

Aperçu historique et analytique des dérégulations des marchés financiers

Pr. Kada Akacem*
Dr. Zouhier Adli**

Résumé :

Les causes de la crise économique et financière de 2007-2010 [effondrement des marchés financiers et grave récession économique] sont multiples. Certaines sont directes, d'autres indirectes. Parmi les raisons qui semblent faire l'unanimité chez les experts, il faut les chercher dans les politiques successives de dérégulation observées dans le passé dans les pays anglo-saxons. C'est ainsi qu'on pourrait appréhender les causes de la crise financière qui a secoué particulièrement les États-Unis et l'Europe.

Le but de notre exercice est de faire un survol de la récente crise financière en essayant d'analyser ses causes immédiates, sans omettre un rappel historique sur les acteurs et promoteurs des dérégulations excessives de l'économie de marché. En effet, les dérégulations en question ont laissé apparaître différents types de pratiques nouvelles encouragées, notamment durant les périodes du « reaganisme » et du « thatchérisme », par les gouvernements américains et britanniques, les acteurs institutionnels (banque centrale américaine, institution Nobel) et autres auteurs de la théorie de l'efficacité des marchés financiers.

MOTS CLES : dérégulation, reaganisme, thatchérisme, institution Nobel, péché de l'extrapolation, hypothèse de l'efficacité des marchés financiers.

مستخلص:

أسباب الأزمة الاقتصادية والمالية 2007-2010 متعددة، منها ما هو مباشر ومنها ما هو غير مباشر. من بين العوامل التي تمثل إجماعاً لدى الخبراء، هو ضرورة البحث عنها في سياسات عدم الضبط المتلاحقة المعتمدة في ماضي الدول الانجلوساكسونية. وهكذا يمكن فهم أسباب الأزمة المالية التي زعزعت بالخصوص الولايات المتحدة الأمريكية وأوروبا.

يهدف هذا المقال إلى القيام بمسح حول الأزمة المالية محاولين تحليل الأسباب الأنية دون إغفال التذكير بالأعوان ورواد عدم الضبط المتتابع لاقتصاد السوق.

في الواقع، أدت عمليات عدم الضبط إلى ظهور مختلف أنواع الممارسات الجديدة المحفزة، خاصة خلال الفترة الريحانية والتاتشرية، من الحكومات الأمريكية والبريطانية، الأعوان المؤسسين (البنك المركزي الأمريكي، مؤسسة نوبل) والكتاب الآخرين لنظرية كفاءة الأسواق المالية.

الكلمات المفتاحية: عدم الضبط، الريحانية، التاتشرية، مؤسسة نوبل، خطيئة الاستكشاف، فرضية كفاءة الأسواق المالية.

* - Professeur à la faculté des sciences économiques, sciences commerciales et sciences de gestion - Université d'Alger 3.

** - Maître de conférences A, faculté des sciences économiques, sciences commerciales et sciences de gestion - Université d'Alger 3.

INTRODUCTION

Les leçons tirées de la grande dépression de 1929 ont été vite oubliées. Après une longue période de croissance de l'après guerre dominée par le keynésianisme qui va nourrir les théories de l'économie libérale, on a vu à partir des années quatre vingt (80) un retour en force du « laisser-faire » et du « laisser-aller », dont les excès ont précipité la crise financière qui a frappé en 2007 les Etats-Unis d'Amérique avec des conséquences qui pèsent encore aujourd'hui sur l'économie mondiale.

Les mêmes causes produisent les mêmes effets, sommes nous tentés de croire ! Certaines des causes de la récente crise « du laisser-faire et laisser-aller » sont semblables à celles des crises financières du passé lointain (crise de 1929) et du passé proche (Japon de la fin des années 1980 ; Pays nordiques au début des années 1990 ; crise bancaire de la Suède ; Pays asiatiques dans les années 1998). On retiendra toutefois que la résolution de la crise bancaire de Suède est considérée par beaucoup comme un modèle de référence dont il doit être tenu compte pour la solution de la crise financière actuelle

La crise actuelle se distingue néanmoins par sa mondialisation compte tenu de l'interconnexion qui caractérise les marchés financiers, particulièrement les marchés américains qui constituent la source réelle de la crise tant du point historique que des causes immédiates. La crise contemporaine, de par son caractère global et la gravité de ses conséquences, est hautement dévastatrice (nombre élevé de faillites et perte d'emplois à travers le monde). Elle est, de ce fait, considérée comme la plus sévère des crises depuis la grande crise de 1929.

Les pertes dues à la crise actuelle ont atteint, en l'espace de trois ans, plusieurs centaines de milliards de dollars, alors que lors de la crise dite des « dot.com » (due au surinvestissement des entreprises Internet) aux USA entre 1997 et 2007, les pertes se chiffraient à 3 milliards de dollars. Contrairement aux entreprises « dot.com », les banques ont un rôle unique et crucial dans le fonctionnement et la croissance de l'économie. Lorsque les banques sont frappées par la crise, c'est toute l'architecture de l'économie qui en pâtit.

Ainsi donc, notre contribution tentera dans une première analyse de montrer l'évolution des dérégulations des marchés, puis nous étudierons successivement (i) les liens entre ce courant du « laisser-faire » dans les marchés financiers et les « Big Bang » financiers britannique et américain (à travers le reaganisme et le thatchérisme), (ii) le rôle promoteur de l'institution NOBEL pour les dérégulations, (iii) les avertissements de Minsky contre les

dérégulations, (iv) le rôle de la théorie de l'efficacité des marchés dans les dérégulations et enfin (v) le rôle de la banque centrale américaine.

Les dérégulations

La dérégulation (sens étymologique : « réduire ou supprimer la régulation » ; « déréglementation » « qui se traduit par une réduction de l'intervention de l'Etat dans l'économie ») et son corollaire direct le développement spectaculaire des marchés financiers (à travers notamment la titrisation qui a donné lieu à des « innovations financières ») ont été très applaudis aussi bien par les économistes néo-classiques « intégristes du marché » que par les politiciens conservateurs. La dérégulation est en fait la cause fondamentale de la catastrophe financière et la crise économique actuelles.

Une **dérégulation excessive** est alors appliquée à tous les segments de l'économie et en particulier au marché financier (essentiellement dans les pays Anglo-Saxons). Déjà en 1992, après la crise des banques d'épargne américaines de 1989 (Savings and Loans crisis), l'économiste italien Franco Modigliani, Prix Nobel 1985 d'économie pour ses travaux sur les marchés financiers, écrivait avec le Professeur Frank Fabozzi de l'école de Yale (USA): « *On ne trouve jusqu'ici aucune indication qu'une nouvelle réglementation soit en préparation qui requerrait le genre de politique d'investissement qui aurait prévenu la tragédie des vingt dernières années, à savoir qui imposerait la concordance des maturités [entre fonds prêtés et sources de financement] !* ».

Contrairement à ce que beaucoup de gens pensent, la **dérégulation n'a pas pour origine la renaissance de l'économie de marché avec le reaganisme et le thatchérisme des années 1980. En réalité, la dérégulation contemporaine a pris forme avec la fin de la convertibilité du dollar américain par rapport à l'or, décidée en août 1971 par le Président Nixon, qui rompit ainsi officiellement le lien entre le dollar et l'or.**

Il s'en est suivi immédiatement la fin des taux de change fixes prévus par les accords de Bretton Woods. Le contrôle des changes que ces accords avaient prévu rendait difficile la libre circulation des capitaux entre différents pays.

La fin des taux de change fixes va alors faire changer graduellement, mais profondément, le monde de la finance et une longue période marquée par la dérégulation, la spéculation et ce qu'on appelle de nos jours l'innovation financière commença à imprégner le marché financier international. C'est ainsi que « l'innovation financière » se traduit par un excès sans précédent dans la

soi-disant « créativité financière » qui a donné naissance, entre autres, aux « derivatives » (« futures » & « options ») ou produits financiers dérivés. L'aboutissement de ce processus novateur se caractérisa par une rivalité féroce entre les agents du marché financier dans leur course frénétique pour la création de produits financiers de plus en plus sophistiqués, opaques et comportant un degré élevé de risque.

Dans ce contexte, et dès le 16 mai 1972 fut créé IMM (International Monetary Market) à Chicago par Leo Melamed, un marché de devises (Currency Futures Market) permettant à toute entreprise (surtout exportatrice et/ou importatrice de biens produits) de se protéger contre le risque de change. Les « derivatives » (produits financiers dérivés) sont en fait les précurseurs directs de ces premiers marchés des devises).

Ce marché fut considéré comme l'innovation financière la plus significative des années 1970 et 1980. Mais à l'époque de sa création déjà, ce marché a été considéré comme *un marché de jeux de chances légalisés, un mal non nécessaire, un marché pour la spéculation financière, bref un casino financier*. Par contre, des marchés interbancaires existaient déjà pour la prise en charge du risque de change, mais ceux-ci étaient réservés aux seules entreprises activant dans le cadre du commerce international, **alors que IMM était au service non seulement de ce type d'entreprises mais surtout et expressément destiné aux spéculateurs.**

Durant la même période, le **Professeur Milton Friedman** qui était dès 1971 un des promoteurs de ce type de marchés soutenait déjà depuis 1953 **que la spéculation bénéfique augmentait la stabilité des marchés financiers**. Il fut aussi le chef de file d'un courant plus ou moins anti-keynésien qui se prononça contre l'interférence, le contrôle et le management de l'économie par l'Etat : courant qui s'était renforcé durant cette période. C'est la fameuse **école monétariste de l'université de Chicago**. Pour les tenants de cette école, ils prétendent que le fonctionnement exact de l'économie est mal connu et dès lors que l'Etat intervient dans l'activité économique il contribue à la déstabiliser en entravant notamment le bon fonctionnement des marchés, avec comme conséquences des crises économiques marquées par des récessions, parfois très sérieuses, l'inflation galopante ou la stagflation. Pour les monétaristes, au lieu de conférer à l'Etat un rôle prépondérant dans l'économie comme le conseillent Keynes et les keynésiens, le fonctionnement des marchés sans entrave constitue la solution aux problèmes économiques (notamment la récession et l'inflation) car **les marchés sont plus efficaces que la bureaucratie**

de l'Etat et permettent une meilleure allocation des ressources, notamment des capitaux. C'est ainsi que la base des fondements théoriques de la dérégulation est posée.

Malheureusement pour les monétaristes la thèse de la dérégulation est contredite par l'histoire économique mondiale et ses multiples crises économiques et financières depuis la crise de 1929. Ce sont tous les excès, produits de la dérégulation, qui ont provoqué la crise internationale actuelle, comme se fut le cas pour les crises financières antérieures : excès de spéculation, excès de cupidité, excès dans la prise de risque et excès surtout dans la prétendue « innovation financière » avec ses produits financiers toxiques.

Les dérégulations, le reaganisme et le thatchérisme

La popularisation de théorie de la dérégulation, sous l'impulsion du courant monétariste, a atteint son apogée grâce à un concours de circonstance qui a vu l'arrivée au pouvoir aux Etats-Unis de **Ronald Reagan** et au Royaume Uni de **Margaret Thatcher** qui ont en fait leur cheval de bataille politique et qui ne demandaient pas mieux que de mettre en pratique les conseils des monétaristes.

Ces deux dirigeants voyaient dans le monétarisme une justification théorique, voire académique, de leur pratique politique [*référence à d'éminents économistes tels que Milton Friedman qui avait obtenu le prix Nobel de l'économie avant l'élection de Reagan*] et n'hésitaient pas à appliquer les consignes, les recommandations et les suggestions des monétaristes. Ce fut alors l'accélération du phénomène de la dérégulation et du retrait de plus en plus de l'Etat des affaires économiques, notamment dans les pays de l'OCDE. **Les pays européens**, et pour se protéger contre les effets déstabilisateurs de la « hot money » (argent placé à court et très court terme) ont créé le système monétaire européen (**SME**). C'est ainsi donc qu'on assiste à la naissance de ce qui est appelé le **reaganisme** (aux Etats-Unis) **et le thatchérisme** (au Royaume Uni), synonymes de Renaissance de l'école de l'économie de marché pure et dure, et en particulier de l'économie de l'offre « supply side economics ».

Les dérégulations et le Big Bang financier britannique

Suite à l'instauration du nouveau régime de changes flottants (ou régime de changes flexibles), le Président Ronald Reagan et le premier ministre britannique Margaret Thatcher ont décidé d'abolir le contrôle des changes qui n'était plus nécessaire.

Durant la période 1986-1988, Margaret Thatcher a pris toute une série de mesures connues sous le vocable de « Big Bang » dérégulant davantage le secteur financier et transformant notablement le marché financier britannique. Parmi les mesures, on peut retenir:

- la diminution des commissions fixes des agents de change,
- le démantèlement du cartel des commissions fixes,
- l'abolition des commissions fixes des stockbrokers, avec une plus grande ouverture du marché à la concurrence locale et étrangère.
- la suppression de la commission fixe dans la vente des actions (qui a diminué de 2% à 0,2%),
- le droit accordé étrangers d'acheter des banques et autres institutions financières britanniques.

Cette série de mesures de déréglementation s'était poursuivie durant la période Thatcher ; elles ont transformé profondément la structure du marché financier britannique qui avait vu:

- l'acquisition par des étrangers de banques et institutions financières, en particuliers les investisseurs américains ;
- les banques d'investissement (merchants banks) rejoindre la bourse des valeurs mobilières ou s'associer à des banques commerciales comme aux USA où le mouvement a commencé une dizaine d'années plus tôt. Les dérégulations et le Big Bang financier américain

De la même manière, le Big Bang financier aux Etats-Unis qui a eu lieu des 1975 aux USA a profondément transformé le paysage du secteur financier américain, après notamment l'abolition des commissions fixes reçues par les stockbrokers,. Suite à ces mesures et du fait de percevoir moins de commissions, les banques d'investissement ont commencé à chercher d'autres voies pour augmenter leurs revenus et ont entrepris leur commerce financier aventurier à travers « l'innovation financière » qui va s'avérer naturellement porteuse de risques, entraînant une crise financière avec des conséquences parfois désastreuses, comme ce fut le cas de la dernière crise : faillite de la banque d'investissement

Lehmann & Brother qui a disparu de la « carte » financière, absorption de Meryl Lynch par Bank of America, etc.

Toujours aux Etats-Unis, il y a eu l'abolition en 1999 du « Glass Seagall Act » par le Président Clinton afin de permettre les fusions entre banques commerciales et banques d'investissement. Le « Glass Seagall Act » faut il le rappeler a été adopté durant la grande dépression de 1929 (plus exactement en en 1933) après le crash boursier de l'époque, pour séparer les banques commerciales et les banques d'investissement (qui prenaient de grand risques dans leurs opérations). Son abolition par le Président Clinton a pratiquement éliminé la distinction entre les banques d'investissements et les banques commerciales et a permis aux banques commerciales de créer des branches ou des filiales comme banques d'investissement.

L'industrie financière ne cessa alors de se développer et de se diversifier depuis les années 1980, avec cependant une courte pause après l'effondrement boursier et la récession au début des années 2000 lors de la fameuse bulle des « dot.com » (entreprises Internet).

La spéculation et la nécessité de se couvrir contre les risques croissant ont emmené la création de plusieurs instruments et marchés financiers appelés « **derivatives market** » : marché des contrats futurs « forward contracts », marché des options « call options », « put options », marché des swaps des devises « foreign exchange swap », marchés des swaps des taux d'intérêt « interest rate swap », et les fameux marchés des CDSs « credit default swap » ».

Bien que l'objectif premier de ces produits financiers était la protection contre les risques (de change, de défaut de paiement), ils ont fini par devenir des instruments de **spéculation** en quelque sorte. Il est dès lors normal de s'attendre à ce que les risques soient énormes en cas de difficulté ou de défaut de paiement, et c'est ce qui a fini par arriver avec la crise actuelle. Ces « derivatives market » sont tenus comme responsables de plusieurs crises financières sérieuses à l'exemple de ce qui arriva en 1987 lors du crash boursier de Wall Street.

L'échec de la régulation

Le contexte dominant de la « dérégulation » a fait en sorte que toute tentative de « régulation », si besoin est, était voué à l'échec tant la complexité et la diversification du secteur financier, empreint parfois d'opacité, rendaient très difficile pour les supposés régulateurs et les législateurs (quand ils se résignaient enfin à décider de réglementer) de prendre les mesures nécessaires et adéquates.

Les conséquences de la complexité et l'opacité des produits financiers, ajoutées à la naïveté et à l'ignorance de beaucoup d'investisseurs (y compris les investisseurs institutionnels : collectivités locales, fonds de pension...) ont eu raison de ces derniers qui en achetant des produits dont ils ne connaissaient apparemment presque rien ont perdu plusieurs dizaines centaines de millions de dollars (exemple de la commune «Orange Country » en Floride).

C'est en partie ce phénomène dû à la complexité, l'opacité et le nombre croissant des instruments financier) qui a produit l'effet de domino [avec les défauts de paiement qui ont énormément crus en volume et en nombre], caractérisant la crise internationale actuelle, et qui explique un peu son étendue, sa sévérité et sa globalisation...

Malgré tous les problèmes engendrés par ces produits financiers (avec leurs conséquences parfois ruineuses), la popularité de ces produits dérivés (« derivatives ») n'a cessé de croître cependant, non seulement aux USA mais un peu partout dans le monde : Europe, Asie, pays du Golfe et même en Chine. Ces produits auraient théoriquement, tout au moins, l'avantage d'offrir aux investisseurs et aux entreprises la possibilité de se protéger contre les risques en matière d'investissement et les risques de change. De plus, cela permettrait de booster la croissance et de renforcer les marchés financiers et, par conséquent l'économie.

Le rôle de l'institution NOBEL comme promoteur des dérégulations

L'euphorie générale pour la dérégulation a été théorisée et accompagnée par plusieurs lauréats du prix Nobel d'économie dont **Myron Scholes** (prix Nobel d'économie en 1997 avec **Robert C. Merton** un économiste Américain) pour son modèle connu sous le nom de « Black-Scholes model » qui est une nouvelle méthode de détermination de la valeur des « derivatives », constituant ainsi un fondement théorique de l'évaluation de toute sortes de produits financiers (méthode très largement utilisée dans les marchés des « derivatives »).

Il est considéré d'ailleurs comme l'un des architectes de la finance complexe et dérégulée qui a donné naissance à toutes sortes de produits toxiques et en particulier les « derivatives » qui ont été qualifiés « d'armes financières de destruction massive » (« financial weapons of mass destruction ») par le milliardaire et grand investisseur Américain Warren Buffett.

Les législateurs, les régulateurs, les gouvernements les banques, les courtiers, les investisseurs, les épargnants, les bénéficiaires d'hypothèques, les spéculateurs ont tous feint d'ignorer que c'est justement cet économiste **Myron Scholes** avec **Merton** lauréats qui ont les **cofondateurs** en 1994 d'un « hedge fund » LTCM « Long Term Capital Management » et qui, très peu après sa création, était sur le point de faire faillite et de causer une grande crise financière sans l'intervention de la fédérale réserve. En effet, dès 1998, cette dernière a supervisé son sauvetage et son rachat par des grandes banques commerciales et d'investissement, le sauvant in extremis en évitant ainsi nouvelle une crise financière. Mais le Fonds disparaîtra malgré tout et sera liquidé dès le début de l'année 2000 après des pertes de plusieurs milliards de dollars.

On voit donc qu'il y a un grand écart entre la théorie (justifiant la dérégulation) et la réalité. Le sort du LTCM traduit bien le constat d'échec des théories de **Scholes** et **Merton**. Heureusement pour eux, le prix Nobel pour les modèles appliqués dans le LTCM leur avait été décerné en 1997.

Malheureusement aussi, la crise actuelle montre encore que la leçon de l'échec du LTCM n'a apparemment pas été retenue par les acteurs des marchés financiers et en particulier les banques bien qu'il ait été admis, à l'époque tout au moins, qu'on ne doit pas avoir une confiance aveugle dans ce genre de modèles mathématiques d'investissement.

Mais c'est peine perdue car l'Institution Nobel accorde beaucoup d'importance à la modélisation mathématique et se préoccupe surtout à tout ce qui se passe au niveau de Wall Street. Quant aux autres branches de la science économique, elles semblent exclues du champ d'intérêt de l'Institution Nobel.

L'université de Chicago aux USA à travers sa faculté d'économie (que beaucoup d'économistes associent au fameux Consensus de Washington), réputée temple de l'économie du « laisser-faire » (« free market economy ») et du libéralisme, est l'Université qui a vu l'attribution du plus grand nombre de prix Nobel d'économie (plus de la moitié) à ses penseurs, à commencer par Paul Samuelson, en 1970, le premier Américain à recevoir un prix Nobel d'économie.

Comment expliquer la tendance de l'Institution Nobel, institution très respectée dans le monde entier, à décerner son Prix surtout aux économistes qui prônent le désengagement de l'Etat de la sphère économique et qui militent pour la dérégulation économique, malgré les échecs répétés de leurs théories et de leurs méthodes ?

Pendant ce temps des économistes de renom qui n'ont pas cessé de lancer des avertissements quant aux risques, en prédisant les crises financières, n'ont pas été écoutés aussi bien par les acteurs institutionnels et intervenants des marchés financiers que par l'Institution Nobel : c'est le cas de **Hyman Minsky** (économiste américain du courant post keynésien) qui averti contre le grand risque de crise que ces modèles et autres mesures ultra libérales pourraient engendrer. Les théoriciens de la trempe Hyman Minsky n'ont pas eu le privilège de recevoir le prix Nobel de l'économie.

Il est un fait que le prix Nobel en économie a été décerné majoritairement aux économistes dits intégristes du marché (« free market »).

L'institution Nobel est, en ce sens, partie prenante dans la chaîne de responsabilité des effets de la crise actuelle, notamment de par la promotion continue des économistes fondamentalistes qui, en théorisant la nécessité absolue du « laisser-faire » et en montrant leur hostilité à toute forme de régulation économique par l'Etat, ont contribué grandement à créer les conditions d'émergence des crises passées et présentes.

Les avertissements de Minsky contre les dérégulations

La thèse de l'efficacité des marchés financiers et la confiance aveugle dans l'efficacité du marché libre (free-market) ont été critiquées et dénoncées à maintes reprises par des économistes, et parmi eux **Hyman Minsky** qui a été qualifié de Kark Marx de l'économie du marché.

Minsky était très influencé par Keynes. A l'opposé de la pensée d'Adam Smith, pour qui dans une économie de marché ce sont les processus endogènes [main invisible] qui conduisent l'économie à l'équilibre et au plein emploi et que tout déséquilibre des cycles économiques provient des facteurs exogènes [intervention de l'Etat dans le champ économique, actions des syndicats des ouvriers] Minsky maintient que ce sont précisément les processus endogènes [sauf pour ceux qui ne veulent pas les voir] qui sont responsables de l'instabilité économique et financière.

Il avait averti que tous les types de marchés [marché du travail, marché des biens et services, marchés financier] étaient potentiellement caractérisés par une tendance à l'instabilité et, de ce fait, ils étaient sujets à provoquer des crises. Il considérait en outre que les économies libérales contenaient en elles-mêmes les germes de leur destruction et que les fluctuations économiques (cycles) étaient la conséquence inévitable des politiques de crédit à très haut risques. Selon Minsky le système financier a tendance à provoquer les fluctuations (cycles) économiques, d'où la spéculation financière qui a des effets déstabilisateurs sur l'investissement, les prix des actions, les obligations, etc. La fragilité financière est inhérente aux économies capitalistes développées avec des systèmes financiers complexes. En étudiant la grande dépression de 1930, Minsky a cherché à déterminer dans quelles conditions cette instabilité peut exister et sous quelles formes elle peut se reproduire afin de pouvoir définir les mesures nécessaires qui éviteraient, ou tout au moins atténueraient, la sévérité de la crise. Il a étudié et montré ainsi les liens entre le système financier en place et l'économie réelle.

On peut considérer à juste titre que la crise financière asiatique des années 1997, a eu entre autres causes, les mêmes facteurs de vulnérabilité du système financier, à savoir :

- l'impuissance des régulateurs ;
- l'inefficience des marchés financiers. Le manque et la qualité insuffisante de l'information disponible, d'où l'aléas du risque (« moral hazard »), ont caractérisé dans ce cas particulier les politiques économiques des gouvernements et des banques centrales: c'est ainsi que les acteurs des marchés financiers (banques, investisseurs, brokers et traders) sont enclins à prendre des risques excessifs car, sachant que les gouvernements et les banques centrales étaient intervenus par le passé pour sauver de la faillite toute sorte de banques, ils étaient confiants quant à l'intervention de l'Etat en cas de besoin pour les sauver de la faillite.
- l'environnement euphorique de l'époque des praticiens, des politiciens et des économistes ;
- le péché de l'extrapolation tel que décrit et prévu par Minsk ;

Enfin, le même Minsky a insisté sur le grand rôle que l'Etat peut et doit jouer pour stabiliser l'économie à travers des stimuli budgétaires et fiscaux (« fiscal stimulus ») dans le cas de chômage important et pour augmenter le contrôle et la supervision des banques par les banques centrales.

Ses travaux, ainsi que ses conclusions et recommandations, sont particulièrement pertinentes beaucoup d'économistes les reconnaissent ouvertement de nos jours. Mais ses avertissements et ses recommandations ont été ignorées ou minimisées. Minsky explique que les agents économiques [ménages, entreprises, investisseurs et banques] sont victimes de ce qui est appelé « le péché de l'extrapolation » selon lequel les agents anticipent les conséquences du passé qui se reproduiront dans le futur (« forward anticipations »).

C'est ainsi que les années du boom économique des années 1990 et des années 2000 (avant la crise de 2007), ont fait croire aux agents économiques que ces conditions de croissance économique vont continuer dans le futur. Ceci explique la propension à prêter et à emprunter à l'exemple de ce que les ménages américains avaient connu en bénéficiant de prêts hypothécaires immobiliers allant jusqu'à 125% de la valeur de leurs propriétés

En effet ces emprunts et ces prêts étaient basés sur une fausse idée selon laquelle la croissance vertigineuse des prix dans le marché de l'immobilier allait continuer dans le futur (c'est le péché de l'extrapolation) et allait permettre de financer les emprunts des ménages et les prêts des banques : les nouveaux emprunts permettaient donc de financer les anciennes dettes et ainsi de suite. C'est ce que Minsky appelle la 'Ponzi finance' qui a été la caractéristique du marché immobilier pendant la période 2003-2007 : une technique que B.L. Madoff, a utilisé et qui consiste à voir les apports des nouveaux investisseurs utilisés pour le paiement d'intérêts aux investisseurs déjà engagés.

Cependant, dès le moment où les prix ont commencé à baisser (éclatement des bulles), ce fut alors la panique et le début de la fin de l'euphorie et de la belle période : c'était alors le début des défauts de paiement. S'en suivirent les ventes massives des actifs des agents endettés qui ont accentué la chute des prix de l'immobilier et autres actifs patrimoniaux des agents concernés, déclenchant ainsi la plus grande crise financière économique depuis la grande dépression des années 1930.

En outre, la baisse vertigineuse des prix de l'immobilier a fait en sorte que les nouveaux propriétaires préféraient abandonner et restituer leurs logements au lieu de payer pour des hypothèques plus chères que le prix du marché de leurs propriétés, mettant ainsi en difficulté les banques prêteuses et aggravant de plus en plus la crise financière.

Le rôle de la théorie de l'efficacité des marchés dans les dérégulations

Pour revenir sur la théorie de l'efficacité des marchés financiers, on sait que celle-ci dépend de la disponibilité, de la qualité et de l'évaluation de l'information adéquate. Or l'information est très souvent asymétrique, et ce dans tous les marchés. Il est donc impossible d'observer l'efficacité de tout marché, en dépit des convictions des économistes intégristes à ce sujet dont la théorie a été très critiquée par la majorité des économistes et des experts financiers, suite à l'éclatement de la crise actuelle.

Pendant longtemps, et surtout durant les années 70, cette fameuse théorie était à la mode et a eu beaucoup d'influence aussi bien sur les universitaires que sur les politiciens. Mais cela n'a pas empêché d'autres économistes à considérer cette théorie du « laissez-faire et laisser aller » comme inexacte : on peut citer parmi eux **Hyman Minsky**, **Jeremy Grantham** (qui avait averti et prédit des crashes boursiers tel que celui de 2000, et celui de nos jours), **Richard H. Thaler**, **Robert J. Schiller**. Pour ces deux derniers, théoriciens de l'économie du comportement « behavioral economics », les marchés ne sont pas du tout efficaces car contrairement à ce que l'hypothèse de l'efficacité suppose, les acteurs des marchés sont loin d'être des agents rationnels. Ils montrent alors que la psychologie des êtres humains en général et les émotions des acteurs du marché financier en particulier peuvent connaître des hauts et des bas et rendre les marchés très volatiles. Ceci explique alors l'instabilité des marchés et la succession des crises économiques et financières qui ont été observées à travers l'histoire. En conséquence, ils recommandent une régulation plus rigoureuse et plus disciplinaire.

Pour beaucoup de critiques de cette théorie de l'efficacité des marchés, celle-ci est directement responsable de la crise financière actuelle. Et de nos jours de moins en moins d'économistes croient encore en la vertu de cette théorie.

L'establishment académique (universitaire) avec son obsession pour les mathématiques et les « modèles élégants » qui s'en sont suivis ont minimisé le rôle de l'irrationalité dans le comportement de beaucoup de traders et autres acteurs des marchés. Beaucoup d'économistes et en particulier les irréductibles du « free market » ont négligé, voire ignoré les faits pour défendre une théorie décriée.

Malgré tout, les tenants de la théorie de l'efficacité des marchés ont continué à influencer les décideurs (surtout dans le secteur financier) et les marchés, notamment aux USA depuis les années 80 au point de voir les gouvernements

décider de ne rien faire, sinon intensifier leurs politiques de dérégulation alors que les bulles boursières, le relâchement du contrôle et des supervisions, les produits financiers toxiques se sont dangereusement combinés pour provoquer la crise actuelle. Comme les tenants de cette théorie considéraient qu'une crise d'une telle ampleur ne pouvait avoir lieu puisque les marchés étaient efficaces, cela les conduits à sous-estimer tout simplement les dangers des bulles une fois éclatées.

Le rôle de la banque centrale américaine

Même **Alan Greenspan** (ex président de la Réserve Fédérale, la banque centrale américaine) avait applaudi la croissance des CDSs (« Credit default Swap ») qui permettraient aux banques d'après lui de faire des bénéfices en accordant des crédits et en même temps de transférer le risque de ces prêts à d'autres acteurs du marché.

C'est là précisément tout le problème avec ces produits et la dérégulation, car ceux à qui les banques et autres 'innovateurs financiers' refilaient ces produits toxiques n'avaient aucune idée du degré du risque que ces produits comportaient, faisant aveuglement confiance aux fameuses agences de notation, aux banques et autres experts connus sur les places financières tels que City Bank, Lehmann Brothers, l'Américain Madoff, etc. Voilà ce que les épargnants Américains et les investisseurs institutionnels disent de Greenspan qui a encouragé ce genre de produits et ce genre de comportement : « This man fed us to the lions. » [Cet homme nous a livrés (comme nourriture) aux lions].

L'erreur stratégique de Greenspan (et d'autres gouverneurs de banques centrales) c'est d'avoir porté toute leur attention sur les fondamentaux de l'économie réelle et d'avoir négligé ainsi les marchés financiers : ils ont défini l'excès d'une manière restreinte concentrant leur attention sur les salaires et les prix des biens et services négligeant les prix dans les marchés des valeurs mobilières. En effet durant l'ère de Greenspan, on a célébré la sagesse du bon jugement des marchés; et ils (les membres de la FED) ont surestimé leur pouvoir de piloter unilatéralement l'économie américaine dans un monde de plus en plus intégré. Ces erreurs stratégiques ont entraîné et accumulé les excès. En outre, il y avait plus ou moins un consensus, dans les milieux financiers, et même dans certains cercles académiques, autour de l'idée que les banques centrales ne devaient rien faire pour éclater les bulles financières mais faire confiance aux marchés pour qu'ils se corrigent d'eux-mêmes; c'est ce que

ces marchés ont accompli soigneusement, créant ainsi la situation de crise actuelle.

CONCLUSION

Plusieurs crises financières ont secoué le monde capitaliste par le passé, mais au lieu d'y voir la limite des marchés financiers prétendument efficaces, ces crises ont par contre été considérées comme des accidents de parcours, comme des cas exceptionnels dus notamment à la mauvaise gestion ou à un manque de transparence des marchés.

Même la très sérieuse crise des banques d'épargne américaines (saving and loans institutions), faisant chuter de 747 institutions (faillites) et entraînant la récession américaine de 1990-1991, a été considérée comme une crise passagère alors qu'elle révélait déjà les prémices d'une crise plus grande et plus étendue de tout le système financier, puisque certaines causes sont similaires à celles de la crise actuelle (excès des dérégulations, innovation financière, cupidité)

La crise actuelle ne sera certainement pas la dernière crise des marchés financiers. La fréquence des crises dans le contexte des 40 dernières années porte selon le FMI à 124 crises bancaires systémiques entre 1970 et 2007 !

D'autres crises dans le futur secoueront encore le système économique capitaliste, qui comme le montre si bien la crise actuelle, le recours nécessaire à l'Etat (interventionniste) pour rétablir les équilibres ... financiers est incontournable. Ceci démontre, quoiqu'en pensent les « Dérégulateurs », le rôle éminemment salvateur de la Régulation économique, et de surcroît la régulation rigoureuse du secteur financier afin de contenir au moins les effets des crises, en atténuant leur amplitude, leur sévérité et leur durée (les confinant ainsi à un niveau local ou au plus régional).

Références bibliographiques

Fama, Eugene F., (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work, *Journal of Finance*, 25(2), pp.383–417.

Fama, Eugene F., (1991). Efficient Capital Markets: II, *Journal of Finance*, 46(5), pp.1575–1617.

Medema, Steven G. (2009). *The Hesitant Hand*. Princeton: Princeton University press. **Melamed, Leo.** *Melamed on the Markets*. John Wiley & Sons, 1993.

Daniel Quinn Mills (2009). *The World Financial Crisis Of 2008 - 2010: What Happened, Who Is To Blame*.

Minsky, Hyman P. (1986). *Stabilizing an Unstable Economy*. Yale university press. New Haven, Connecticut.

Minsky, Hyman P. (1992). The Financial Instability Hypothesis. Working Paper No. 74 May 1992. The Jerome Levy Economics Institute of Bard College Prepared for Handbook of Radical Political Economy.

Kolb Robert (2010). *Lessons from the Financial Crisis: Causes, Consequences, and Our Economic Future*.

Stephany Griffith-Jones, José Antonio Ocampo, and Joseph E. Stiglitz (2010). *Time for a Visible Hand: Lessons from the 2008 World Financial Crisis* (Initiative for Policy Dialogue)

Shiller, Robert J. (2008). *The Subprime Solution: How Today's Global Financial Crisis Happened, and What to Do about It*.

Stiglitz, J. (2010). *Freefall: America, Free Markets, and the Sinking of the World economy*. New York, W.W.Norton & Company.