22.142 0086	18.704 837
Turquie	32.478 4393	33.520 4223	35.205 0807	37.920 5898	50.761 6378	42.963 6673	43.378 8754	43.864 6725	47.369 5424	54.737 4431	58.154 8323	78.572 8351	71.697 7027	60.425 3801	53.404 7916	46.662 5928	51.662 0736
Argentine	46.047 0963	35.574 1996	30.437 7501	27.570 8622	29.470 1942	38.858 1445	41.651 0482	44.697 9815	48.504 3301	51.601 3214	52.095 6587	58.134 9172	156.30 2726	133.93 4924	114.44 5028	75.347 6791	58.559 3523

Source : OCDE/FMI/Banque Mondiale

Tableau n° 12: Evolution du service de la dette (en % PIB) des pays émergents de 1990 à 2006

Année	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Mexique	4.452 41439	4.428 73933	5.861 728	6.146 74547	4.912 01126	9.549 79668	12.67 15007	10.74 11336	7.144 7894	7.544 04062	10.32 9887	7.788 71486	6.889 61516	6.738 88979	7.498 91652	5.985 35793	6.790 23863
Thaïlande	6.277 6529	5.060 95139	5.409 57595	5.215 21524	5.517 29599	5.198 85526	5.360 60049	8.036 55615	11.80 88714	13.63 84639	11.58 15244	18.04 97359	16.09 90436	11.01 62116	8.079 63652	10.75 74772	7.409 59832
Indonésie	9.107 57648	10.32 98532	10.21 91431	9.269 35475	8.287 62559	8.367 4958	9.735 73786	9.423 60642	20.32 97362	13.65 78034	10.78 82139	10.01 65625	8.889 49817	8.182 06383	8.334 54163	5.940 87571	5.853 96892
Philippines	8.145 26414	7.442 76288	7.987 78868	8.838 83502	7.067 02876	7.041 89171	6.226 42278	5.308 64841	6.920 01019	8.025 87037	8.748 3581	12.31 61222	12.47 77637	11.93 72401	12.25 62695	9.305 74214	10.68 46158
Malaisie	10.27 9941	6.252 96245	7.515 19966	7.505 29923	8.634 27268	7.133 24979	8.763 84296	7.498 94877	8.896 7272	6.492 6365	7.791 8857	7.668 29447	8.962 95914	9.782 52381	7.767 3638	7.175 65304	5.041 19788
Corée																	
Russie	..	..	0.298 093	0.510 0658	0.882 31698	1.570 40934	1.893 66294	1.774 8673	4.204 4124	6.424 06068	4.674 60141	5.710 09865	4.181 52091	4.575 39033	3.643 09545	5.624 7239	5.226 39902
Bésil	1.813 73886	2.089 97953	2.255 43224	2.544 55209	2.967 17945	2.846 42599	3.047 27029	4.823 63401	6.221 56588	12.51 13232	10.34 92712	10.22 90883	10.65 44169	10.90 41742	8.297 38311	7.403 70493	5.985 21824
Turquie	3.532 3678	3.887 99957	4.066 13321	3.412 73032	5.674 0552	4.736 96643	4.431 9345	4.513 73985	5.620 37824	7.590 51343	7.876 18192	11.70 72367	12.09 08313	9.453 46531	8.511 9039	8.639 01249	7.740 79568
Argentine	4.556 6813	2.947 99014	2.174 57731	2.498 17463	2.263 92497	3.494 17456	4.848 71603	6.345 06986	7.361 5295	9.268 85784	9.747 03115	5.842 14188	5.605 01509	11.75 4274	8.895 61518	6.021 15614	9.102 73977

Source : OCDE/FMI/Banque Mondiale

Tableau n°13 : Evolution des dettes publiques des pays émergents de 1990 à 2006 (en dollars)

Année	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Mexique	7.597 4E+10	7.782 5E+10	7.114 1E+10	7.393 6E+10	7.826 4E+10	9.390 2E+10	9.279 8E+10	8.330 2E+10	8.704 5E+10	8.791 1E+10	8.148 8E+10	9.423 E+10	9.951 8E+10	1.066 6E+11	1.085 1E+11	1.084 8E+11	9.630 4E+10
Thaïlande	1.246 E+10	1.324 E+10	1.328 2E+10	1.469 7E+10	1.620 3E+10	1.682 6E+10	1.688 7E+10	2.229 2E+10	2.808 8E+10	3.130 6E+10	2.946 3E+10	2.621 8E+10	2.253 4E+10	1.771 2E+10	1.530 8E+10	1.384 2E+10	1.191 4E+10
Indonésie	4.798 2E+10	5.189 1E+10	5.366 4E+10	5.715 6E+10	6.392 6E+10	6.530 9E+10	6.001 2E+10	5.596 8E+10	6.741 6E+10	7.379 E+10	6.952 E+10	6.850 4E+10	7.114 5E+10	7.372 2E+10	7.167 E+10	6.964 4E+10	6.727 3E+10
Philippines	2.404 E+10	2.510 1E+10	2.583 2E+10	2.768 8E+10	2.991 3E+10	2.852 5E+10	2.707 2E+10	2.639 5E+10	2.917 3E+10	3.477 1E+10	3.374 4E+10	2.921 E+10	3.231 9E+10	3.614 7E+10	3.610 8E+10	3.542 4E+10	3.679 3E+10
Malaisie	1.159 2E+10	1.253 9E+10	1.237 1E+10	1.346 E+10	1.469 3E+10	1.602 3E+10	1.570 2E+10	1.680 7E+10	1.815 5E+10	1.893 E+10	1.923 4E+10	2.415 6E+10	2.641 5E+10	2.54E +10	2.557 E+10	2.244 9E+10	2.189 9E+10
Corée	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..
Russie	..	..	6.415 2E+10	1.012 7E+11	1.078 2E+11	1.015 8E+11	1.019 2E+11	1.065 4E+11	1.215 7E+11	1.211 9E+11	1.109 9E+11	1.037 7E+11	9.605 9E+10	9.905 1E+10	1.029 1E+11	7.539 E+10	5.025 4E+10
Brésil	8.752 5E+10	8.541 4E+10	9.095 3E+10	9.152 7E+10	9.533 3E+10	9.826 E+10	9.631 9E+10	8.773 8E+10	9.863 7E+10	9.251 5E+10	9.613 E+10	9.612 9E+10	9.914 8E+10	9.950 3E+10	9.681 8E+10	9.380 3E+10	8.493 6E+10
Turquie	3.887 E+10	3.982 9E+10	4.046 3E+10	4.406 4E+10	4.843 7E+10	5.031 7E+10	4.840 4E+10	4.751 3E+10	5.019 7E+10	5.050 6E+10	5.619 1E+10	5.404 7E+10	5.998 7E+10	6.344 7E+10	6.766 9E+10	6.191 8E+10	6.721 4E+10
Argentine	4.687 6E+10	4.757 4E+10	4.760 5E+10	4.588 6E+10	5.031 4E+10	5.491 3E+10	6.221 9E+10	6.688 9E+10	7.714 8E+10	8.122 3E+10	8.484 5E+10	8.610 6E+10	9.012 6E+10	9.654 8E+10	1.005 E+11	6.067 4E+10	6.471 1E+10

Source : OCDE/FMI/Banque Mondiale

Tableau n°14 : Evolution du service de la dette publique des pays émergents de 1990 à 2007 (en dollars)

Année	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Mexique	3.085 77945	3.026 8881	4.322 65641	2.687 54665	2.861 13614	5.623 34237	8.353 27113	7.213 30482	4.262 39099	3.386 46895	4.253 21843	3.972 09946	2.981 91126	3.496 2336	3.644 91366	2.976 05649	4.598 38394
Thaïlande	3.876 1416	1.873 9715	1.911 30348	1.741 95256	1.850 08517	1.672 09537	1.232 80614	1.363 87396	2.113 69275	3.432 14605	3.797 12559	4.569 38632	6.218 94367	5.350 34883	3.184 98359	1.883 99378	1.630 87165
Indonésie	6.771 68229	6.824 23354	6.708 32489	5.870 83041	5.108 40477	4.836 09105	5.308 81918	4.257 26102	7.918 43686	7.149 92593	4.935 18606	4.304 92305	3.429 55428	3.287 91305	4.206 5528	2.621 36996	1.666 88971
Philippines	6.571 99396	6.040 38798	7.034 2625	7.643 71301	5.522 90323	5.637 44349	4.682 34882	3.823 2989	5.238 46473	5.987 72569	5.448 5232	7.196 67278	6.757 64491	6.603 92606	7.310 73815	5.374 37627	6.606 91595
Malaisie	8.666 49528	4.719 07736	6.073 85003	5.317 01742	5.816 04427	2.959 0391	4.284 12437	2.922 15472	3.126 45067	3.596 70511	3.853 31004	4.600 25799	6.193 99459	5.895 1868	4.469 09585	4.565 49832	2.403 85854
Corée	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..
Russie	..	..	0.298 093	0.488 55773	0.837 79275	1.495 3694	1.636 94593	1.503 07997	2.795 87861	2.426 96455	2.070 58871	3.294 2944	2.613 46694	2.744 20015	1.932 34848	3.793 26749	3.468 04987
Brésil	1.265 78521	1.298 77731	1.383 9016	1.148 9614	1.603 87685	1.734 5929	1.563 28935	1.866 20827	2.096 88168	4.386 06303	3.854 77615	3.810 76224	4.475 61702	3.865 22491	3.144 69463	1.881 97894	3.041 65341
Turquie	3.097 28095	3.288 73423	3.340 74413	2.746 62065	4.233 75797	3.769 70728	3.401 76587	3.297 42998	3.966 76118	3.480 16364	3.716 57639	6.042 76205	4.433 73754	4.181 35525	3.135 87515	2.652 65018	1.999 81751
Argentine	3.558 37147	2.038 08316	1.424 66567	1.888 28853	1.409 23469	2.059 16742	2.610 5941	3.978 83825	4.013 59119	4.358 68689	5.861 24577	2.745 60899	3.763 7274	5.591 27031	1.747 41017	1.830 44594	1.890 06625

Source : OCDE/FMI/Banque Mondiale

Tableau n° 15: Evolution de l'inflation (en %) des pays émergents touchés par la crise de 1990 à 2007

Année	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Mexique	26.652 6452	22.661 5118	15.508 5445	9.7515 3056	6.9657 7814	34.999 275	34.377 6582	20.626 4843	15.927 995	16.585 6051	9.4950 1914	6.3625 0035	5.0310 8953	4.5481 3792	4.6882 8287	3.9875 716	3.6293 7691	3.9669 7944
Thaïlande	5.9493 6709	5.7347 6703	4.0677 9661	3.3659 0662	5.0851 4112	5.8046 6149	5.8323 7176	5.6001 5859	8.0720 856	0.3039 7777	1.5672 3526	1.6368 2864	0.6207 0122	1.8006 002	2.7677 6941	4.5418 3267	4.6417 6829	2.2288 5862
Indonésie	7.8126 774	9.4105 4228	7.5312 2861	9.6827 4472	8.5206 1216	9.4333 6298	7.9700 4702	6.2298 9617	58.387 0872	20.489 1175	3.7183 798	11.503 8601	11.878 7564	6.5857 1919	6.2435 2093	10.451 9566	13.110 4182	6.4070 7735
Philippines	12.679 9203	18.492 3	8.5944 8695	6.8815 7514	8.3619 2884	6.7055 3936	7.5136 612	5.5908 5133	9.2659 4465	5.9471 3656	3.9501 0395	6.8	2.9962 5468	3.4545 4545	5.9753 9543	7.6285 2405	6.2403 698	2.8100 0725
Malaisie	2.6178 0105	4.3583 3333	4.7672 283	3.5365 8537	3.7249 7055	3.4505 751	3.4885 5946	2.6625 146	5.2703 42	2.7445 613	1.5347 4024	1.4167 8473	1.8078 7246	0.9928 1621	1.5185 422	2.9608 6509	3.6092 3564	2.0273 5318
Corée	8.5776 3301	9.3	6.3063 0631	4.7457 6271	6.2567 4218	4.4796 9543	4.9234 2923	4.4468 6946	7.5094 6846	0.8138 9699	2.2653 3317	4.0650 4065	2.7626 8116	3.5147 6421	3.5896 7536	2.7511 6237	2.2	2.5440 3131
Russie	..	..	..	874.62 1847	307.63 4409	197.47 1385	47.741 6667	14.766 7663	27.674 8415	85.741 7815	20.776 3409	21.457 865	15.792 0011	13.679 7204	10.860 9548	12.683 3396	9.6787 6512	9.0072 2708
Brésil	2947.7 3293	432.78 4602	951.64 846	1927.9 835	2075.8 8718	66.007 8763	15.757 4361	6.9253 1694	3.1985 9189	4.8579 6624	7.0447 0245	6.8378 3076	8.4502 207	14.715 3258	6.5991 2485	6.8673 4958	4.1836 8053	3.6370 2793
Turquie	60.312 7021	65.969 4214	70.072 7911	66.097 0826	106.26 2729	88.107 7026	80.346 9028	85.733 2416	84.641 3357	64.867 4792	54.915 3824	54.400 184	44.964 1235	25.296 3679	10.584 2362	10.138 4049	10.510 9767	8.7561 8091
Argentine	2313.9 6466	171.67 1696	24.899 9486	10.611 4941	4.1773 4724	3.3761 1685	0.1556 959	0.5272 5826	0.9203 3647	- 1.1668	- 0.9359	- 1.0666	25.868 4979	13.442 8493	4.4157 1792	9.6393 9955	10.901 1245	8.8314 1299

Source : OCDE/FMI/Banque Mondiale

Tableau n°16 : Evolution du taux d'intérêt réel des pays émergents touchés par les crises de 1990 à 2007

Année	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Mexique	--	--	--	7.522 84708	9.982 75586	15.63 53631	4.316 06304	3.783 32687	9.509 9635	7.517 33118	4.304 98711	6.532 59176	1.172 52924	- 1.408 11693	0.051 07319	3.975 08276	2.944 27105	4.211 64041
Thaïlande	8.171 71714	9.124 94323	7.346 32561	7.628 97389	5.406 41149	7.254 73649	9.023 67268	9.208 07677	4.741 08465	13.56 51832	6.401 00093	5.075 50043	6.009 05044	4.549 11769	2.302 15033	1.133 37882	2.249 77692	3.483 71817
Indonésie	12.16 17252	15.35 05078	17.71 85412	10.75 17847	9.263 27451	8.339 21453	9.520 96675	8.213 62933	- 24.60 02193	11.82 65316	- 1.654 2841	3.720 05727	12.32 24098	10.85 20758	5.134 40716	- 0.628 31331	2.089 92275	2.112 53486
Philippines	9.866 93357	5.618 1964	10.69 77967	7.348 53038	4.605 383	6.630 62861	6.667 88243	9.462 38602	5.721 60254	3.465 8309	4.290 3967	5.658 71454	4.435 2853	5.486 7551	3.756 86757	3.515 46923	4.346 70796	5.808 66492
Malaisie	4.796 49447	5.564 15151	7.563 99633	5.812 74517	4.643 90678	4.917 83895	6.040 21979	6.905 93423	3.350 6893	8.513 998	2.714 45446	10.29 91462	2.595 63915	2.807 88732	- 5.588 14921	1.526 22531	2.309 3162	3.663 12154
Corée	- 0.469 85211	- 0.600 76698	2.209 60944	2.100 63912	0.616 50871	1.501 9065	3.539 74804	6.939 41175	8.937 15235	9.504 66271	7.751 44179	4.028 14047	3.839 28509	3.419 2052	3.127 85544	5.799 19132	6.497 66881	5.254 3315
Russie	..	..	..	..	..	72.25 5335	69.27 64913	14.75 9804	19.61 63688	- 18.95 1631	- 9.633 22516	1.217 97088	0.074 85561	- 0.818 35275	- 7.246 24935	- 7.159 88027	- 4.586 50654	- 3.076 76198
Brésil	..	..	..	..	..	..	..	65.47 15116	78.72 64715	66.42 88196	47.67 98564	44.65 68794	47.25 59318	47.09 75888	43.40 69608	44.52 52869	44.63 95036	37.52 79266
Turquie	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..
Argentine	..	..	..	..	7.010 10687	14.23 10348	10.56 87996	9.751 69816	12.55 42738	13.11 75064	9.945 08458	29.12 02941	16.17 97384	7.828 93754	- 2.237 73137	- 2.459 78979	- 4.309 47328	- 2.675 45382

Source : OCDE/FMI/Banque Mondiale

Tableau n°17 : Evolution des crédits domestiques (en PIB) des pays émergents touchés par les crises de 1990 à 2007

Année	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Mexique	37.344 9636	37.817 3005	40.420 7015	41.113 1698	48.973 4112	49.551 3322	37.352 7344	42.111 1163	39.014 5883	36.269 4047	34.098 9583	33.141 3475	36.458 4821	36.358 0036	35.310 8836	35.383 952	39.323 6736	43.147 0244
Thaïlande	94.082 9566	96.221 3166	103.55 8994	116.02 7242	130.67 5549	141.32 4855	146.36 1036	177.57 6707	176.74 6192	155.78 4642	138.27 2479	128.56 9641	127.78 1148	122.92 5773	116.54 8049	111.24 944	101.11 2512	96.085 5339
Indonésie	46.673 176	46.372 1031	46.575 9111	47.436 4256	50.283 6445	51.815 3332	54.022 5857	59.550 5327	59.927 9981	62.073 9582	60.676 8318	54.467 2021	52.393 319	49.204 1771	49.623 2336	46.027 7116	41.672 0984	40.513 4501
Philippines	26.855 2698	23.856 4491	26.597 1663	51.732 8082	55.659 4542	64.266 1439	73.949 8694	84.471 7951	75.627 9303	69.169 3979	66.911 7065	63.296 6426	61.382 2876	60.136 1494	58.138 2647	50.685 3941	48.558 2847	40.799 3304
Malaisie	69.412 6681	73.761 091	143.50 7658	141.11 7811	145.49 6619	165.20 6277	187.59 3461	210.41 7797	206.08 813	69.412 6681	189.85 7526	177.90 5785	176.44 2042	168.40 3219	164.29 3502	130.92 7435	122.32 9107	108.05 0607
Corée	62.874 3881	63.598 9944	62.348 8013	62.348 6325	62.694 2001	61.253 8118	64.833 2866	73.844 8164	83.978 1327	88.273 6821	92.995 2675	96.749 3158	101.90 8694	105.10 3101	100.72 8019	106.09 9223	107.06 4771	110.18 9297
Russie	..	..	..	25.916 2722	31.705 2818	25.458 2431	27.839 2276	29.487 9414	44.925 5017	33.331 4809	24.665 7499	23.079 3294	24.828 1789	26.526 345	24.910 6706	20.627 4387	21.308 4257	24.931 3375
Brésil	89.295 9498	89.434 4714	131.51 5477	181.46 3369	89.837 9003	58.946 4421	59.796 1114	61.982 6726	70.272 202	73.793 4692	74.632 7817	72.485 0417	74.486 8631	74.016 9421	72.606 2785	74.455 3487	88.329 5148	95.933 8858
Turquie	15.417 9582	17.670 7686	18.719 5866	19.652 3543	19.075 0894	20.192 6274	25.933 1102	25.640 5655	28.558 8269	38.308 2145	39.252 1607	54.130 258	48.814 7362	44.022 1623	42.567 7535	43.876 5679	45.765 2259	48.503 0591
Argentine	32.420 7078	22.799 0353	22.478 5778	25.993 5337	26.578 768	27.867 9369	28.220 3095	30.376 2107	32.502 8313	35.504 4211	34.451 6927	37.243 3686	62.421 0571	50.627 8408	45.401 8914	38.264 4602	30.789 0474	28.601 6289

Source : OCDE/FMI/Banque Mondiale

Tableau n° 18: Evolution de l'épargne nationale (en % PIB) des pays émergents touchés par les crises de 1990 à 2007

Année	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Mexique	20.267 9176	18.634 8171	16.550 4074	15.140 254	14.888 8035	19.373 4932	22.468 8435	23.990 6521	20.493 6295	20.597 4808	20.493 9251	17.918 848	18.470 8004	19.133 5621	21.031 7249	21.156 4674	21.728 4966	21.576 9939
Thaïlande	32.827 0874	35.092 8192	34.309 8145	34.919 5938	34.654 7813	34.013 3209	33.745 9755	32.787 0483	33.246 6621	30.633 0166	30.384 2392	28.505 7011	27.511 2667	28.304 3537	28.503 252	26.986 3377	29.269 022	32.010 2043
Indonésie	28.068 7752	20.084 7492	21.442 625	28.998 1213	29.871 7003	28.138 4602	27.808 0826	29.030 9677	24.222 3511	14.569 4227	28.336 1912	28.345 3903	26.174 1238	30.190 9046	24.582 777	25.938 7856	27.884 943	26.070 6654
Philippines	19.455 8582	19.573 6923	19.704 5555	19.196 9509	21.781 765	18.576 5076	19.999 1379	19.892 0269	19.463 9645	31.856 8363	36.802 9785	32.213 7413	33.613 3804	28.725 0729	31.361 0916	30.198 0782	33.209 8656	29.498 4417
Malaisie	30.350 666	29.174 1829	31.696 6591	34.714 7293	35.091 5604	33.895 9618	37.040 9889	37.023 3269	39.607 8148	35.026 7715	36.700 901	32.205 3566	32.208 5915	34.429 7409	30.771 1449	30.057 6153	31.810 463	36.241 3979
Corée	36.804 0466	37.182 2891	36.302 021	36.248 6992	36.260 6888	36.270 6451	35.002 1553	34.951 5266	37.213 8214	35.079 5441	33.832 9849	31.369 7453	30.281 9958	31.966 1484	34.487 7472	31.957 8972	30.442 7357	29.974 6208
Russie	..	36.278 2974	47.703 3958	33.693 0008	29.551 2314	28.032 0454	26.522 6498	21.945 0626	17.158 7868	28.245 3289	36.153 8734	32.996 0823	28.697 7558	29.007 9727	30.813 0322	31.128 3016	30.875 4826	29.763 1149
Brésil	18.925 3082	18.673 1377	20.105 6232	20.203 783	21.302 29	15.586 9398	14.083 2033	13.579 1883	13.032 4688	12.057 1384	13.940 8293	13.514 9422	14.645 1845	15.937 5277	18.602 0412	15.849 1116	17.342 7906	22.212 347
Turquie	..	..	..	..	..	..	..	..	24.207 6054	19.817 4591	18.055 5687	18.174 4823	18.336 4296	15.063 7932	15.605 9942	15.595 7193	16.219 6293	16.349 1268
Argentine	..	13.365 3688	13.643 2066	15.587 8801	15.671 5279	15.945 8179	15.582 0627	15.203 8536	15.066 74	13.785 5883	13.043 4923	12.779 9101	20.057 6591	20.156 7764	20.819 0365	24.030 201	26.779 4113	..

Source : OCDE/FMI/Banque Mondiale

Tableau n°19 : Evolution de la dette extérieure à court terme (% de la dette extérieure total) des pays émergents touchés par les crises de 1990 à 2007

Année	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Mexique	15.398	19.1615	21.8476	27.7793	28.3825	22.5545	19.0961	18.8621	16.5346	14.4312	12.546	8.8799	6.0169	5.3723	5.3105	3.9171	4.571
Thaïlande	29.6229	33.1331	35.2453	42.9997	44.5252	44.078	42.2865	34.4908	28.2698	24.1997	18.6653	19.6798	20.0722	21.1536	22.3975	31.0198	32.2488
Indonésie	15.9368	17.9952	20.5189	20.1712	18.0452	20.8735	24.9971	24.1171	13.2891	13.2352	15.6997	16.2934	17.1682	16.7596	17.575	22.6457	25.1994
Philippines	14.4776	15.2158	15.823	13.931	14.1989	13.4057	18.1117	23.2597	10.9256	8.4859	9.4247	10.3	9.2796	9.8723	8.2593	10.3617	8.3036
Malaisie	12.437	12.1444	18.1807	26.5838	20.4017	21.1808	27.8986	31.6315	19.9702	14.3468	10.9216	14.9742	17.3374	17.7632	21.9193	25.3475	22.4706
Corée																	
Russie	..	..	16.7119	7.3414	8.0095	8.4031	9.4568	4.6259	8.2825	9.0096	9.7693	12.4407	11.0729	17.335	13.4394	11.8437	16.1106
Brésil	19.8069	21.7814	18.6706	21.7414	21.1132	19.4664	19.8174	17.5626	12.3797	11.9744	12.8226	12.3454	10.1313	10.4749	11.5114	12.8099	10.4689
Turquie	19.2214	17.9209	22.3857	27.0142	17.0719	21.2805	21.7276	21.2231	21.841	23.0135	24.6883	14.444	12.5421	15.9424	19.8073	21.9165	20.358
Argentine	16.8295	20.7147	23.6705	13.4301	9.5843	21.6878	21.1541	24.9603	21.8908	20.6515	19.6463	13.1852	10.0517	13.7769	16.1411	27.4021	28.6757

Source : OCDE/FMI/Banque Mondiale

Tableau n° 20: Evolution des taux d'investissement (en % PIB) des pays émergents touchés par les crises de 1990 à 2007

Année	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Mexique	17.879 7989	18.652 9274	19.598 2208	18.562 3417	19.310 6823	16.121 6717	17.829 9236	19.486 3243	20.892 828	21.167 3584	21.359 7279	19.993 0744	19.241 2701	18.924 8238	19.634 5844	19.321 1212	20.396 9269	20.716 2685
Thaïlande	41.353 7636	42.841 3773	39.963 9473	40.009 7694	40.253 5057	42.094 3336	41.816 2193	33.663 5399	20.447 073	20.500 082	22.836 1855	24.098 3448	23.801 4851	24.968 4448	26.808 8512	31.452 4918	27.819 5076	29.850 1854
Indonésie	9.2233 0093	11.895 1616	6.5294 5328	9.5392 7898	14.054 1973	7.7857 7137	5.2656 3644	9.3164 5584	10.241 4436	13.578 4006	15.831 7137	18.373 764	21.842 7315	20.808 7502	19.521 4844	23.664 3066	24.104 3034	23.383 7223
Philippines	24.151 1383	20.218 3323	21.338 3961	23.981 3709	24.062 809	22.450 5253	24.015 8253	24.775 7587	20.340 9672	18.752 7313	21.166 3418	18.974 3347	17.665 0009	16.833 7154	16.749 9123	14.601 0065	14.330 9278	14.992 2791
Malaisie	32.360 3249	37.790 7524	35.362 5526	39.183 9371	41.202 2934	43.640 0986	41.479 0344	42.973 0835	26.675 3311	22.382	27.303 875	23.924 9535	23.776 3538	21.618 7973	23.049 5644	20.274 868	20.702 8141	23.117 485
Corée	11.438 632	12.030 5853	14.286 5953	14.090 5962	11.739 5687	15.423 0471	21.193 6989	22.527 6814	26.188 2401	26.899 786	25.561 7065	22.980 2036	21.219 0895	24.178 524	27.065 8417	26.872 4537	25.537 4184	28.471 4241
Russie	30.130 394	36.267 4294	34.613 3614	27.007 1716	25.537 4546	25.439 2719	23.667 696	21.976 5205	14.964 2534	14.830 4033	18.693 8782	21.949 7738	20.040 6265	20.803 1292	20.875 6409	20.064 8308	21.300 7545	24.536 0355
Brésil	20.166 6069	19.769 1002	18.934 6027	20.846 3593	22.145 5631	18.027 3991	17.040 0105	17.426 2295	17.028 3051	16.376 7529	18.250 1297	18.028 3012	16.196 1994	15.770 7767	17.117 3496	15.996 6908	16.765 3122	22.103 1609
Turquie	..	..	..	..	..	..	..	..	22.113 5159	19.123 7183	20.766 798	15.075 8038	17.614 0518	17.596 7674	19.390 0719	19.989 5897	22.054 8534	22.169 3153
Argentine	13.996 9816	14.636 9772	16.702 4059	19.056 4346	19.938 9782	17.937 7365	18.082 18	19.370 1305	19.934 9537	18.014 0228	16.192 6498	14.179 1201	11.960 6419	15.137 5132	19.167 1238	21.455 9364	23.5	..

Source : OCDE/FMI/Banque Mondiale

Liste des graphiques et des schémas

<i>Intitulé du graphique</i>	<i>Page</i>
Graphique n°01 : Fréquence des crises financières pendant la période 1890-1997	37
Graphique n°02 : Fréquence des crises bancaires, crises de change, crises doubles pendant la période 1890 -1997	38
Graphique n°03 : Fréquence des crises sur la période 1994-2000	39
Graphique n°04 : Flux nets de capitaux privés en faveur des cinq pays : Corée, Indonésie, Malaisie, Philippines et Thaïlande	50
Schéma n°05 : Représentation de l'approche conventionnelle d'évaluation financière	125
Schéma n°06 : Illustration de l'adhésion de l'individu à la convention d'évaluation financière	128
Schéma n° 06a : Illustration de l'entrée en résonance des divers marchés financiers	142
Graphique n°07 : Le taux de change d'équilibre	153
Graphique n°08 : Déséquilibre du taux de change	155
Graphique n°09a : Evolution du taux de change en Mexique de 1990 à 2008	156
Graphique n°09b : Courbe d'évolution du taux de change en Mexique de 1990 à 2008	156
Graphique n°10a : Evolution du taux de change en Thaïlande de 1990 à 2008	157
Graphique n°10b : Courbe d'évolution du taux de change en Mexique de 1990 à 2008	157
Graphique n°11a : Evolution du taux de change en Indonésie de 1990 à 2008	158
Graphique n°11b : Courbe d'évolution du taux de change en Indonésie de 1990 à 2008	158
Graphique n°12a : Evolution du taux de change en Philippines de 1990 à 2007	159
Graphique n°12b : Courbe d'évolution du taux de change en Philippines de 1990 à 2007	159
Graphique n°13a : Evolution du taux de change en Malaisie de 1990 à 2007	160
Graphique n°13b : Courbe d'évolution du taux de change en Malaisie de 1990 à 2007	160
Graphique n°14a : Evolution du taux de change en Corée du Sud de 1990 à 2008	161
Graphique n°14b : Courbe d'évolution du taux de change en Coré du Sud de 1990 à 2008	161
Graphique n°15a : Evolution du taux de change en Russie de 1993 à 2008	162
Graphique n°15b : Courbe d'évolution du taux de change en Russie de 1993 à 2008	162
Graphique n°16a : Evolution du taux de change au Brésil de 1991 à 2008	163
Graphique n°16b : Courbe d'évolution du taux de change en Brésil de 1991 à 2008	163
Graphique n°17a : Evolution du taux de change en Turquie de 1990 à 2008	164
Graphique n°17b : Courbe d'évolution du taux de change en Turquie de 1990 à 2008	164
Graphique n°18a : Evolution du taux de change en Argentine de 1990 à 2007	165
Graphique n°18b : Courbe d'évolution du taux de change en Argentine de 1990 à 2007	165
Graphique n° 19a : Evolution du taux de change en France et en Allemagne de	166

1990 à 2008	
Graphique n° 19b : Evolution du taux de change en Japon de 1990 à 2008	166
Graphique n°20 : Les variations de taux de change (en %) des pays émergents touchés par les crises et trois pays développés (Allemagne, France et Japon)	167
Graphique n°22a : Evolution des taux d'intérêt à court terme au Mexique de 1990 à 2007	173
Graphique n°22b : Courbe d'évolution des taux d'intérêt à court terme au Mexique de 1990 à 2007	173
Graphique n°23a : Evolution des taux d'intérêt à court terme en Thaïlande de 1997 à 2006	174
Graphique n°23b : Courbe d'évolution des taux d'intérêt à court terme en Thaïlande de 1997 à 2006	174
Graphique n°24a : Evolution des taux d'intérêt à court terme en Indonésie de 1997 à 2007	174
Graphique n°24b : Courbe d'évolution des taux d'intérêt à court terme en Indonésie de 1997 à 2007	175
Graphique n°25a : Evolution des taux d'intérêt à court terme au Philippines de 1997 à 2006	175
Graphique n°25b : Courbe d'évolution des taux d'intérêt à court terme au Philippines de 1997 à 2006	175
Graphique n°26a : Evolution des taux d'intérêt à court terme au Malaisie de 1997 à 2007	176
Graphique n°26b : Courbe d'évolution des taux d'intérêt à court terme au Malaisie de 1997 à 2007	176
Graphique n°27a : Evolution des taux d'intérêt à court terme en Corée du Sud de 1995 à 2007	177
Graphique n°27b : Courbe d'évolution des taux d'intérêt à court terme en Corée du Sud de 1995 à 2007	177
Graphique n°28a : Evolution des taux d'intérêt à court terme en Russie de 1997 à 2007	177
Graphique n°28b : Courbe d'évolution des taux d'intérêt à court terme en Russie de 1997 à 2007	177
Graphique n°29a : Evolution des taux d'intérêt à court terme au Brésil de 1997 à 2007	178
Graphique n°29b : Courbe d'évolution des taux d'intérêt à court terme au Brésil de 1997 à 2007	178
Graphique n°30a : Evolution des taux d'intérêt à court terme en Turquie de 1997 à 2007	179
Graphique n°30b : Courbe d'évolution des taux d'intérêt à court terme en Turquie de 1997 à 2007	179
Graphique n°31a : Evolution des taux d'intérêt à court terme en Argentine de 1997 à 2006	179
Graphique n°31b : Courbe d'évolution des taux d'intérêt à court terme en Argentine de 1997 à 2006	180
Graphique n°32a : Evolution des taux d'intérêt à court terme en USA et en France de 1991 à 2008	180
Graphique n°32b : Evolution des taux d'intérêt à court terme en Allemagne et en Japon 1991 à 2008	181
Graphique n°33 : Les taux d'intérêt à court terme pratiqués dans les pays émergents pendant la crise et les plus élevés des pays développés	182
Graphique n°34 : Evolution des <i>spreads</i> de taux d'intérêt au Mexique de 1993 à 2006	184

Graphique n°35 : Evolution des <i>spreads</i> de taux d'intérêt au Thaïlande de 1990 à 2006	185
Graphique n°36 : Evolution des <i>spreads</i> de taux d'intérêt en Indonésie de 1990 à 2006	185
Graphique n°37 : Evolution des <i>spreads</i> de taux d'intérêt au Philippines de 1990 à 2006	186
Graphique n°38 : Evolution des <i>spreads</i> de taux d'intérêt en Malaisie de 1990 à 2006	186
Graphique n°39 : Evolution des <i>spreads</i> de taux d'intérêt en Corée du Sud de 1990 à 2006	187
Graphique n°40 : Evolution des <i>spreads</i> de taux d'intérêt en Russie de 1995 à 2006	187
Graphique n°41 : Evolution des <i>spreads</i> de taux d'intérêt au Brésil de 1990 à 2006	188
Graphique n°42 : Evolution des <i>spreads</i> de taux d'intérêt en Argentine de 1994 à 2006	188
Graphique n°43 : Les <i>spreads</i> de taux d'intérêt les plus élevés dans les pays développés de 1990 à 2005	189
Graphique n°44 : Les <i>spreads</i> de taux d'intérêt les plus élevés dans les pays développés de 1990 à 2005	190
Graphique n°45a : Evolution du taux de croissance au Mexique de 1990 à 2007	192
Graphique n°45b : Evolution de la consommation (en variation %) au Mexique de 1990 à 2007	192
Graphique n°46a : Evolution du taux de croissance en Thaïlande de 1990 à 2007	193
Graphique n°46b : Evolution de la consommation (en variation %) en Thaïlande de 1990 à 2007	193
Graphique n°47a : Evolution du taux de croissance en Indonésie de 1990 à 2007	194
Graphique n°47b : Evolution de la consommation (en variation %) en Indonésie de 1990 à 2007	194
Graphique n°48a : Evolution du taux de croissance au Philippines de 1990 à 2007	195
Graphique n°48b : Evolution de la consommation (en variation %) au Philippines de 1990 à 2007	195
Graphique n°49a : Evolution du taux de croissance en Malaisie de 1990 à 2007	196
Graphique n°49b : Evolution de la consommation (en variation %) en Malaisie de 1990 à 2007	196
Graphique n°50a : Evolution du taux de croissance en Corée du Sud de 1990 à 2007	197
Graphique n°50b : Evolution de la consommation (en variation %) en Corée du Sud de 1990 à 2007	197
Graphique n°51a : Evolution du taux de croissance en Russie de 1990 à 2007	198
Graphique n°51b : Evolution de la consommation (en variation %) en Russie de 1990 à 2007	198
Graphique n°52a : Evolution du taux de croissance au Brésil de 1990 à 2007	199
Graphique n°52b : Evolution de la consommation (en variation %) au Brésil de 1990 à 2007	199
Graphique n°53a : Evolution du taux de croissance en Turquie de 1990 à 2007	200
Graphique n°53b : Evolution de la consommation (en variation %) en Turquie	200

de 1999 à 2007	
Graphique n°54a : Evolution du taux de croissance en Argentine de 1990 à 2007	201
Graphique n°54b : Evolution de la consommation (en variation %) en Argentine de 1999 à 2007	201
Graphique n°55 : Les taux de croissance des pays émergents touchés par la crise des pays (France, Allemagne, Royaume Uni, Japon, États-Unis)	202
Graphique n°56a : Evolution de la balance courante au Mexique de 1990 à 2007	206
Graphique n°56b : Courbe d'évolution de la balance courante au Mexique de 1990 à 2007	206
Graphique n°57a : Evolution de la balance courante en Thaïlande de 1990 à 2006	207
Graphique n°57b : Courbe d'évolution de la balance courante en Thaïlande de 1990 à 2006	207
Graphique n°58a : Evolution de la balance courante en Indonésie de 1990 à 2007	208
Graphique n°58b : Courbe d'évolution de la balance courante au Mexique de 1990 à 2007	208
Graphique n°59a : Evolution de la balance courante au Philippines de 1990 à 2006	209
Graphique n°59b : Courbe d'évolution de la balance courante au Philippines de 1990 à 2006	209
Graphique n°60a : Evolution de la balance courante en Malaisie de 1990 à 2006	209
Graphique n°60b : Courbe d'évolution de la balance courante au Mexique de 1990 à 2006	210
Graphique n°61a : Evolution de la balance courante en Corée du Sud de 1990 à 2007	210
Graphique n°61b : Courbe d'évolution de la balance courante en Corée du Sud de 1990 à 2007	210
Graphique n°62a : Evolution de la balance courante en Russie de 1994 à 2007	211
Graphique n°62b : Courbe d'évolution de la balance courante en Russie de 1994 à 2007	211
Graphique n°63a : Evolution de la balance courante au Brésil de 1990 à 2007	212
Graphique n°63b : Courbe d'évolution de la balance courante au Brésil de 1990 à 2007	212
Graphique n°64a : Evolution de la balance courante en Turquie de 1990 à 2007	212
Graphique n°64b : Courbe d'évolution de la balance courante en Turquie de 1990 à 2007	213
Graphique n°65a : Evolution de la balance courante en Argentine de 1990 à 2006	213
Graphique n°65b : Courbe d'évolution de la balance courante en Argentine de 1990 à 2006	213
Graphique n°66a : Evolution des taux de change effectif réel au Mexique de 1990 à 1996	218
Graphique n°66b : Courbe d'évolution des taux de change effectif réel au Mexique de 1990 à 1996	218
Graphique n°67a : Evolution des taux de change effectif réel au Philippines de 1990 à 2000	219

Graphique n°67b : Courbe d'évolution des taux de change effectif réel au Mexique de 1990 à 2000	219
Graphique n°68a : Evolution des taux de change effectif réel au Philippines de 1990 à 2000	219
Graphique n°68b : Courbe d'évolution des taux de change effectif réel au Philippines de 1990 à 2000	219
Graphique n°69a : Evolution des taux de change effectif réel en Corée du Sud de 1995 à 2000	220
Graphique n°69b : Courbe d'évolution des taux de change effectif réel en Corée du Sud de 1995 à 2000	220
Graphique n°70a : Evolution des taux de change effectif réel en Russie de 1994 à 2003	221
Graphique n°70b : Courbe d'évolution des taux de change effectif réel au Philippines de 1994 à 2007	221
Graphique n°71a : Evolution des taux de change effectif réel en Turquie de 1997 à 2003	221
Graphique n°71b : Courbe d'évolution des taux de change effectif réel en Turquie de 1997 à 2003	221
Graphique n°72a : Evolution de la balance courante (en % PIB) au Mexique de 1990 à 1996	224
Graphique n°72b : Evolution de la balance commercial (en millions US à prix constant) au Mexique de 1990 à 1996	224
Graphique n°72c : Evolution des exportations en volume (variation en %) au Mexique de 1990 à 1996	225
Graphique n°73a : Evolution de la balance courante (en % PIB) en Thaïlande de 1990 à 2000	225
Graphique n°73b : Evolution de la balance commercial (en millions US à prix constant) en Thaïlande de 1990 à 1999	226
Graphique n°73c : Evolution des exportations en volume (variation en %) en Thaïlande de 1990 à 2000	226
Graphique n°74a : Evolution de la balance courante (en % PIB) en Indonésie de 1990 à 2000	227
Graphique n°74b : Evolution de la balance commercial (en millions US à prix constant) en Indonésie de 1990 à 1999	228
Graphique n°74c : Evolution des exportations en volume (variation en %) en Indonésie de 1990 à 2000	228
Graphique n°75a : Evolution de la balance courante (en % PIB) au Philippines de 1990 à 2000	229
Graphique n°75b : Evolution de la balance commercial (en millions US à prix constant) au Philippines de 1990 à 1999	229
Graphique n°75c : Evolution des exportations en volume (variation en %) au Philippines de 1990 à 2000	230
Graphique n°76a : Evolution de la balance courante (en % PIB) en Malaisie de 1990 à 2000	230
Graphique n°76b : Evolution de la balance commercial (en millions US à prix constant) en Malaisie de 1990 à 1999	231
Graphique n°76c : Evolution des exportations en volume (variation en %) en Malaisie de 1990 à 2000	231
Graphique n°77a : Evolution de la balance courante (en % PIB) en Corée du Sud de 1990 à 2000	232
Graphique n°77b : Evolution de la balance commercial (en millions US à prix constant) en Corée du Sud de 1990 à 1999	232

Graphique n°77c : Evolution des exportations en volume (variation en %) en Corée du Sud de 1990 à 2000	233
Graphique n°78a : Evolution de la balance courante (en % PIB) en Russie de 1994 à 2002	233
Graphique n°78b : Evolution de la balance commercial (en millions US à prix constant) en Russie de 1992 à 2000	234
Graphique n°78c : Evolution des exportations en volume (variation en %) en Russie de 1992 à 2000	234
Graphique n°79a : Evolution de la balance courante (en % PIB) au Brésil de 1994 à 2000	235
Graphique n°79b : Evolution de la balance commercial (en millions US à prix constant) au Brésil de 1994 à 2001	235
Graphique n°79c : Evolution des exportations en volume (variation en %) au Brésil de 1994 à 2001	236
Graphique n°80a : Evolution de la balance courante (en % PIB) en Turquie de 1993 à 2001	236
Graphique n°80b : Evolution de la balance commercial (en millions US à prix constant) en Turquie de 1994 à 2001	237
Graphique n°80c : Evolution des exportations en volume (variation en %) en Turquie de 1998 à 2004...	237
Graphique n°81a : Evolution de la balance courante (en % PIB) en Argentine de 1997 à 2004	238
Graphique n°81b : Evolution de la balance commercial (en millions US à prix constant) en Argentine de 1992 à 2002	238
Graphique n°81c : Evolution des exportations en volume (variation en %) en Argentine de 1992 à 2004	238
Graphique n°82a : Evolution des dettes extérieures (en % PIB) en Mexique de 1990 à 1996	241
Graphique n°82b : Evolution du service de la dette extérieure en (en % PIB) au Mexique de 1990 à 1996	242
Graphique n°83a : Evolution des dettes extérieures (en % PIB) en Thaïlande de 1990 à 2006	243
Graphique n°83b : Evolution du service de la dette extérieure en (en % PIB) en Thaïlande de 1990 à 2006	243
Graphique n°83a : Evolution des dettes extérieures (en % PIB) en Indonésie de 1990 à 2003	244
Graphique n°83b : Evolution du service de la dette extérieure en (en % PIB) au Indonésie de 1990 à 2003	244
Graphique n°84a : Evolution des dettes extérieures (en % PIB) au Philippines de 1990 à 2003	245
Graphique n°84b : Evolution du service de la dette extérieure en (en % PIB) au Philippines de 1992 à 2006	245
Graphique n°85a : Evolution des dettes extérieures (en % PIB) en Malaisie de 1990 à 2003	246
Graphique n°85b : Evolution du service de la dette extérieure en (en % PIB) au Malaisie de 1990 à 2003	246
Graphique n°86a : Evolution des dettes extérieures (en % PIB) en Russie de 1992 à 2003	247
Graphique n°86b : Evolution du service de la dette extérieure en (en % PIB) en Russie de 1992 à 2003	248
Graphique n°87a : Evolution des dettes extérieures (en % PIB) au Brésil de 1992 à 2006	248

Graphique n°87b : Evolution du service de la dette extérieure en (en % PIB) au Brésil de 1992 à 2006	249
Graphique n°89a : Evolution des dettes extérieures (en % PIB) en Turquie de 1994 à 2006	250
Graphique n°89b : Evolution du service de la dette extérieure en (en % PIB) en Turquie de 1994 à 2006	250
Graphique n°100a : Evolution des dettes extérieures (en % PIB) en Argentine de 1994 à 2006	251
Graphique n°100b : Evolution du service de la dette extérieure en (en % PIB) au Argentine de 1994 à 2006	251
Graphique n°101a : Evolution de la dette publique (en dollar) en Mexique de 1990 à 1996	254
Graphique n°101b : Evolution du service de la dette publique en (en % PIB) au Mexique de 1990 à 1996	254
Graphique n°102a : Evolution de la dette publique (en dollar) en Thaïlande de 1992 à 1999	254
Graphique n°102b : Evolution du service de la dette publique en (en % PIB) au Thaïlande de 1990 à 1996	255
Graphique n°103a : Evolution de la dette publique (en dollar) en Indonésie de 1992 à 1999	255
Graphique n°103b : Evolution du service de la dette publique en (en % PIB) en Indonésie de 1992 à 1999	256
Graphique n°104a : Evolution de la dette publique (en dollar) en Philippines de 1992 à 1999	256
Graphique n°104b : Evolution du service de la dette publique en (en % PIB) en Philippines de 1992 à 1999	257
Graphique n°105a : Evolution de la dette publique (en dollar) en Malaisie de 1992 à 1999	257
Graphique n°105b : Evolution du service de la dette publique en (en % PIB) au Malaisie de 1992 à 1999	258
Graphique n°106a : Evolution de la dette publique (en dollar) en Mexique de 1993 à 2000	258
Graphique n°106b : Evolution du service de la dette publique en (en % PIB) au Mexique de 1994 à 2001	258
Graphique n°107a : Evolution de la dette publique (en dollar) au Brésil de 1994 à 2001	259
Graphique n°107b : Evolution du service de la dette publique en (en % PIB) au Brésil de 1995 à 2002	259
Graphique n°108a : Evolution de la dette publique (en dollar) en Turquie de 1996 à 2003	260
Graphique n°108b : Evolution du service de la dette publique en (en % PIB) au Turquie de 1996 à 2003	260
Graphique n°109a : Evolution de la dette publique (en dollar) en Argentine de 1997 à 2004	261
Graphique n°109b : Evolution du service de la dette publique en (en % PIB) en Argentine de 1990 à 1996	261
Graphique n°110 : Evolution de l'inflation (en %) en Mexique de 1990 à 2000	263
Graphique n°111 : Evolution de l'inflation (en %) en Thaïlande de 1992 à 2002	264
Graphique n°112 : Evolution de l'inflation (en %) en Indonésie de 1992 à 2002	264
Graphique n°113 : Evolution de l'inflation (en %) au Philippines de 1992 à	265

2002	
Graphique n°114 : Evolution de l'inflation (en %) en Malaisie de 1992 à 2002	266
Graphique n°115 : Evolution de l'inflation (en %) en Corée du Sud de 1992 à 2002	267
Graphique n°116a : Evolution de l'inflation (en %) en Russie de 1993 à 1995	267
Graphique n°116b : Evolution de l'inflation (en %) en Russie de 1996 à 2003	268
Graphique n°117a : Evolution de l'inflation (en %) au Brésil de 1990 à 1994	269
Graphique n°117b : Evolution de l'inflation (en %) au Brésil de 1995 à 2003	269
Graphique n°118 : Evolution de l'inflation (en %) en Turquie de 1992 à 2005	270
Graphique n°119 : Evolution de l'inflation (en %) en Argentine de 1998 à 2006	270
Graphique n°120a : Evolution des taux d'intérêt réel à court terme en Mexique de 1993 à 2000	273
Graphique n°120b : Evolution des crédits bancaires (en % du PIB) en Mexique de 1990 à 2000	274
Graphique n°121a : Evolution des taux d'intérêt réel à court terme en Thaïlande de 1990 à 2002	275
Graphique n°121b : Evolution des crédits bancaires (en % du PIB) en Thaïlande de 1990 à 2002	275
Graphique n°122a : Evolution des taux d'intérêt réel à court terme en Indonésie de 1993 à 2002	276
Graphique n°122b : Evolution des crédits bancaires (en % du PIB) en Indonésie de 1990 à 2002	276
Graphique n°123a : Evolution des taux d'intérêt réel à court terme en Philippines de 1990 à 2007	277
Graphique n°123b : Evolution des crédits bancaires (en % du PIB) au Philippines de 1990 à 2007	277
Graphique n°124a : Evolution des taux d'intérêt réel à court terme en Malaisie de 1993 à 2002	278
Graphique n°124b : Evolution des crédits bancaires (en % du PIB) en Malaisie de 1990 à 2002	278
Graphique n°125a : Evolution des taux d'intérêt réel à court terme en Corée du Sud de 1990 à 2002	279
Graphique n°125b : Evolution des crédits bancaires (en % du PIB) en Corée du Sud de 1990 à 2002	279
Graphique n°126a : Evolution des taux d'intérêt réel à court terme en Russie de 1995 à 2005	280
Graphique n°126b : Evolution des crédits bancaires (en % du PIB) en Russie de 1993 à 2005	280
Graphique n°127a : Evolution des taux d'intérêt réel à court terme au Brésil de 1997 à 2007	281
Graphique n°127b : Evolution des crédits bancaires (en % du PIB) au Brésil de 1994 à 2007	281
Graphique n°128 : Evolution des crédits domestiques (en % du PIB) en Turquie de 1995 à 2005	282
Graphique n°129a : Evolution des taux d'intérêt réel à court terme en Argentine de 1994 à 2007	283
Graphique n°129b : Evolution des crédits bancaires (en % du PIB) en Argentine de 1990 à 2007	283
Graphique n°129 : Evolution des taux d'investissement et des taux d'épargne en Mexique de 1990 à 1995	290

Graphique n°130 : Evolution des taux d'investissement et des taux d'épargne en Thaïlande de 1990 à 1999	290
Graphique n°131 : Evolution des taux d'investissement et des taux d'épargne en Indonésie de 1990 à 1998	291
Graphique n°132 : Evolution des taux d'investissement et des taux d'épargne au Philippines de 1990 à 1998	292
Graphique n°133 : Evolution des taux d'investissement et des taux d'épargne en Malaisie de 1993 à 1999	292
Graphique n°134 : Evolution des taux d'investissement et des taux d'épargne en Corée du Sud de 1990 à 1999	293
Graphique n°135 : Evolution des taux d'investissement et des taux d'épargne en Russie de 1991 à 1999	293
Graphique n°136 : Evolution des taux d'investissement et des taux d'épargne au Brésil de 1991 à 2000	294
Graphique n°137 : Evolution des taux d'investissement et des taux d'épargne en Turquie de 1998 à 2003	294
Graphique n°138 : Evolution des taux d'investissement et des taux d'épargne en Argentine de 1995 à 2003	295
Graphique n°139 : Schéma illustratif du modèle explicatif de la manifestation des crises des pays émergents	316
Graphique n°140 : Schéma illustratif du premier scénario du déclenchement de crise	334
Graphique n°141 : Schéma illustratif du deuxième scénario du déclenchement de crise	340
Graphique n°142 : Schéma illustratif du troisième scénario du déclenchement de crise	343
Graphique n°143 : Schéma illustratif du quatrième scénario du déclenchement de crise	346
Graphique n°144 : Schéma illustratif du cinquième scénario du déclenchement de crise	350
Graphique n°145 : Schéma illustratif du modèle simplifié de déclenchement de crise pour un pays émergent	351

La liste des tableaux

<i>Intitulé des tableaux</i>	<i>Page</i>
Tableau n°01 : Flux nets de capitaux privés en faveur des cinq pays touchés par la crise asiatiques (Corée du Sud, Indonésie, Malaisie, philippines et Thaïlande)	49
Tableau n° 02 : Les variations de change (en %) des pays émergents et des trois pays développés (Allemagne, France et Japon)	167
Tableau n° 03 : Les taux d'intérêt à court terme les plus élevés des pays émergents pendant la crise et les pays développés	182
Tableau n°04 : Les spreads de taux d'intérêt des pays émergents au cours de la crise et des pays développés	189
Tableau n°05 : Les taux de croissance des pays émergents pendant la crise et les plus faibles dans les pays développés	202
Tableau n°06 : L'attribution des causes possibles aux différentes crises par pays émergents	328

Bibliographie

Aftalion A. (1909), « *La réalité des surproductions générales* », Revue d'Economie Politique, 1908 et 1909.

Aglieta M. (2001), « *Macroéconomie financière* », Ed.. La Découverte », 5^e édition, Paris, 2001.

Aglieta M. (2002), " *Monetary Sovereignty in the Age of Globalization* », Mimeo Franco-Japanese Conference on " Monetary and Finance in the Age of Globalization : Comparative Studies in Europe and Asia" Tokyo, novembre 2002.

Aglietta M. (1997), « *Macro-économie internationale* », Ed. Montchrestien, Paris, octobre 1997.

Armony, V. (2004), « *L'Énigme argentine. Images d'une société en crise* », Montréal, Athéna, 2004.

Artus P. (2006), « *La résolution des crises dans les pays émergents* », Ed. Economica, Paris.

Atlan F. & al. (1998), « *Le rôle du taux de change dans la croissance des économies émergentes* », Revue économique, vol. 40, n°1, janvier 1998, pp. 9-26.

Bellofiore R. & Ferri P. (2001). " *Financial Keynesianism and Market Instability: The Economic Legacy of Hyman Minsky*", (Vol.1), Cheltenham, England : Edward Elgar Pub.. 2001.

Bellofiore R. & Ferri P. (2001)." *Financial Fragility and Investment In the Capitalist Economy: The Economic Legacy of Hyman Minsky*" (Vol.2), Cheltenham, England : Edward Elgar Pub, 2001.

Benabdelah M. &. Diallo K. (2004), « *Incidence des crises financières : une analyse empirique à partir des pays émergents* », les journées de recherche GDR « Les crises financières internationales », Université d'Orléans, 6-7 mai 2004.

Bensaïd B.& Jeanne O. (1997), " *The instability of exchange rate systems when raising the interest rate is costly*", European Economic Review, 41.

Béranger, F. & al. (2001), « *Bâle II : une nouvelle approche réglementaire du risque de crédit. Quels impacts sur les marchés de crédit émergent ?* », *Étude-Marchés Emergents* 1, Caisse des Dépôts et Consignations, juin 2001.

Bernanke B.S. (1983), «*Non-Monetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression*», NBER Working Paper N° 1054, Janvier 1983, Cambridge MA.

Bernanke, Gertler & Gilchrist (1999), «*The financial accelerator in a quantitative business cycle framework*», in Handbook of Macroeconomics, Taylor et Woodford eds., Amsterdam, North Holland.

Blanchard O. & Watson M. (1984), "*Bulles, anticipations rationnelles et marchés financiers*", Annales de l'INSEE, n° 54, avril-juin, pp. 79-100.

Blanchard O. J. & Cohen D. (2002), «*Macroéconomie*», Pearson Education, 2002.

Bordon M., B. Eichengreen, D. Klingebiel & M.S. Martinez-Peria (2001), “*Is the crisis problem growing more severe ?*”, Economic Policy : A European Forum, n° 32, Avril 2001, p. 53-82. Disponible sur le site : http://econweb.rutgers.edu/bordo/Crisis_Problem_text.pdf

Boucher C. (2003), «*Identification des crises boursières*», Document de travail, Université Paris XIII, 27 mars.

Bourguinat H. (1999), «*Finance Internationale : après l'euro et les crises*», Puf, 4^{ème} édition, Novembre 1999.

Bourguinat H., Teïletche J. & Dupuy M. (2007), «*Finance internationale*», édition Dalloz, septembre 2007, pp. 411-437.

Boyer R., Dehove M. & Plihon D. (2004), "*Les crises financières : analyses et propositions*", Conseil d'Analyse Economique, Paris.

Brossard O. (1998), «*L'instabilité financière selon Minsky : l'incertitude et liquidité au fondement du cycle ?*», Revue économique, 1998, vol. 49, n°2, pp. 407-435.

Burnside C., Eichebaum M. & Rebelo S. (1999), «*Hedging and financial fragility in fixed exchange rate regimes*» NBER Working Paper N° 7143, may, Cambridge MA.

Calvo G. & Mendoza E.G (1998), «*Rational Herd Behavior and the Globalization of Securities Markets*», Duke University Economics Working Paper, n° 97-26, mars. Disponible sur <http://papers.ssrn.com/sol3/delivery.cfm/98042307.pdf?abstractid=114723>

Camdessus M. (1995), «*La crise financière mexicaine, ses origines, la réponse du FMI et les enseignements à en tirer*», Revue d'Economie Financière, Revue trimestrielle de l'Association d'Economie Financière, n° 33, Eté 1995.

Carlstrom F. (2001), “*Perils of Price Deflations: An analysis of the Great Depression*”, Economic Commentary, February 15th, 2001.

Chang R. & Velasco A. (1998 b), « *Financial Crises in Emerging Markets : A canonical model* », *NBER Working Paper* N° 6606, juin, Cambridge, MA. Disponible sur <http://www.econ.nyu.edu/cvstarr/working/1998/RR98-21.pdf>

Corsetti G., P. Pensisenti & N. Roubini (1998) : « Paper Tigers? A Model of the Asian Crisis », *NBER Working Paper*, n° 6783, novembre. Disponible sur <http://papers.nber.org/papers/w6783.pdf>

Creel J., Ducoudré B, Mathieu C. & Sterdyniak H. (2005), « *Doit-on oublier la politique budgétaire ?* », *Revue de l'OFCE*, n° 92, pp. 43-97.

Dash M. (1999), "*Tulipomania: The Story of the World's Most Coveted Flower and the Extraordinary Passions It Aroused*", Gollancz, Londres, 1999.

Dehem R. (1985), « *Histoire de la pensée économique : des mercantilistes à Keynes* », Edition Dunod, avril 1985.

Dekle R. & Kletzer K.M. (2001), « *Domestic Bank Regulation and Financial Crises : Theory and Empirical Evidence from East Asia* » *NBER Working Paper* N° 8322, juin, Cambridge, MA.

Diamond D. & P. Dybvig (1983), "*Bank reserves, liquidity and deposit insurance*", *Journal on Political Economic*, n° 91, pp. 401-419. Disponible sur <http://papers.nber.org/papers/w6680.pdf>

Edwards S. (1999), "*On Crisis Prevention: Lessons from Mexico and East Asia*", *NBER Working Paper* 7233, Juillet 1999.

Etner F. (2000), « *Histoire de la pensée économiques* », *Economica*, février 2000, p. 162.

Fischer I. (1930), « *Theory on Interest* », New York : The Macmillan Co, 1930.

Fischer I. (1933), "*Debt Deflation*", *Econometrica*, 1933.

Flood R. & Garber P. (1984), « *Collapsing exchange rates regimes, some linear examples* », *Journal International Economics*.

Furman J. & J.E. Stiglitz (1998), « *Economic Crises: Evidence and Insights from East Asia* », *Brookings Papers on Economic Activity*, n° 2.

Garber P. M. (2000), « *Famous First Bubbles* », *MIT Press, Cambridge, 2000*, pp. 35–54.

Garber P.M. (2008), « *Tulipmania* », [Journal of Political Economy](#), vol. 97, n° 3, 1989.

Gavin M. & R. Hausmann (1996), « *The Roots of Banking Crises: The Macroeconomic Context* », Baltimore, Johns Hopkins University Press, pp. 27-63.

Gérard Marie H. (2003), « *Les crises au XX siècle (1873-2003)* », Ed. Belin Sup., août 2003, p. 72.

Gilles P. (1996), « *Crises et cycles économiques* », Ed. Armant Colin, Paris, 1996

Gobillard B. (2004), "*Incertitude, apprentissage social et évaluation financière conventionnelle*", CEPREMAP et FORUM (Université de Paris X - Nanterre), Mai 2004.

Goldfajn I. & R. Valdes (1997), « *Capital Flows and the Twin Crises: The Role of Liquidity* », IMF WP/97/87.

Goldfajn I. & R.O. Valdés (1996) : « *The Aftermath of Appreciations* », *NBER Working Paper*, n° 5650, juillet. Disponible sur <http://www.nber.org/papers/w5650.pdf>

Goldgar A. (2007), "*Tulipmania: Money, Honor, and Knowledge in the Dutch Golden Age*", *University of Chicago Press, Chicago, 2007.*

Gravereau J. (2001), « *La crise asiatique : rupture, rebond, émergence* », *Ed. Economica, mai 2001, Paris.*

Hutchison T. W. (1953), « *A Review of Economic Doctrines* », 1870-1929, Oxford, 1953.

Irwing G. & Vines D. (2001), « *Government Guarantees, Investment and Vulnerability to Financial Crises* », *CEPR Working Paper.*

Ito T. & Pereira da Silva L. (1999), "*The Credit Crunch in Thailand during the 1997-98 crisis: Theoretical and operational issues the JEXIM survey*", *EXIM Review*, vol. 19, no. 2, 1999, pp. 1-40.

Jeanne O. & J. Zettelmeyer (2002), « *Original sin, balance set crises resort : How large is large enough ?* », *NEBER Working Papers*, n° 8381, Cambridge, Massachusetts.

Jeanne O. (1996), « *Les modèles de crises de change : un essai de synthèse en relation avec la crise du franc* », *Economie et Prévision*, n°123-124.

Jevons W. S. (1862), "*Investigation in currency and finance (1884)*", New York, A. M. Kelly, 1964, pp. 1-12.

Kaminsky G.L. & C.M. Reinhart (1999), « *The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems* », *American Economic Review*, n° 89, pp. 473-500. Disponible sur <http://www.puaf.umd.edu/faculty/papers/reinhart/bank3.pdf>

Keynes J. M. (1930), "*A Treatise on money*", London, 1930.

Keynes J. M. (1969), *"La théorie générale de l'emploi de l'intérêt et de la monnaie"*, Editions Payot, Traduction de General Theory, London, Mac Millan et C°, 1936.

Kindelberger Charles P. (1978), *"Manias, Panics and Crashes"*, Londres et Basingstoke, Macmillon Press.

Kindleberger C. P. (1984), « *Histoire financière de l'Europe occidentale* », Ed. Economica, Paris 1985.

Kindleberger [C. P. \(2005\)](#), « *Histoire des crises financières* », Ed. Valor, 4^e édition, Paris, 2005

Kindleberger [C.P.](#) & Aliber R. (2005), *"Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises"*, 5th ed., John Wiley & Sons, Hoboken, New Jersey, 2005.

Kondratiev N.D (1993)., « *Les grands cycles de la conjoncture* », Economica, Paris, 1993.

Krugman P. & Obsfeld M. (2006), « *Economie internationale* », Ed. Pearson Education, 7^{ème} édition, Juillet 2006.

Krugman P. (1979), « *A model of balance of payment* », Journal of Money, Credit and Banking.

Krugman P. (1994), « *The myth of Asian miracle* », Foreign Affairs, Nov/Dec. 1994.

Krugman P. (1998), « *Saving Asia: It's Time to Get Radical* », Fortune, n° 09/07/1997.

Krugman P. (2001), « *Crises: The Next Generation?* », Razin Conference, Tel Aviv University, 25-26 mars. Disponible sur <http://econ.tau.ac.il/research/sapir/Krugman.pdf>

Le Page J. M. (2003), « *Crises financières internationales et risque systémique* », Ed. De boock, 1^{er} édition, Bruxelles 2003.

Lindert H. P. & Pugel A. T. (1997), « *Economie international* », Ed. Economica, 10^{ème} édition, 1997, Paris.

Mackay C. (2008), "Charles Mackay, Memoirs of Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowds", Wilder Publications, 20080.

Mills J. (1867), « *Credit cycles and the origins of commercial panics* », Transactions of the Manchester Satisfical Society, 1867.

Minsky H. (1982), *"The financial instability hypothesis : capitalism processes and the bahavior of the economy"*, Cambridge University Press.

Minsky H. (1992), « *The Financial Instability Hypothesis* », The Jerome Levy Economics Institute Working Paper No. 74, May 1992.

Mishkin F.S. (1992), « *Anatomy of a Financial Crisis* », NBER Working Paper, N° 6680, Cambridge, MA.

Nyahoho E. (2002), « *Finances internationales : théorie, politique et pratique* », Presse de l'Université du Québec, 2^e édition, Québec, 2002.

Obstfeld M. (1996), « *Models of currency crises with selffulfilling features* », European Economic Review.

Obstfeld M. (1994), « *The logic of currencies crises* », Cahiers économiques et monétaires, Banque de France.

Orlean A. (1988), " *L'auto-référence dans la théorie keynésienne de la spéculation* », Les Cahiers d'économie politique, p. 229-242.

Orléan A. (1999), "*Le pouvoir de la finance*", Paris, Edition Odile Jacob

Orléan O. (2001), "*L'hypothèse autoréférentielle appliquée à la finance*", "Les transformations de la finance en Europe", Troisième conférence du Centre Saint Gobain pour la recherche en Economie, 8 et 9 novembre 2001, La défense.

Peltier C. (2002), « *L'ère Cardoso au Brésil : gestion habile d'une économie fragile* », Ed. Conjoncture, juin 2002.

Radelet S. & Sachs J. (1998), « *The Onset of the East Asian Financial Crisis* », NBER Working Paper, n° 6680, août 1998. Disponible sur <http://papers.nber.org/papers/w6680.pdf>

Radelet S. & Sachs J. (1998), « *The East Asian financial crisis : diagnostics, Remedies, Prospects* », Brooking Papers on Economic Activity, I, 1998, pp. 10-11.

Riffart C. (2001), « A l'impossible Argentine ne peut être tenue », Lettres de l'OFCE, n° 209, 10 octobre 2001.

Robertson D. H. (1926), « *Banking policy and the price level* », 1926.

Rosier B. (1988), « *Les théories des crises économiques* », Edition La Découverte, 2000.

Salvatore D. (2007), « *Economie internationale* », Ed. De boeck, Paris, octobre 2008.

Shiller R. J. (2005), "*Irrational Exuberance*", Princeton University Press, Princeton, 2005.

Shiller Robert J. (2000), "*Irrational exuberance*", Princeton, New Jersey, Princeton University Press.

Shleifer A. (2000), "*Inefficient market – An introduction to behavioral finance*", Oxford, New York, Oxford University Press.

Simon Y. & Lautier D. (2007), « *Finance internationale et gestion des risques* », Ed. Economica, 5^{ème} édition, Paris, octobre 2007.

Stiglitz J. & Weiss A. (1981), « *Credit Rationing in Markets with Imperfect Information* », American Economic Review, N° 71, pp 393-410.

Stiglitz J. (2002), « *La grande illusion* », Paris, Fayard, 2002, pp. 195-196.

Stone M.R. & M. Weeks (2001), "*Systemic financial crises, balance sheets, and model uncertainty*", International Monetary Fund Working Paper, n° 162, Washington DC, October. Disponible sur : <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/wp01162.pdf>.

Tadjeddine Y. (2000), " Les prises cognitives de la rationalité : une typologie des décisions spéculatives ", *Politix*, novembre, 13, 52, pp. 57-71.

Tadjeddine Y. (2004), "*Les gérants d'actifs en action : l'importance des conventions dans la décision financière*" Miméo, FORUM, Université Nanterre.

Tovar C. E. (2006), « *Les pays émergents pourront-ils emprunter dans leur monnaie ?* », Problèmes économiques, 1^{er} février.

Table des matières

Introduction Générale	5
Chapitre 1 : Historique, fréquence des crises et déroulement des crises des pays émergents	20
Introduction	21
I. Définition et différents types des « crises financières »	22
A. Définition du concept « crises financières »	22
B. Les différents types des crises financières	26
a. Les crises de change	27
b. Les crises bancaires	27
c. Les crises boursières	27
d. Les crises immobilières	27
e. Les crises de la dette publique	28
II. Historique et fréquence des crises financières	31
A. Historique des crises financières	31
a. La crise de la « Tulipomanie » de 1637	32
b. Le Krach de 1720	32
c. La crise monétaire de 1797	33
d. La crise de 1810	34

e.	La crise de 1819	34
f.	La crise de 1825	34
g.	Le krach de 1836 et la panique de 1837	35
h.	Le krach de 1847	36
i.	Le krach de 1873	37
j.	Le krach de l'Union Générale de 1882	37
k.	La crise Baring de 1890	37
l.	La panique bancaire américaine de 1907	38
m.	L'hyper – inflation allemande de 1923	38
n.	Le krach de 1929	38
o.	La crise américaine du crédit de 1966	38
p.	La crise de la dette des PVD de 1982	39
q.	La crise japonaise de 1990	39
r.	La crise du système monétaire européen (SME) de 1992	39
B.	La fréquence des crises financières	40
III.	Déroulement des crises des pays émergents	44
A.	La crise mexicaine de 1994	45
a.	Avant la crise	45
b.	Le déclenchement de la crise	46
c.	Après la crise	50
B.	La crise asiatique de 1997	51
a.	Avant la crise	51

b. Le déclenchement de la crise	55
c. Après la crise	56
C. La crise russe de 1998	57
a. Avant la crise	57
b. Le déclenchement de la crise	58
c. Après la crise	59
D. La crise brésilienne de 1999	60
a. Avant la crise	60
b. Le déclenchement de la crise	61
c. Après la crise	63
E. La crise turque de 2000	64
a. Avant la crise	64
b. Le déclenchement de la crise	65
c. Après la crise	66
F. La crise argentine de 2001	67
a. Avant la crise	67
b. Le déclenchement de la crise	69
c. Après la crise	75
Conclusion	75
Chapitre 2 : Analyse théorique des crises financières et revue de la littérature	77

	Introduction	78
I.	Les théories des crises dans la pensée économiques	80
	A. Les théories de la période d'avant-crise de 1929	80
	B. Les théories de la période de l'après-crise de 1929	86
	a. La théorie de l'insuffisance d'investissement de Keynes	87
	b. La théorie de surendettement de Fischer	89
	c. La théorie de la fragilité financière et de l'instabilité économique de Minsky	94
	C. Les théories de la période de l'après-crise de 1997	100
II.	Les modèles de crises financières	101
	A. Les modèles de crises de la première génération	101
	a. Les fondements de base des modèles	102
	b. La contribution des modèles à expliquer les crises	105
	B. Les modèles de crises de la deuxième génération	107
	a. Les fondements de base des modèles	108
	b. La contribution des modèles à expliquer les crises	113
	C. Les modèles de crises de la troisième génération	113

a.	Les modèles de crises bancaires	115
b.	Les modèles de crises de change doublé de crise bancaire	124
III.	Les théories des imperfections des marchés financiers	126
A.	Les théories des difficultés d'évaluation des actifs financiers	127
a.	L'approche conventionnelle	128
b.	L'approche autoréférentielle	133
c.	L'approche comportementale	139
B.	Les théories de la procyclicité de la prise de risque dans les marchés financiers	141
C.	Les théories de l'effet de résonance entre la procyclicité du crédit et les actifs financiers	144
	Conclusion	149
	Chapitre 3 : Analyse des manifestations extérieures des crises des pays émergents et de leurs causes possibles	151
	Introduction	152
I.	Les manifestations des crises des pays émergents	154
A.	Dépréciation violente du taux de change	155
a.	Le cadre théorique de la dépréciation d'une monnaie	155

b.	L'observation de la dépréciation du taux de change des pays émergents au cours de la crise	160
c.	L'analyse du phénomène	16
B.	Forte hausse des taux d'intérêt à court terme	167
a.	Le cadre théorique du phénomène	173
b.	L'observation de la hausse des taux d'intérêt à court terme dans les pays émergents au cours de la crise	176
C.	Forte hausse des Spreads de taux d'intérêt	187
a.	Le cadre théorique du phénomène	187
b.	L'observation du phénomène dans les pays émergents pendant les crises	188
D.	Forte chute d'activité	194
a.	Le cadre théorique du phénomène	194
b.	L'observation du phénomène dans les pays émergents pendant la crise	195
E.	Dégradation de la balance courante	206
a.	Le cadre théorique du phénomène	207
b.	L'observation du phénomène dans les pays émergents pendant la crise	209
II.	Les causes possibles des crises des pays émergents	218
A.	Surévaluation réelle et perte de compétitivité	219
a.	Surévaluation réelle des économies des pays émergents	219

b. Perte de compétitivité des économies des pays émergents	226
B. Excès d'endettement extérieur	243
C. Déficit public	256
D. Inflation	266
E. Politique monétaire	275
F. Insuffisance d'épargne	288
Conclusion	300
 Chapitre 4 : Modèle explicatif de la manifestation des crises des pays émergents et des scénarios possibles de leur déclenchement	 302
 Introduction	 303
 I. Modèle explicatif de la manifestation des crises des pays émergents	 304
A. Analyse des manifestations extérieures des crises par pays	304
a. Mexique	304
b. Thaïlande	307
c. Philippines	307
d. Indonésie	310
e. Malaisie	314
f. Corée du Sud	311
g. Russie	312
h. Brésil	313

i.	Turquie	313
j.	Argentine	314
B.	Présentation du modèle explicatif de la manifestation des crises des pays émergents	315
a.	Introduction du modèle	315
b.	Première phase	316
c.	Deuxième phase	317
d.	Troisième phase	318
e.	Quatrième phase	318
f.	Cinquième phase	319
II.	Les scénarios possibles du déclenchement des crises des pays émergents	321
A.	Analyse des causes possibles des crises par pays	321
a.	Mexique	321
b.	Thaïlande	323
c.	Philippines	324
d.	Indonésie	325
e.	Malaisie	326
f.	Corée du Sud	327
g.	Russie	328
h.	Brésil	329
i.	Turquie	329
j.	Argentine	330

B. Les scénarios de crise d'un pays émergent	330
a. Le premier scénario de crise	334
b. Le deuxième scénario de crise	337
c. Le troisième scénario de crise	343
d. Le quatrième scénario de crise	346
e. Le cinquième scénario de crise	351
Conclusion	353
Conclusion Générale	357
Annexe	364
Liste des graphiques et des schémas	385
Liste des tableaux	394
Bibliographie	395