

Mouvement des capitaux et la crise financière de 2008
Cheraïet Nesrine
Faculté des sciences économiques et de gestion
Université Badji Mokhtar –Annaba

ملخص

يوأيد التحرير المالي فترات من الزوال تعقبها أخرى من الإنهيار المالي. ففترات التوسع التي تتجلى بوضوح في الحركة الواسعة لرؤوس الأموال تفرز ما يُعرف بالفقاعات المالية؛ وهي ظاهرة اقتصادية تتصف بتحقيق الاستثمارات في القطاعات المالية أرباحاً خيالية على حساب الاستثمارات في الاقتصاد الحقيقي. وقد بات واضحاً أن هذا الوضع لا يلبث أن ينتهي بانتهيار مالي مفاجئة تحدث أزمات مالية واقتصادية عالمية حادة. لقد أدت هذه التقلبات إلى تزايد أعداد المشككين في المكاسب المزعومة للتحرير المالي. هذا المقال يهدف إلى تحليل بعض مظاهر و خصوصيات التحرير المالي و الكشف عن بعض الجوانب الأساسية لحركة رؤوس الأموال و تفاعلاتها مع أزمة 2008 المالية.

الكلمات المفتاحية: التحرير المالي، حركية رؤوس الأموال، اللااستقرار المالي والأزمات المالية، الأزمة المالية العالمية لسنة 2008.

Résumé

La libéralisation financière génère des périodes d'alternance entre boom et krach. De tels bouleversements remettent de plus en plus ouvertement en question, les gains d'une libéralisation financière, qui s'illustre par un net déclin intermittent quant à la mobilité des capitaux. L'objectif de cet article est de décortiquer quelques aspects fondamentaux des mouvements de capitaux, ainsi que leur interaction dialectique avec les crises financières générées. Cette contribution vise en particulier à apporter une réflexion sur la relation des mouvements de capitaux et la crise financière de 2008. Elle tient spécifiquement compte de l'instabilité qui a joué un rôle primordial dans le déclenchement de cette crise, se veut aussi un argument opportun en faveur d'une réforme structurelle du système financier mondial.

Mots clés : *Libéralisation financière, mouvement des capitaux, boom et krach, instabilité financière, la crise financière mondiale de 2008.*

Abstract

Financial liberalization generates alternate periods of boom and crash. Expansion phases are most obvious in the strong capital movements that have generated the buildup of financial bubbles with almost unparalleled profit rates between the financial sector and the real economy. However, this situation did not long to give birth to financial crashes inducing financial and economic crises in series. Such upheavals are calling into question the gains claimed/ attributed/ to financial liberalization. This article seeks to unravel some of the fundamental aspects of capital movements and their interaction with the financial crises thus generated, and examines the relationship between capital movements and the financial crisis of 2008.

Keywords: *financial liberalization, capital flows, boom and crash, financial instability, the global financial crisis of 2008.*

Genèse de l'objet

Les relations économiques internationales avaient connus depuis assez longtemps des périodes successives entre le protectionnisme et le libre-échange ; qui ont toujours reflétées les doctrines économiques existantes.

À l'aide des nouvelles technologies de l'information, de la communication et du transport, le libéralisme a charrié incontestablement aux entreprises et aux marchés les moyens et les opportunités d'une plus grande ouverture internationale.

Cette ouverture se caractérise de nos jours par une économie libérale totalement ouverte à l'échange international. Elle est donc livrée à la concurrence internationale sans protection et devient une économie dirigée par les intérêts des plus puissants⁽¹⁾.

La fin du XXe siècle a été marquée par une croissance des transactions financières internationales et par des mouvements internationaux de capitaux. Cette croissance était favorisée par la libéralisation financière, qui est apparu au début des années 70 et défendu par des économistes comme Mackinnon (1973) et Shaw (1973). Ces derniers ont affirmé que la libéralisation du secteur financier est un moyen efficace pour stimuler la croissance économique⁽²⁾.

Cependant la libéralisation financière provoque des risques systémiques qui s'expliquent par une absence de mesures de surveillance, de réglementations prudentielles et rigoureuses ainsi que des politiques macroéconomiques cohérentes.

Dans ce sillage, la forte mobilité internationale de capitaux a de manière

récurrente produit des crises bancaires et financières internationales.

Peut-on dire donc que la libéralisation financière est- elle le facteur facultatif de l'apparition des crises financières ? Plus précisément, faut-il remettre en cause la libéralisation des mouvements des capitaux en considérant que cette dernière représente généralement la dernière phase du processus de libéralisation?

Dans ce contexte, Reinhart et Rogoff, (2010) démontrent à partir de leurs travaux⁽³⁾ l'étroite proximité entre le degré de mobilité des capitaux et le déclenchement des crises bancaires que ce soit dans les pays à revenus élevés, moyens ou bas.

Certes ces crises sont inhérentes au fonctionnement du système capitaliste, surtout après sa mutation à la fin des trente glorieuses, mais aussi pourraient être évitées au prix de quelques réglages. À ce sujet Demirgürc- Kunt et Detragiache (1998), soulignent que⁽⁴⁾ : « ... la libéralisation financière a un impact faible sur la fragilité du secteur bancaire quand l'environnement institutionnel est puissant et fort (niveau faible de corruption, respect pour la règle de législation) ». A la lumière de leurs résultats, il apparaît notamment que la libéralisation financière doit s'accompagner de l'évolution du cadre institutionnel afin qu'elle ne conduise pas à un accroissement de l'instabilité financière.

Comme on le sait, l'instabilité financière s'est toujours traduite par des alternances de booms et de krachs. La crise financière de 2008 en illustre les phases de ces alternances avec une période de boom financier où l'on remarque des transactions financières de plus de 40 fois les transactions

réelles. L'autre période est celle du krach financier qui a engendré une majeure crise financière et économique mondiale.

Une crise qui a le grand mérite d'être écrite au pluriel : crise des subprimes, crise économique, crise alimentaire, crise des finances publiques, crise des représentations politiques, crise écologique, crise de l'emploi, crise de l'organisation du travail, crise de l'Etat⁽⁵⁾.

Dans ce contexte, une question fondamentale se pose : ***que peut-on dire sur la mobilité des capitaux durant ces périodes de booms et de krachs ?*** Plus précisément ***quel a été le degré des mouvements de capitaux durant la crise financière de 2008 ?***

Pour répondre à toutes les questions, l'écrit se base sur une lecture théorique des concepts pour avancer une réflexion sur la mobilité des capitaux et leur interaction avec la crise financière de 2008.

La question cruciale est de montrer les interactions entre la libéralisation financière et la mobilité des capitaux dans leur déclenchement des crises. Ensuite on essaye d'illustrer cette interaction par la décortication de l'enchaînement des effets de la crise financière de 2008, notamment ses impacts ainsi que les réformes qu'elle induit pour le système financier mondial.

Le dernier point de la réflexion porte sur l'étude de la mobilité des capitaux après les effets de la crise et des aspects de perspective de cette mobilité. En somme, cet écrit s'appuie aussi sur les rapports établis par les institutions financières mondiales comme le Fond Monétaire International, le Groupe des

vingt pays (G20), le Forum de Stabilité Financière dans le monde.

I. La Libéralisation financière et les crises financières

Selon Kamensky et Schmukler (2003), la libéralisation financière consiste en la dérégulation à trois niveaux : le secteur financier domestique, le compte de capital et le marché boursier⁽⁶⁾ :

- Un secteur financier domestique complètement libéralisé est caractérisé par deux aspects : l'absence de contrôle des taux d'intérêt débiteur et créateur et l'absence de contrôle des crédits.

- La libéralisation du compte de capital est conduite à travers la régulation de l'emprunt à l'étranger par les institutions financières et non financières, des marchés à taux de change multiples et des contrôles des flux de capitaux.

- Un marché boursier entièrement libéralisé permet aux investisseurs étrangers d'acquérir des titres domestiques sans restriction. Le capital, les dividendes et les intérêts peuvent être rapatriés librement.

En fait la notion de libéralisation est une notion à distinguer de celle d'intégration. Nous parlons d'intégration financière lorsqu'il y a une parfaite mobilité des capitaux où aucun obstacle ne se présente à la circulation des capitaux. L'intégration se réalise selon deux mouvements : la libéralisation du marché financier et la création d'innovations financières qui vont favoriser la mobilité des capitaux⁽⁷⁾.

La libéralisation financière dans les pays développés a été réalisée en deux épisodes. La première a eu lieu durant les années 1970 alors que la deuxième s'est passée durant les années 1980. Au milieu des années 1980, tous les pays

développés avaient, au moins partiellement libéralisés leurs secteurs financiers domestiques. A la fin des années 1980 et début des années 1990, la libéralisation totale du compte de

capital a eu place dans tous les pays développés.

Le tableau suivant montre les étapes de la libéralisation financière :

Tableau 1 : Les étapes de la libéralisation financière

Secteur	Domestique	Externe
réel	<p>Etape 1</p> <ul style="list-style-type: none"> - Stabilisation. - Libéralisation des prix. - Levée des taxes implicites et explicites ainsi que des subventions. - Privatisation. 	<p>Etape 3</p> <ul style="list-style-type: none"> - Libéralisation des opérations courantes (levée des barrières commerciales). - Création d'un marché de changes et convertibilité externe de la monnaie.
financier	<p>Etape 2</p> <ul style="list-style-type: none"> - Restructuration et privatisation du système bancaire domestique. - Création ou réactivation du marché monétaire. 	<p>Etape 4</p> <ul style="list-style-type: none"> - Levée du contrôle des mouvements de capitaux. - Convertibilité totale de la monnaie.

Source : Gibson et Tsakalotos (1994), voir M. Z. Lahimer, (octobre 2011), P 61.

Pour la libéralisation des mouvements des capitaux, la séquence recommandée par les services du fond monétaire international (FMI) se déroule en trois étapes⁽⁸⁾ :

1- Libéralisation des flux entrants de capitaux les moins volatiles à savoir les investissements directs tout en réformant le système financier.

2- Libéralisation des flux sortants les moins volatils et des autres flux entrants.

3- Libéralisation des flux de court terme. Le but de cette séquence est de permettre aux pays qui procèdent à une telle libéralisation de tirer profit des flux internationaux tout en réduisant les risques qui en découlent.

En effet, la libéralisation très rapide des mouvements des capitaux dans les années quatre-vingt a eu deux types d'effets. D'une part elle a permis aux Etats en général et aux pays en voie de développement en particulier de financer son déficit public et aux agents économiques privés de bénéficier d'une hausse du rendement de leurs placements suite à des occasions. Tout comme elle leur a permis de diversifier leur patrimoine dans le but de se protéger contre l'inflation et les risques de change⁽⁹⁾. D'autre part elle a induit une multiplication et une amplification des phénomènes spéculatifs expliqués par l'extrême mobilité d'une masse énorme de capitaux ; des capitaux qui cherchent des placements à court terme,

risqués mais rentables et qui engendrent des bulles suivies de krachs financiers générant à leurs tours des dépressions économiques.

Dans ce contexte, on trouve l'avis de Taylor (1983), S. Van Winjbergen (1983), qui contestent le bien-fondé de la libéralisation financière, en démontrant que cette dernière conduit à un ralentissement de la croissance économique⁽¹⁰⁾. Et aussi Rodrik (1998 b), à l'instar de Stieglitz (2002), qui montre que la libéralisation des mouvements des capitaux n'entraîne pas une croissance plus forte ni qu'un développement plus soutenu⁽¹¹⁾.

Certes la libéralisation financière génère des promesses pour l'activité économique réelle, mais présente généralement des risques qui s'expliquent par la libéralisation des forces du marché et la réduction au minimum du rôle de l'Etat. Dans ce cas, cette libéralisation cause des crises financières qui viennent régulièrement perturber l'économie.

De ces faits, ***Peut-on avancer que la libéralisation financière est- elle le facteur facultatif de l'apparition des crises financières ?***

On remarque ces dernières années, plusieurs travaux théoriques et empiriques ont été réalisés afin de comprendre le processus des crises bancaires et financières. Ils montrent, surtout, l'existence d'une relation étroite entre ces crises et les politiques de libéralisation financière appliqués par les pays émergents et en développement⁽¹²⁾.

Fondamentalement, on trouve la critique largement adressée à l'apport de McKinnon et Shaw. Une critique qui porte sur la négligence de plusieurs aspects notamment ; l'effet revenu en traitant le comportement de l'épargne,

ils n'ont pris en compte que l'effet de substitution, le rôle des réserves obligatoires et de la nécessité de l'intervention de l'Etat dans certain cas, la possibilité de l'imperfection des marchés de crédit et l'inefficience du système bancaire qui peuvent rendre la libéralisation inefficace et aussi l'approche Keynésienne selon laquelle l'investissement ne dépend pas de l'épargne mais de la demande effective⁽¹³⁾, etc.

Aussi, parmi ces travaux, Reinhart & Kaminsky (1999), ont réalisé une étude empirique portant sur 20 pays en Asie, Amérique Latine, Europe et Moyen Orient, sur une période allant de 1970 jusqu'à 1995. Il en a résulté que la plupart des crises bancaires et financières ont été précédées de la libéralisation financière⁽¹⁴⁾.

Leurs principaux résultats sont:

- Les crises bancaires étaient rares et n'avaient pas de liens avec les crises de balances des paiements au cours des années 1970, période où les marchés financiers étaient encore étroitement contrôlés.

- A la suite du mouvement général de la libéralisation financière dans le monde, le nombre de crises bancaires a fortement augmenté et la plupart des crises bancaires sont précédées par les politiques de libéralisation financière.

- Ces auteurs estiment que dans 18 et 25 crises bancaires qui ont lieu ces deux dernières décennies, le secteur financier a été libéralisé dans les cinq années précédentes.

Pour Martin et Rey (2005), la libéralisation de marché boursier et les frictions financières sur les marchés des placements, agissent l'un sur l'autre pour produire des booms d'investissements ou des crashes financiers. Ils ajoutent que, dans

certaines circonstances pessimistes, la libéralisation conduit à une chute dans la demande des capitaux, des sorties de capitaux et des accidents financiers liés aux bas investissements et à la basse croissance⁽¹⁵⁾.

Le tableau suivant résume comment peut être la libéralisation financière l'un des facteurs majeurs qui engendre de graves crises bancaires et financières.

Tableau 2 : la libéralisation financière, facteur de crises ?

Domaine	Raisons théoriques	Evidences empiriques
Bancaire	<ul style="list-style-type: none"> - inexpérience dans l'appréciation du risque. - Durcissement de la concurrence entre banques. - Perte de marché au profit de l'intermédiation directe. 	<ul style="list-style-type: none"> - 18 des 26 crises bancaires ont été précédées d'une libéralisation financière (Kameinsky et Reinhart, 1998). - la libéralisation des taux d'intérêt accroît la probabilité de crise (Demirguc- Kunt, Detragiache, 1998).
Ouverture du marché boursier	<ul style="list-style-type: none"> - favorise l'émergence de bulles spéculatives. - Inexpérience des traders locaux. 	<ul style="list-style-type: none"> - bulle spéculative japonaise des années quatre-vingt.
Ouverture du compte de capital	<ul style="list-style-type: none"> - rapidité de l'afflux des capitaux, puis de leur reflux, face à l'irréversibilité de l'investissement productif (Jeanne, 2002). 	<ul style="list-style-type: none"> - moindre fréquence de crises dans les pays qui n'ont pas ouvert leur compte de capital.
Liberté du marché des changes	<ul style="list-style-type: none"> - fragilise une politique de changes fixes ou de « currency board ». - fragilise les banques soumises à un risque de change. 	<ul style="list-style-type: none"> - plus grande fréquence des crises de change.

Source : Boyer Robert, Dehove Mario et Plihon Dominique (2004), « Les crises financières », la Documentation française, Paris, P131.

Historiquement on note que la première crise financière induite par la libéralisation financière dans les pays en développement est celle de la crise Mexicaine de 1994. A partir de là, il est important de s'arrêter un petit peu au niveau de cette crise et essayer de rentrer dans les détails de son déclenchement.

L'ouverture des frontières à la fin des années 1980 s'était traduite par un déséquilibre des échanges extérieurs du

Mexique. Le choix d'une stabilité du peso par rapport au dollar s'est imposé afin d'attirer les capitaux nécessaires au financement du pays. Cependant, la surévaluation de la monnaie avait fini par aggraver le déséquilibre extérieur. Soucieux de maintenir sa crédibilité financière retrouvée, le Mexique s'était engagé à ne pas dévaluer.

C'est pourtant ce qu'il fait le 20 décembre 1994 (-13%) à la suite d'un déficit extérieur record. Ayant perdu

toute confiance dans la stabilité de cette devise, les investisseurs nationaux et internationaux ont massivement vendu leurs avoirs en pesos. Le 21 le gouvernement est contraint de laisser flotter sa monnaie, qui perd plus de 60% de sa valeur par rapport au dollar en un mois. Plus de 30 milliards de dollars auraient quitté le pays en dépit d'une augmentation des taux d'intérêt de 16 à 70%⁽¹⁶⁾.

De monétaire la crise est devenue financière, puis économique, la vente massive d'avoirs mexicains s'est traduite par une chute de la bourse, dont l'indice a perdu 30% en un mois. La quasi-faillite du système bancaire a entraîné la fermeture de nombreuses entreprises. En 1995, l'investissement s'est réduit de 25% et le PIB a diminué de 6,2%.

Dans le pays le plus inégalitaire d'Amérique latine, la perte de 1,7 million d'emplois entre Janvier 1995 et Juin 1996 et le retour de l'inflation, provoqué la chute de la monnaie, ont entraîné une baisse de 20% du pouvoir d'achat moyen des ménages. En 1998, la population mexicaine n'avait toujours pas retrouvé le niveau de vie qui était le sein avant la crise. Il est vrai que le pays subissait alors les répercussions de celle amorcée en Asie l'année précédente.

La crise Asiatique de 1997 a été rendue possible par la globalisation financière aussi, par un afflux trop massif de capitaux qui a fragilisé l'économie des pays asiatiques. Et deuxièmement par les sorties de capitaux qui ont amplifié la crise.

Les flux de capitaux ont pris de l'ampleur au début des années 1990. De 1990 à 1996, les neuf principaux pays asiatiques ont reçu 367 milliards de dollars provenant, pour les trois quarts,

d'institutions privées. Les banques centrales ont accumulé des réserves en devises qui ont eu pour conséquence un gonflement de la masse monétaire. L'augmentation de la demande, qui s'en suit a favorisé la croissance, mais a accru les importations et déséquilibré les échanges.

La sortie des capitaux a plongé ces pays dans la crise. Les investisseurs ont brutalement pris conscience de la possibilité d'une dévaluation du baht au deuxième trimestre 1997, et exactement le baht qui se négociait à environ 25 pour 1 dollar. En un jour ou deux, il chuta de 25%⁽¹⁷⁾, les capitaux ont alors massivement quitté le pays et, par contagion, les flux nets de capitaux privés sont devenus négatifs de 45 milliards de dollars en 1997 et de 69 milliards en 1998.

Il est à conclure dans ce contexte que la fragilité du secteur financier et des entreprises paraissait le seul trait commun des pays d'Asie touchés par la crise. Et que la situation fut aggravée par la propagation de la crise d'un pays à l'autre, à mesure que les investisseurs retiraient soudainement leurs fonds. La contagion déclenchée par les marchés financiers ainsi que le comportement mimétique des investisseurs semblaient avoir joué un rôle important dans la contagion asiatique⁽¹⁸⁾. Donc on peut dire que le marché financier a été le principal vecteur de la propagation de la crise en Asie avant même qu'elle ne se diffuse par le biais du commerce.

Certes la raison principale du déclenchement des crises bancaires et financières dans les pays en développement est l'exposition facile du système financier à des fragilités financières, mais l'entrée massive de capitaux étrangers que favorise la

libéralisation est la racine et le facteur facultatif du déclenchement des crises.

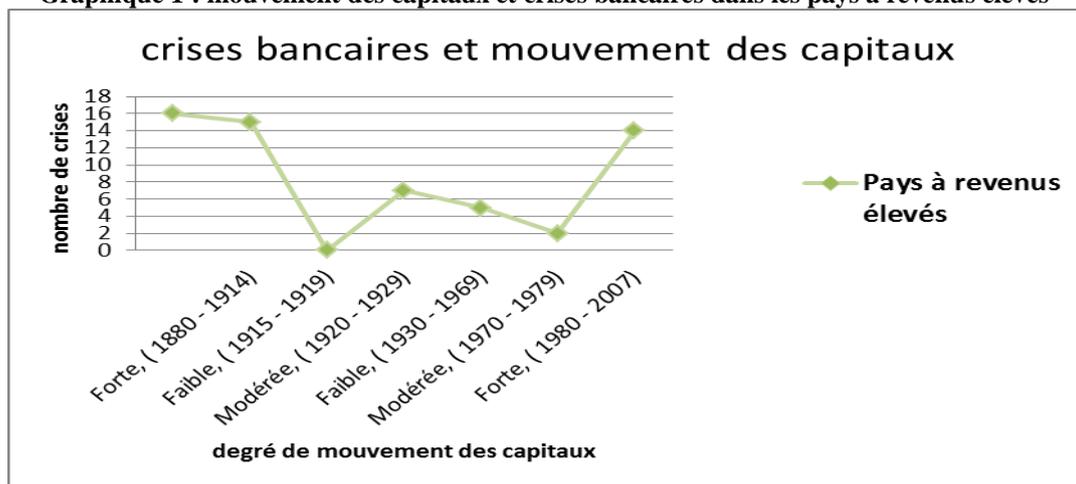
Les mouvements de capitaux se déroulent aujourd’hui dans le cadre du régime institutionnel international spécifique, économique et politique, dit la « globalisation », auquel la libéralisation et la dérèglementation ont donné naissance. Un régime qui a été avant tout construit au bénéfice des Etats-Unis, mais plus le temps passe, plus il apparaît que le vrai bénéficiaire en est le capital concentré comme tel, aussi bien financier qu’industriel⁽¹⁹⁾ ...

Ces mouvements de capitaux indiquent deux types. Des mouvements de capitaux durables comme les investissements directs étrangers générant de la valeur ajoutée. Et des mouvements de capitaux spéculatifs comme les flux d’investissement de portefeuille qui cherchent la maximisation de profit engendré par les taux d’intérêts élevés dans les pays accueillants de ces capitaux. Ce dernier type a été cité chez les marxistes par le

thème de capital financier, il apparaît aussi comme capital – argent et possède en fait sa forme de mouvement A-A’. Selon Hilferding (1910) ce capital financier signifie : l’unification du capital, les secteurs, autrefois distincts, du capital industriel, commercial et bancaire, sont désormais sous le contrôle de la haute finance, où les magnats de l’industrie et des banques sont étroitement associés⁽²⁰⁾.

A ce sujet, Reinhart et Rogoff, (2010) dans leur livre « *cette fois, c’est différent* » présentent un tableau fourni en annexe, particulièrement éclairant. Il recense les dates des crises bancaires et la mobilité⁽²¹⁾ des capitaux entre 1800 et 2008 dans les pays à revenus élevés, les pays à revenus moyens et les pays à revenus bas. Ce tableau présente le nombre de crises qui ont précédé les différentes périodes de mobilité des capitaux. Les graphes ci-dessous illustrent les résultats indiqués dans le tableau.

Graphique 1 : mouvement des capitaux et crises bancaires dans les pays à revenus élevés

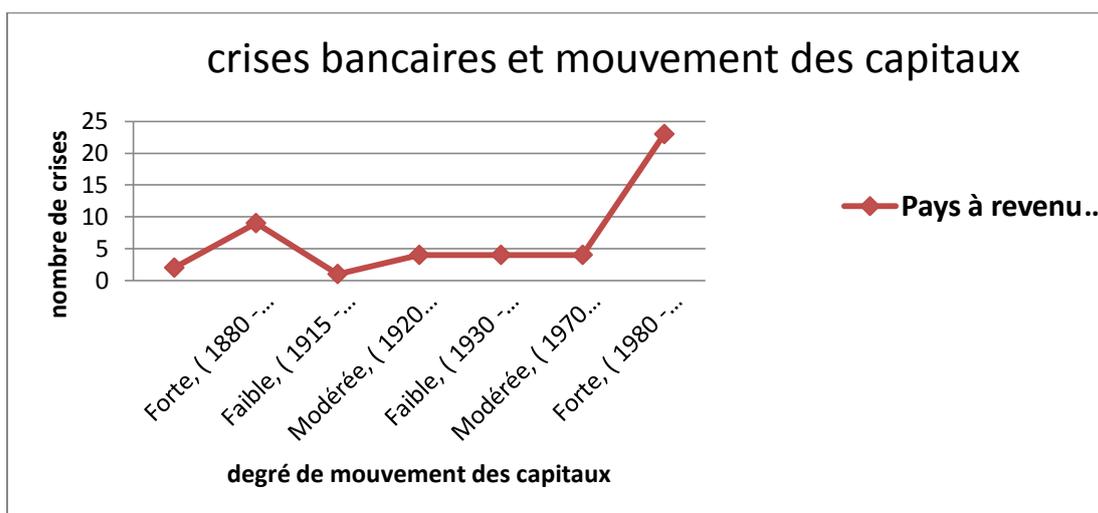


Source: préparé par l’auteur selon les données indiquées dans le tableau fourni en annexe dans le livre de Reinhart et Rogoff, (2010): «*Cette fois, c’est différent huit siècles de folie financière* », Nouveaux horizons, Paris, P 355 – 362.

A partir de ce graphe, on remarque les pays à revenus élevés ont connu un nombre important de crises bancaires (plus de 15 crises) durant la période (1880 – 1914) et aussi durant la période (1980 – 2007) avec un nombre de 14 crises bancaires. Ces périodes se sont caractérisées par de forte mobilité des capitaux dont la dernière période se développe par la révolution économique néolibérale qui s'est progressivement déployée aux Etats-Unis à partir des années 1970 et s'est accélérée à partir des années 1990.

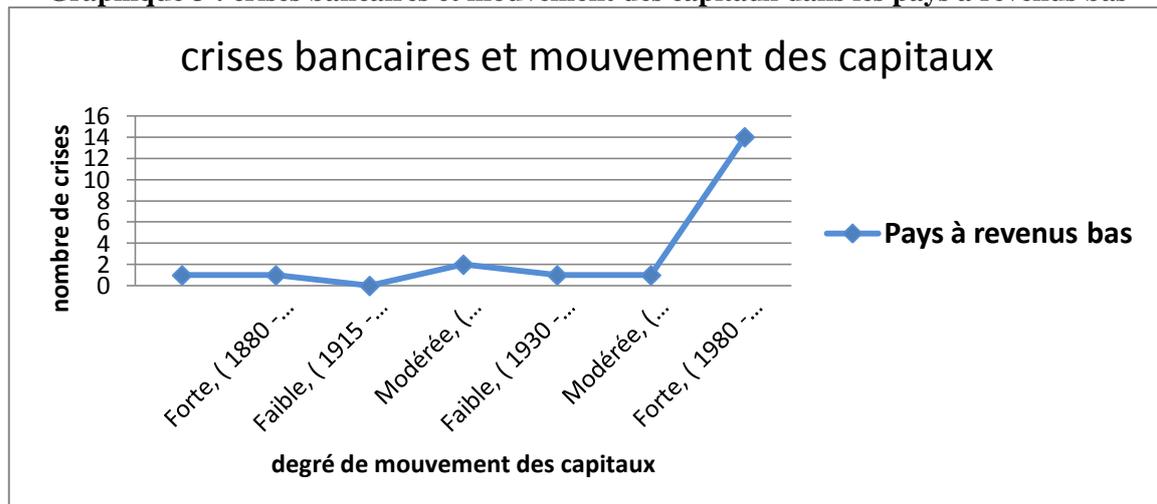
En ce qui concerne les pays à revenu moyen, on distingue un nombre important de crises bancaires à partir des années 1980. Ce nombre (plus de 23 crises) se coïncide avec l'insertion de la mondialisation financière et la libéralisation des mouvements de capitaux dans les politiques de développements et d'intégration à l'économie mondiale. Le graphique suivant montre cette évolution des crises bancaires et le degré de mobilité des capitaux qui les précède.

Graphique 2 : crises bancaires et mouvement des capitaux dans les pays à revenu moyen



Source: préparé par l'auteur selon les données indiquées dans le tableau fourni en annexe dans le livre de Reinhart et Rogoff, (2010): «*Cette fois, c'est différent huit siècles de folie financière* », Nouveaux horizons, Paris, P 355 – 362.

Graphique 3 : crises bancaires et mouvement des capitaux dans les pays à revenus bas



Source: préparé par l'auteur selon les données indiquées dans le tableau fourni en annexe dans le livre de Reinhart et Rogoff, (2010): «*Cette fois, c'est différent huit siècles de folie financière*», Nouveaux horizons, Paris, P 355 – 362.

Ce graphique permet de remarquer que chez les pays à revenus bas le nombre de crises bancaires a également augmenté à partir des années 1980 et exactement à partir de 1982 dans la république démocratique du Congo, le Ghana, la Mauritanie en 1984, le Vietnam en 1997, etc.

Ainsi on peut dire que le nombre de crises bancaires s'est élevé dès les années 1980, quand on relevait une forte mobilité des capitaux, que ce soit dans les pays à revenus élevés, moyens ou bien à revenus bas⁽²²⁾. ***Faut-il alors remettre en cause la libéralisation des mouvements de capitaux ?***

Cette remise en cause pourrait être illustrée par la mise en relief des promesses non tenues de la libéralisation financière. En mai 2003 le très libéral hebdomadaire britannique *The Economist* ⁽²³⁾ écrivait déjà : « Désastres financiers périodiques, crises de la dette, fuites de capitaux, crises de changes, faillites de banques, krachs boursiers..., c'est assez pour forcer un bon libéral à s'arrêter pour réfléchir ». 2003 est également l'année

où des études commencent à montrer que les pays émergents ayant ouvert leur économie aux grands vents de la finance mondiale ; ont connu un effondrement de leur production lié à de coûteuses crises bancaires ou de taux de change. Graciela L. Kaminsky en 2005 confirmait aussi cette remise en cause des gains de la libéralisation financière, en soulignant que cette dernière et en sus avec les excès de flux de capitaux destinés à la spéculation financière ; génère des bulles financières qui procurent à leurs tours des krachs financiers⁽²⁴⁾.

Les thuriféraires de la libéralisation financière ont promis monts et merveilles de la dérèglementation financière et de la libre circulation internationale des capitaux. Cependant ils sont obligés de constater que leurs promesses n'ont pas été tenues. Le libéralisme financier devait supprimer les déséquilibres des échanges extérieurs et les mouvements erratiques des taux de change. Il devait redonner de l'autonomie aux politiques

monétaires nationales en faveur de la croissance et de l'emploi...

Non seulement les promesses n'ont pas été tenues, mais, pis, les évolutions de la finance mondiale libéralisée ont été à l'exact opposé de ce qui était promis. Il aura fallu des crises financières, des croissances brisées, des emplois perdus. L'année 2009 en est l'une des pires expressions. Mais ce bilan, calamiteux, a définitivement cassé le consensus en faveur de la libéralisation financière⁽²⁵⁾ !

II. La crise financière mondiale récente

Une crise d'abord bancaire et localisée dans le marché du crédit immobilier américain. Elle s'est transformée rapidement en une crise financière, réelle et mondiale.

Une crise qu'on peut dire qu'elle a marqué un coup d'arrêt à la globalisation financière⁽²⁶⁾, où elle serait le signe de sa faillite ou au contraire, la preuve de la nécessité de l'approfondir. Dans ce cadre *Jacques Attali* ⁽²⁷⁾, souligne que : « Il est temps de réaliser que cette crise peut représenter une chance pour le monde, ultime alerte sur tous les dangers d'une globalisation anarchique et gaspilleuse. Il est temps de mesurer que nous disposons des moyens humains, financiers et technologiques pour faire en sorte que cette crise ne soit qu'un accident de parcours. Qu'on n'en sortira que si l'information économique et financière est équitablement répartie et disponible pour tous en même temps ; que si les marchés mondiaux par nature, sont équilibrés par un état de droit planétaire ; que si est mis en place à l'échelle mondiale un réel contrôle des risques et des exigences de liquidité ».

Pour sa part, les aveux confiés d'Alan Greenspan l'ancien dirigeant de la banque centrale des Etats Unis. Lors d'une commission destinée à évaluer le rôle des régulateurs publics et en particulier la responsabilité personnelle d'Alan Greenspan en Octobre 2008, confessant publiquement, que sa croyance dans les vertus de la finance dérèglementée était mal placée. Il révèle qu'ils ne sont que l'expression publique la plus symbolique d'un secret que les économistes, y compris chez les libéraux, avaient dévoilé depuis plusieurs années déjà : la dérèglementation financière cause plus de dégâts qu'elle n'apporte de bienfaits.

La crise de 2008 n'est pas spontanée : elle n'est pas sortie du néant, les analystes lucides savaient que quelque chose de très grave couvait et qu'un jour ou l'autre, le monde serait confronté à une catastrophe⁽²⁸⁾.

La crise a affecté simultanément les Etats- Unis, l'Union européenne et le reste du monde. La rapidité des séquences explique qu'elle est devenue mondiale parce qu'elle s'est généralisée à une vitesse fulgurante. Avec ses effets multiples et désastreux dans tous les domaines, elle a généré: l'effondrement du système bancaire international, une absence de confiance entre les institutions bancaires et financières, un découlement des marchés monétaires et boursiers, le retour de l'Etat dans la sphère économique et financière. Ainsi que l'apparition dans le sillage de la crise d'une récession économique et essentiellement la mobilisation de formidables montants pour venir en aide au secteur bancaire, d'une part, et pour relancer l'économie, d'autre part⁽²⁹⁾.

Bien que la crise ait été le résultat d'une économie non réelle, basée sur un

désordre monétaire et financier, ses effets sur l'économie réelle sont très tranchants : pertes de richesses, chute du commerce international, remise en cause de la forte croissance dont bénéficiait l'économie mondiale depuis 1995, baisse des prix des matières premières avec de grandes fluctuations et la faillite de plusieurs banques. Et on trouve essentiellement dans ce cadre le chômage avec son taux élevé et qui va mettre en relief beaucoup de problèmes sociaux.

Dans ce contexte, Le président de la banque mondiale a mis en garde contre une autre conséquence dramatique de la crise. Il a laissé entendre lui aussi que l'avenir est incertain car : « ce qui a commencé comme une crise financière est devenu une crise économique et se transforme en crise de l'emploi. Cela pourrait devenir une crise humanitaire si les pays n'agissent pas »⁽³⁰⁾. L'ex patron du FMI, lui aussi a déclaré lors d'une intervention publique au siège européen de l'ONU le 8 décembre 2010 que : « les conséquences de la crise sont loin d'être épuisées, et l'avenir est plus incertain que jamais » où il a appelé à « tout reconstruire » au plus vite⁽³¹⁾.

Si on s'arrête au niveau de cette déclaration du FMI et qu'on essaye de la décortiquer, on remarque que les plans de relance qui ont été adoptés pour faire face à la crise, étaient sous forme d'interventions publiques. Des interventions avec des milliards de dollars afin de rendre la confiance aux banques et marchés financiers et remettre en place la croissance économique. Mais la coordination en faveur d'un plan de soutien au fondement du système financier et de réformes structurelles, a été trop tardif, ce qui a généré certes une croissance

économique à court terme mais aussi un avenir plus incertain que jamais. Et dans ce cas et face à un échec de politique publique, la solution n'est pas de s'interroger sur l'effet de l'intervention, mais sur la manière dont il est possible de changer ses modalités afin d'améliorer ses performances⁽³²⁾

Donc appeler à tout reconstruire veut dire jusqu'à un certain seuil, mettre en relief les lacunes du système financier, les mettre en cause et essayer de les réformer afin de pouvoir assurer un système financier fiable et durable.

Cela signifie que la crise bancaire et financière de 2008 a montré le déclenchement d'une crise systémique plus large qui pouvait déboucher sur des fondations nouvelles.

Cette crise est systémique au sens où elle conduit à remettre en cause les sciences économiques orthodoxes et le paradigme de la finance moderne (titrisation et produits dérivés). Systémique aussi en ce sens qu'elle incite à prendre conscience qu'une crise sur un marché a des effets sur tous les marchés ce qui remet en cause les composantes du système financier.

Car d'un côté, elle est la conséquence d'un système qui donne aux banques le pouvoir de créer de la monnaie *ex nihilo*, de l'autre, elle pointe les défaillances d'un système d'économie mixte qui conduit, par construction, les agents économiques à mettre en péril la stabilité des marchés en prenant des risques qu'ils n'auraient pas pris dans une économie où les droits de propriété privée auraient été scrupuleusement respectés.

De ces faits, ***que peut-on dire sur la relation entre la crise financière de 2008 et les fondements du système financier mondial? Et plus précisément quel a été le rapport entre la crise***

financière récente et l'instabilité financière?

III. L'instabilité financière et la crise financière récente

La finance mondiale est habituée à l'éclatement de bulles spéculatives liées à la suraccumulation du capital financier à la recherche d'une rentabilité à court terme. Des bulles qui ont pu se former grâce à une politique monétaire trop laxiste, et a été amplifiée par des techniques financières sophistiquées qui permettaient aux investisseurs d'emprunter « sans risques », et donc sans fin⁽³³⁾. Les crises qui se sont succédé montrent les retards pris dans cet effort de surveillance et d'encadrement comme l'insuffisance des coopérations engagées.

L'économie mondiale a connu une période d'instabilité financière sans précédent en 2008 et 2009, qui s'est accompagné de la récession économique et de l'effondrement des échanges les plus graves depuis de nombreuses décennies.

Entre 1971 et 2008, on ne compte pas moins de 24 crises financières, témoignant de la montée de l'instabilité financière. Et du fait de leurs conséquences majeurs sur l'économie réelle, il est important de comprendre la nature de cette instabilité financière et des dysfonctionnements de la sphère financière.

Des dysfonctionnements amplifiés par la faillite de l'ensemble des acteurs financiers de la chaîne institutionnelle qui s'explique par leur profonde irresponsabilité, leur aveuglement ou leur rapacité : banques centrales, autorités de régulation, banques commerciales et d'investissement, agence de notations⁽³⁴⁾.

A ce sujet *M. Aglietta* (2008) souligne : « qu'il n'y a guère de

surprise derrière ces événements, on ne sait jamais quand et où une crise va éclater ; mais on sait que le risque systémique fait partie du dynamisme des marchés financiers. Plus les marchés étendent leur emprise sur l'économie, plus la stabilité financière est un bien commun qui dépend d'une régulation prudentielle exigeante⁽³⁵⁾ ».

Certes les crises sont inhérentes au fonctionnement du système capitaliste, surtout après sa mutation à la fin des trente glorieuses, mais aussi pourraient être évitées au prix de quelques réglages. À cet égard Demirgürc-Kunt et Detragiache (1998), soulignent que⁽³⁶⁾ : « ... la libéralisation financière a un impact faible sur la fragilité du secteur bancaire quand l'environnement institutionnel est puissant et fort (niveau faible de corruption, respect pour la règle de législation) ». A la lumière de leurs résultats, il apparaît notamment que la libéralisation financière doit s'accompagner de l'évolution du cadre institutionnel, afin qu'elle ne conduise pas à un accroissement de l'instabilité financière, source de tensions macroéconomiques négatives pour la croissance économique.

Si on prend la crise des subprimes qui est le fruit d'une innovation financière⁽³⁷⁾, on s'aperçoit que le succès des subprimes s'explique aussi par la déréglementation financière qui revient sur les législations adoptées après la crise de 1929. La crise se trouve aggravée par le fait d'avoir vendu les crédits subprimes à l'échelle locale par des courtiers qui touchent un pourcentage sur chaque transaction. Ensuite, ces crédits colletés et transformés, par les banques et assurances, en produits financiers opaques sous forme de titres de dette négociables et revendus avec des

centaines de milliards de dollars auprès d'investisseurs du monde entier.

Formellement, cette crise a pris sa source dans le boom immobilier américain, mais sa transmission à l'ensemble du système financier fut liée au développement de ces innovations financières. Des innovations qui ont diffusé et amplifié le risque immobilier américain à l'échelle mondiale et à la forte interconnexion entre secteurs financiers mondiaux et la mobilité des capitaux entre pays⁽³⁸⁾.

Il est à souligné donc que cette crise est la conséquence d'une double cécité : celle de la banque centrale américaine qui n'a pas vu, ou plutôt qui n'a pas tenu compte de la formation d'une bulle spéculative⁽³⁹⁾. Et celle des autres régulateurs, qui ont laissé Wall Street développer hors de leurs contrôles toute une série d'innovations financières. Paul Fabra⁽⁴⁰⁾ (2010) dans son livre « *Le capitalisme sans capital* » confirme cette situation en soulignant que : « la discipline de marché suppose pour s'exercer effectivement un cadre légal et réglementaire clair et cela n'existe pas encore aux Etats-Unis... ».

Il n'est donc pas étonnant que cette crise financière ait suscité un flot de propositions pour reformer la régulation des marchés financiers et des institutions financières, tant aux Etats-Unis qu'ailleurs. Aussi la crise crée une « fenêtre de tir » pour corriger les excès de la finance virtuelle, redéfinir les règles du jeu et la finance mondiale en ayant en tête les exigences de stabilité, de gouvernance mondiale⁽⁴¹⁾.

Actuellement, la réflexion pour coordonner les efforts afin d'améliorer le fonctionnement des marchés financiers et réduire les risques systémiques se fait au sein du Forum de la stabilité financière. Ce forum a été

créé en 1999 à l'initiative des ministres des finances et des gouverneurs des banques centrales des pays du G7. Ce forum rassemble les autorités monétaires et financières des grands pays, les superviseurs des grandes places financières et diverses organisations internationales comme le FMI ou l'OCDE⁽⁴²⁾. Ces derniers visent à coordonner leurs efforts afin de promouvoir la stabilité financière internationale et améliorer le fonctionnement des marchés et de réduire les risques systémiques...

En octobre 2010, il a été souligné dans le rapport de la stabilité financière dans le monde que le système financier mondial continue de traverser une période de profonde incertitude et reste le talon d'Achille de la reprise économique. Ce qui pousse les pays à s'atteler à plusieurs réformes fondamentales pour assurer la viabilité du système financier mondial et préserver la reprise : il s'agit de faire face aux équilibres dont souffre le secteur bancaire, y compris, le cas échéant, en procédant à des recapitalisations. Tout comme il faut renforcer les fondamentaux qui sous-tendent les bilans des Etats et surtout continuer à définir et à préciser la réforme réglementaire en s'appuyant sur les grandes améliorations proposées par le Comité de Bale sur le contrôle bancaire (CBCB)⁽⁴³⁾.

A ce sujet M. Reinhart et S. Rogoff, (2010) déclarent : « nous croyons fermement qu'une institution internationale de régulation financière aurait un rôle important à jouer. D'abord, les flux de capitaux internationaux continuent d'augmenter, en quête souvent d'une réglementation allégée autant que d'un rendement élevé. Une vraie régulation des colosses

internationaux de la finance moderne suppose une certaine coordination de la réglementation financière. De plus un régulateur financier international pourrait dans une certaine mesure apporter aux régulateurs nationaux une protection politique par rapport aux législateurs qui leur demandent constamment de desserrer les règles et de les appliquer avec moins de rigueur. Les agents d'une telle institution devraient avoir des qualifications spéciales, extrêmement différentes de celles qu'on trouve dans les grandes institutions de prêt multilatérales actuelles ; c'est pourquoi nous croyons qu'une institution entièrement nouvelle est nécessaire ».

Globalement, les pays ne peuvent pas relâcher les efforts consentis pour réduire les risques de refinancement, renforcer les bilans et réformer les cadres réglementaires. D'une part, les autorités ne doivent manquer aucune occasion de renforcer et recapitaliser les systèmes bancaires, traiter de la question des institutions d'importance systémique dont on redouterait la faillite, réduire les engagements conditionnels et assurer la viabilité des finances publiques.

D'autre part ces autorités redoivent maîtriser le risque de liquidité systémique⁽⁴⁴⁾, en passant par une action au niveau des établissements bancaires et en postant aussi une attention sur les marchés de financement. Concrètement, l'amélioration des règles d'évaluation des garanties et de constitutions de dépôts et l'utilisation de contreparties centrales sont autant de facteurs qui pourraient également contribuer à réduire le risque de liquidité systémique.

A côté de ces réactions, le FMI s'est lancé dans un travail d'évaluation exhaustif et intensif pour déterminer ce qu'il faudrait faire une fois la crise terminée ; notamment redéfinir son propre rôle dans l'économie mondiale et dans la prévention des crises à l'avenir. L'exercice d'alerte avancée conduit conjointement avec le conseil de stabilité financière (CSF) a été développé et affiné, et le FMI s'est aussi efforcé d'intégrer davantage les analyses internationales et le suivi des secteurs financier dans ses activités de surveillance. Selon M. Reinhart et S. Rogoff, (2010) : « le FMI pourrait jouer un rôle plus utile en poussant les gouvernements à révéler franchement leurs positions emprunteuses qu'en intervenant comme un pompier une fois les problèmes advenus. Bien entendu, l'histoire enseigne que l'influence du FMI avant une crise est faible par rapport à ce qu'elle est pendant la crise⁽⁴⁵⁾ ».

De son côté, le FMI en Avril 2010, dans un rapport intérimaire remis aux ministres des finances des pays du G20, avise qu'il existe deux options essentiellement privilégiées⁽⁴⁶⁾ :

- Une contribution à la stabilité financière, associée à un mécanisme de règlement crédible et efficace, garantirait que le secteur financier prenne en charge une part raisonnable des coûts de règlement avant qu'une crise n'éclate : le cas échéant, des paiements additionnels pourraient aussi être exigés après coup si la catastrophe se produisait.

- Une contribution plus substantielle du secteur financier, visant par exemple à couvrir les coûts plus généraux de la crise, pourrait être obtenue au moyen d'une « taxe sur les activités financière » prélevée sur la

somme des bénéfiques et des rémunérations des établissements financiers et versée aux recettes générales.

IV. Les mouvements de capitaux durant la crise financière de 2008

Les crises financières subies par un grand nombre de pays émergents ainsi que les pays développés ont conduit à une nette remise en question de la libéralisation des mouvements de capitaux. Cette remise en question s'est traduite en particulier par un net déclin des flux de capitaux vers les économies émergentes entre 1994 et 2002. Mais un déclin temporaire, à partir de 2002 il y a eu une nouvelle hausse des investissements vers les pays émergents. Durant cette période le montant est passé de 100 milliards de dollars en 2002 à 1250 milliards en 2007 d'après l'Institute of International Finance (IIF). En parallèle, les sorties de capitaux s'accroissent nettement⁽⁴⁷⁾.

Les mouvements de capitaux durant les périodes de booms ont toujours enregistré des évolutions très importantes (par exemple entre 1998 et 2007 ces flux passent de presque 10% du PIB mondiale à plus de 30% du PIB⁽⁴⁸⁾). Cette situation ne tarde pas à enfanter des krachs financiers ; avec leur forte mobilité et en absence des mesures de surveillance et de réglementations prudentielles adéquates et rigoureuses et aussi des politiques macroéconomiques cohérentes, ces mouvements de capitaux ont généré des crises financières et économiques mondiales.

A leurs tours les crises financières et économiques procurent une chute très aigue dans les mouvements de capitaux, due en premier lieu, à l'absence de confiance dans les marchés financiers et entre les institutions bancaires et

financières. En second lieu, ces crises avec leurs effets tranchants sur le plan économique et social engendrent une stagnation dans la mobilité des capitaux ainsi qu'une massive sortie soudaine de capitaux. Ces perturbations ont été procrées par la remise en cause des gains de la libéralisation financière, qui faut-il le préciser s'enrichit soit par l'engagement de plusieurs pays dans des réformes structurelles dans le système financier et/ ou en parallèle la montée du protectionnisme masquée par l'objectif de renforcer l'économie intérieure et la compétitivité et surmonter la récession...

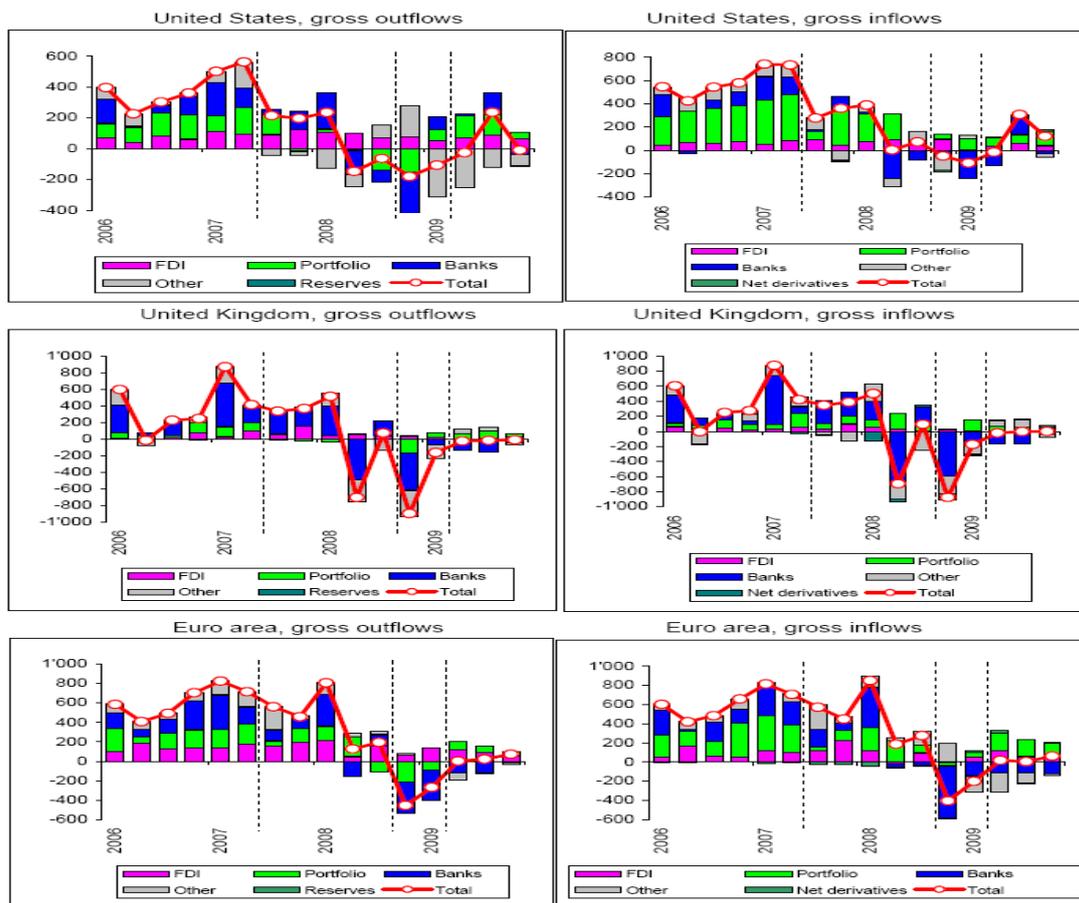
La crise financière de 2008 illustre cette dynamique, elle a connu avant son déclenchement des bulles spéculatives liées à la suraccumulation du capital financier à la recherche d'une rentabilité à court terme dans le monde entier. Certes elle a pris sa source dans le boom immobilier américain, mais sa transmission à l'ensemble du système financier mondial fut liée au transfert de ces bulles immobilières aux marchés financiers internationaux. Avec ses engagements dans des réformes structurelles au niveau du système financier international et les multiples contraintes qui se dressent devant son dépassement ainsi que ses effets tranchants sur le plan économique et social ; cette crise a conduit à une remise en cause des gains de la libéralisation financière et par conséquent à une chute dans les mouvements de capitaux.

La crise financière de 2008 a généré un décroissement brutal et sans pareil dans la mobilité des capitaux que ce soit dans les pays développés ou émergents. Ce décroissement s'est aggravé juste après la faillite de la banque Lehmann Brothers dans les

pays développés et exactement aux Etats– Unis. Ce décroissement est apparu aussi au deuxième semestre de l’année 2008 dans le marché européen et la Grande Bretagne. Et entre la fin de 2008 et début de l’année 2009 dans les

marchés financiers émergents. Ce déclin dans les mouvements de capitaux démontre qu’il n’y avait pas ainsi de politiques de marché qui devaient être prêtes à faire face aux risques financiers générés par ces mouvements⁽⁴⁹⁾.

Graphique 5 : Mouvements des capitaux et la crise financière de 2008 dans les pays avancés en milliards de dollars⁽⁵⁰⁾



Souche : IMF, balance of payments statistics, author’s calculations, fourni en annexe par: Cédric Tille, Gian-Maria Milesi-Ferretti, (October 2010): “The Great Retrenchment: International Capital Flows During the Global Financial Crisis”, Economic Policy, Fifty-Second Panel Meeting, Hosted by EIEF, 22-23, P 53.

On peut avancer à partir de ce graphique qu’aux Etats-Unis le décroissement des mouvements des capitaux s’est remarqué beaucoup plus dans les sorties de capitaux, où ces derniers ont enregistré d’environ moins de (-) 200 milliards de dollars dans le premier semestre de 2009, tandis que dans la même durée les entres des capitaux ont enregistré une baisse en arrivant à moins de (-) 50 milliards

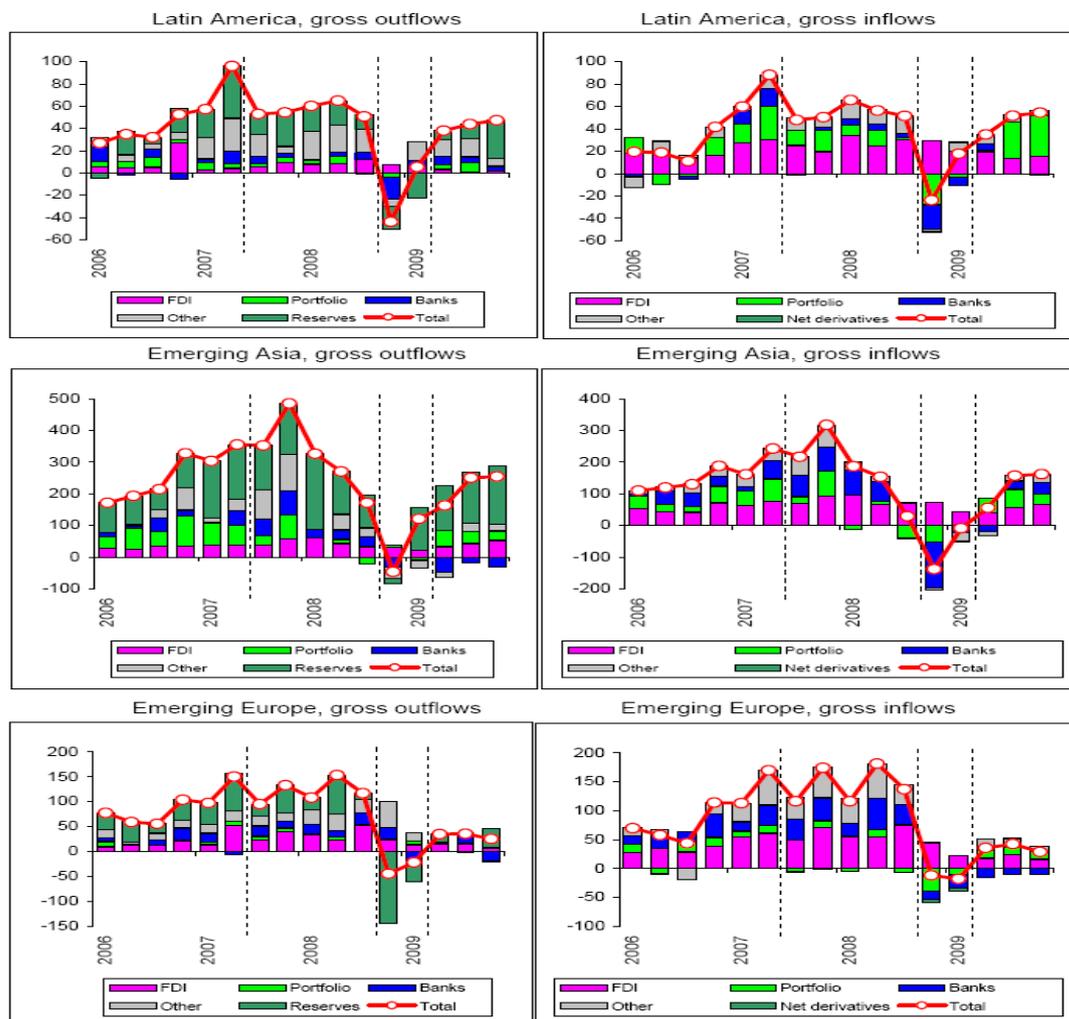
de dollars. Le premier type de capitaux affecté et qui a connu une chute aussi importante était le capital circulant entre banques, ce type a joué un rôle très important dans la phase de chute des mouvements de capitaux en général, ensuite on trouve les capitaux qui circulent entre marchés financiers (les flux d’investissement de portefeuille) et les autres types comme l’investissement direct à l’étranger qui

ont connu une légère baisse par rapport aux autres types cités.

En ce qui concerne la Grande Bretagne, la chute des mouvements de capitaux était presque pareille que ce soit pour les capitaux entrants ou sortants, tandis qu'aux Etats-Unis cette chute était plus importante dans les deux cas de figure. Entre la moitié de 2008 et le premier semestre de 2009 ces

flux enregistre presque moins (-) de 800 milliards de dollars dans le marché britannique. Le marché européen a enregistré aussi un net déclin dans les mouvements de capitaux à partir du deuxième semestre de 2008 jusqu'au premier semestre de 2009, avec un taux très élevés chez les mouvements de capitaux entre banques.

Graphique 6 : Mouvements des capitaux et la crise financière de 2008 dans les marchés émergents en milliards de dollars⁽⁵¹⁾



Source : IMF, balance of payments statistics, author's calculations, fourni en annexe par: Cédric Tille, Gian-Maria Milesi-Ferretti, (October 2010): "The Great Retrenchment: International Capital Flows During the Global Financial Crisis", Economic Policy, Fifty-Second Panel Meeting, Hosted by EIEF, 22-23, P 54.

A partir de ce graphique, on remarque que les marchés émergents des mouvements de capitaux ont connu des perturbations dans leur degré de

mobilité, des légères baisses durant l'année 2008 et un net déclin dans le premier semestre de 2009 : moins de (-) 40 milliards de dollars sous forme de

capitaux sortants en Amérique Latine dont les capitaux circulants entre banque et les réserves en premier ; aussi les capitaux entrants ont subi les mêmes conséquences durant cette période. En ce qui concerne le marché Asiatique, le degré de mobilité de capitaux a enregistré une chute continue durant l'année 2008 et jusqu'au premier semestre de 2009 avec un taux de décroissement négatif pour les capitaux circulants entre banque et de portefeuille (presque moins (-) de 200 milliards de dollars pour les capitaux entrants). Quant aux pays émergents de l'Europe, ils ont enregistré des perturbations aussi importantes dans les capitaux sortants et en particulier les réserves, dans les capitaux entrants et en particulier les capitaux circulants entre banques et les flux d'investissement de portefeuille⁽⁵²⁾.

La reprise des mouvements de capitaux est apparue au début de l'année 2010, avec un taux très faible dans le marché britannique et le marché européen suite aux répercussions générées par la crise de la dette grecque. A rappeler qu'au marché américain ce taux était modéré, plus de 200 milliards de dollars enregistrés dans les mouvements de capitaux entrants ainsi que sortants, mais avec une rechute durant le 2eme semestre de cette année.

Les marchés financiers des pays émergents ont noté à leurs tours une reprise aussi importante dans la mobilité des capitaux durant l'année 2010, des taux très élevés dans le marché asiatique ; presque 200 milliards de dollars pour les capitaux sortants dont la grande part provient des réserves et plus de 100 billions de dollars enregistrés par les capitaux entrants entre banques et les flux

d'investissement de portefeuille. L'Amérique Latine a également enregistré une progression dans ses marchés de capitaux ; plus de 40 milliards de dollars enregistrés par les capitaux entrants entre banques et les flux d'investissement de portefeuille, les capitaux sortants ont enregistré quant à eux une augmentation dans leurs mouvements. Tandis que les marchés émergents européens ont connu un faible redressement dans leurs mouvements de capitaux.

V. conclusion

Les enseignements tirés de cet écrit ont consisté à avancer une réflexion autour de la relation mouvements de capitaux et crises financières, une relation qui se caractérise par une interaction dialectique entre ces phénomènes.

Cette interaction s'illustre d'un côté par le rôle que jouent les mouvements de capitaux dans le déclenchement des crises financières. Ce dernier se consolide par l'absence des mesures de surveillance et de réglementation prudentielles adéquates rigoureuses supposées faire face à la volatilité des mouvements de capitaux.

L'autre aspect de cette interaction dialectique, se définit par le fait que les crises financières à leurs tours entravent les mouvements de capitaux durant les différentes phases de leurs effets à savoir : les phases de leur déclenchement, la phase d'absence de confiance dans les marchés financiers et surtout les phases de récession.

La crise financière de 2008 est le témoin de cette interaction, en premier lieu, elle a été créée au centre de la déréglementation et de l'instabilité financière. Elle s'est aussi élargie et mondialisée par le biais de la

libéralisation financière où il existait des périodes de forte mobilité des capitaux qui ont assuré l'internationalisation des produits financiers toxiques et par conséquent la globalisation des risques et des krachs financiers.

Avec la gravité et la durabilité de ses conséquences sur le plan économique et social ainsi que les multiples contraintes qui se dressent devant son dépassement ; cette crise remet en cause les gains de la libéralisation financière, en atteste la difficulté de prouver concrètement leur existence ces derniers temps.

Enfin, il est à conclure dans cet article que la relation mouvements de capitaux et crises financières peut être moins évidente si on met en place un vrai développement de stratégies qui peuvent faire face aux risques financiers. Les mouvements de capitaux vont en réalité continuer à établir des risques d'instabilités financières dans le monde de temps à autre. Aussi l'ampleur de leur volatilité est en effet un facteur d'instabilité soit pour les économies émergentes ou pour les économies avancées. Cependant, il est crucial d'entreprendre des mesures macro prudentielles aptes à analyser les conséquences de ces mouvements et prête à faire face à leurs impacts afin d'assurer les bénéfices obtenus par la libéralisation des capitaux...

Bibliographie

1- Amaira Bouzid: "Décomposition des effets de la libéralisation financière: crises versus croissance", contribution au colloque international sur la crise financière internationale, ralentissement économique mondiale et effets sur les économies euromaghrébines, le 11-12 octobre 2009, Bejaïa.

2- Benhabib Abderrazak, Zenasni Soumia : *Ouverture financière, croissance économique*

et vulnérabilité des crises financière : cas de l'Algérie, contribution au Forum des Economistes Tunisiens : Crises, gouvernance et ordre économique mondial, Hammamet, (2011, Juin).

3- Bruno Marcel, Jacques Taieb: *les grandes crises 1873- 1929-1973*, Armand colin, Paris, (2008).

4- Cédric Tille, Gian-Maria Milesi-Ferretti: "The Great Retrenchment: International Capital Flows During the Global Financial Crisis", Economic Policy, Fifty-Second Panel Meeting, Hosted by EIEF, (22-23 October 2010).

5- C. Chavagneux : « *Les dernières heures du libéralisme* », PERRIN, France, (2009).

6- Christine Carl : « La crise des subprimes », la documentation française, Paris, (2008).

7- Claudio Borio, Piti Disyatat: « *Global imbalances and the financial crisis: Link or no link?* » BIS Working Papers, (May 2011), N 346.

8- Cours des comptes : rapport public annuel 2011, les autorités de régulation financière, Paris, (Février 2011).

9- François Facchini : « *2007 une crise systémique ?* » Revue d'économie financière, (2010)

10- Gerard Duménil, Dominique Lévy : *Crise et sortie de crise ordre et désordres néolibéraux*, Actuel Marx confrontation, 1ere édition, Paris, (2000).

11- Graciela L. Kaminsky: « *International Capital Flows, Financial Stability and Growth* », Social Affairs, DESA Working Paper, (December 2005) No. 10.

12- Hajer Zarrouk: *Ouverture financière et performance économique*, thèse de doctorat en économie, FSEG El Manar de Tunis et FSEG Marseille II, (2008).

13- Jacques Attali : *la crise et après ?*, Essaisedia, Alger, (2009).

14- J, Louis Levet : *Trois compréhensions de la crise en débat*, contribution au Forum des Economistes Tunisiens : Crises, gouvernance et ordre économique mondial, Hammamet, (2011).

15- Joseph E. Stiglitz: *la grande désillusion*, New York, (2003).

16- Mahmoud Benmbarek, Mohamed Tlili Hamdi: *Crises économiques et régulation du capitalisme*, contribution au forum de la régulation, (2009).

17- Mohamed Boussetta : *la crise internationale et ses conséquences sur le Maroc : une analyse en termes de balance de paiements*, contribution au Forum des Economistes Tunisiens : Crises, gouvernance et ordre économique mondial, Hammamet, (2011).

18- M. Aglietta : « *Macroéconomie financière* » 5eme édition, la Découverte, Paris, (2008).

19- M.Montoussé, H. Bourachot, et autres : *100 fiches pour comprendre la bourse et les marchés financiers*, Breal, (2010).

20- Nicolas Grespelle: « *La crise en questions les 50 questions que vous nous posez* », EYROLLES, Paris, (2009).

21- Olivier Lacoste: « *Comprendre les crises financières* », EYROLLES, Paris, (2009).

22- Paul Fabra : « *Le capitalisme sans capital* », Les Echos, Paris, (2010).

23- Pierre N. Girand : *Globalisation et inégalités gagnants et perdants de la mondialisation*, CERNA, école nationale supérieure des mines de Paris, (1999).

24- Reinhart & Kamenski G: *the twin crises: the causes of banking and balance of payments problem*, American economic review, vol89, N°3, Junne, (1999).

25- Reinhart et Rogoff: « *Cette fois, c'est différent huit siècles de folie financière* », Nouveaux horizons, paris, (2010).

26- Rudolf Hilferding : « *Le capital financier* », Séminaire d'Etudes Marxistes, (1910).

27- Saddek Bradji : « *Libéralisation commerciale et développement : quelles leçons pour le Maghreb ?* », Revue des sciences sociales et humaines : El Tawassol N° 22, Annaba, (Septembre, 2008).

28- Salah Mouhoïbi : « *la crise financière mondiale la face cachée* », ENAG éditions, Alger, (2010).

29- Suzanne de Brunhoff, et autres : « *La finance capitaliste* », Presses universitaires de France, Paris, (2006).

30- W. Speller, G. Thwaites and M. Wright: "The future of international capital flows", bank of England, Financial Stability Paper, N° 12, (December 2011).

31- Yves Saillard : *Globalisation, spécificités et autonomie approches économiques*, IREPD Dotars, Toulouse, (1999).

32- La Tribune : *FMI la situation économique de l'Europe très préoccupante*, (9 décembre 2010).

33- FMI : *perspectives de l'économie mondiale : reprise, risques et rééquilibrage*. Pdf, (Oct 2010)

34- FMI : Rapport annuel 2010 pour une reprise mondiale équilibrée, (2010).

35- FMI, Rapport sur la stabilité financière dans le monde (GFSR), (Octobre 2010).

36- El Watan, économie (21/08/2011) : *le rapport inquiétant de la banque mondiale*.

Référence :

1-Y. Saillard : *Globalisation, spécificités et autonomie approches économiques*, IREPD Dotars, Toulouse, (1999), P9.

2-H. Zarrouk : « *Ouverture financière et performance économique* », thèse de doctorat, FSEG El Manar de Tunis et FSEG Marseille II, (2008), P 11-23.

3- Reinhart et Rogoff: « *Cette fois, c'est différent huit siècles de folie financière* », Nouveaux horizons, Paris, (2010), P 355 – 362.

4- A. Bouzid: " *Décomposition des effets de la libéralisation financière: crises versus croissance*", contribution au colloque international sur la crise financière internationale, ralentissement économique mondiale et effets sur les économies euromaghrébines, le 11-12 octobre 2009, Bejaïa, P 4.

5- M. Boussetta: *la crise internationale et ses conséquences sur le Maroc : une analyse en termes de balance de paiements*, contribution au Forum des Economistes Tunisiens : Crises, gouvernance et ordre économique mondial, Hammamet, Juin (2011) , P 2.

6-Z. Lahimer : « *L'impact des entrées de capitaux privés sur la croissance économique dans les pays en développement* » thèse de doctorat en sciences économiques, université Paris Dauphine, (2011), P43-44.

7- M. Z. Lahimer, op.cit, P 82.

8- M. Z. Lahimer, op.cit, P 64.

9- H. Zarrouk, op.cit, P 26.

10- H. Zarrouk, op.cit, P12.

11- S. Bradji: « *Libéralisation commerciale et développement : quelles leçons pour le Maghreb ?* », Revue des sciences sociales et humaines : El Tawassol, (Septembre, 2008), N° 22, Annaba, P 33.

- 12-A.** Benhabib, S. Zenasni: « *Ouverture financière, croissance économique et vulnérabilité des crises financière : cas de l'Algérie* », contribution au Forum des Economistes Tunisiens : Crises, gouvernance et ordre économique mondial, Hammamet, (2011, Juin) , P 5.
- 13-** Qui se contredit avec l'école de la libéralisation qui s'appuie sur le principe : augmentation du taux d'intérêt donc plus (+) d'épargne, plus d'investissement et donc plus de croissance. Voir : M. Z. Lahimer, op.cit, P48.
- 14-** Reinhart & Kamenski G: *the twin crises: the causes of banking and balance of payments problem*, American economic review, (1999), vol89, N°238, June.
- 15-** A. Bouzid, op. cit, P4- 5.
- 16-** M. Montoussé, et autres : *100 fiches pour comprendre la bourse et les marchés financiers*, Breal, (2010), P 176-177.
- 17-** J. E. Stiglitz : *la grande désillusion*, New York, (2003), P 153.
- 18-O.** Lacoste : « *Comprendre les crises financières* », EYROLLES, Paris, (2009), P 8.
- 19-S.** de Brunhoff, et autres, (2006) : « *La finance capitaliste* », Presses universitaires de France, Paris, P 113.
- 20-** R. Hilferding : « *Le capital financier* », Séminaire d'Etudes Marxistes, (1910), P 186.
- 21-** Le concept « Mobilité des capitaux » utilisé par Reinhart et Rogoff désigne selon leur définition mouvements de capitaux.
- 22-** Plus de 14 crises bancaires dans les pays à revenus élevés, 23 crises dans les pays à revenus moyen et 14 dans les pays à revenus bas, pour d'ample voir : Reinhart et Rogoff, op. cit, P 355 – 362.
- 23-** C. Chavagneux: « *Les dernières heures du libéralisme* », PERRIN, France, (2009), P28.
- 24-** Graciela L. Kaminsky: « *International Capital Flows, Financial Stability and Growth* », Social Affairs, DESA Working Paper, (December 2005), No. 10, P 3.
- 25-** Christian Chavagneux, op. cit, P 31.
- 26-** Dans ce cadre, l'un des spécialistes américains du sujet, Maurice Obstfeld (2008), affirme ainsi que : « La démonstration concrète des gains de la mondialisation financière (...) s'est révélée difficile à prouver de manière définitive » Voir : C. Chavagneux, op. cit, P30.
- 27-** J. Attali: *la crise et après ?* , Essaisedia, Alger, (2009), P 16.
- 28-** Dans ce contexte, Guy Sorman, l'une des figures française du libéralisme, déclare en 2008 ; « la crise ne devrait pas nous surprendre. On ne connaît pas de capitalisme sans crise, car il est fondé sur le risque et l'innovation. Il y a toujours des innovations qui tournent mal comme par exemple les produits dérivés. Et ces crises ont toujours une origine monétaire. C'est ce que nous a appris Milton Friedman ». Voir : J. L. Levet: « *Trois compréhensions de la crise en débat* », contribution au Forum des Economistes Tunisiens : Crises, gouvernance et ordre économique mondial, Hammamet, (2011) .
- 29-S.** Mouhoibi: « *la crise financière mondiale la face cachée* », ENAG éditions, Alger, (2010), P19- 64.
- 30-** S, Mouhoubi, op.cit, P 191.
- 31-La Tribune:** « *FMI la situation économique de l'Europe très préoccupante* », (9 décembre 2010), P 24.
- 32-F.** Facchini: « *2007 : une crise systémique ?* » Revue d'économie financière, (2010), N, P 156.
- 33-** N. Grespelle: « *La crise en questions les 50 questions que vous nous posez* », EYROLLES, Paris, (2009), P 13.
- 34-** F. Bost et autres, op. cit, P16.
- 35-M.** Aglietta: « *Macroéconomie financière* » 5eme édition, la Découverte, Paris, (2008), P241.
- 36-** A. bouzid, op. cit, P 4.
- 37-** Certes l'innovation financière améliore sans conteste l'efficacité du système bancaire et financier (meilleure allocation de l'épargne et de l'investissement, réduction du coût d'intermédiation bancaire...) Mais dans le même temps, elles peuvent accroître la volatilité et l'instabilité financières et c'est ce qui se passe actuellement.
- 38-W.** Speller, G. Thwaites and M. Wright: "The future of international capital flows", bank of England, Financial Stability Paper, (December 2011), N° 12, P 3.
- 39-** Dans ce cadre, il est intéressant de noter que si le manuel de la banque américaine (publié par la réserve fédérale à la référence 2133) avait été suivi, rien de ce qui s'est passé au cours de ces derniers mois n'aurait eu lieu ! Le manuel commence en effet par mettre en avant, pour des raisons de stabilité financière, la nécessité de freiner les crédits à ce type de clients fragiles. Voir Christine Carl, (2008) :

« *La crise des subprimes* », la documentation française, Paris, P 45.

40- P. Fabra: « *Le capitalisme sans capital* », Les Echos, Paris, (2010), P 124.

41- N. Grespelle, op. cit, P 13.

42- Cours des comptes : rapport public annuel 2011, les autorités de régulation financière, Paris, (Février 2011), P 135.

43- Rapport sur la stabilité financière dans le monde (GFSR), Octobre 2010, FMI.

44- L'une des particularités de la crise tenait à l'intensité et à la durée des perturbations de liquidité systémique qu'ont subies les principaux marchés de financement.

45- M. Reinhart et S. Rogoff, (2010), op. cit, P 304.

46-FMI: Rapport annuel 2010 pour une reprise mondiale équilibrée, (2010), P 32.

47- Véronique Salins: « *Impact de l'ouverture financière sur les inégalités internes dans les pays émergents* » Thèse de doctorat en sciences économiques, Université de Paris Ouest- Nanterre la Défense, (2010), P 13.

48-Claudio Borio, Piti Disyatat: « *Global imbalances and the financial crisis: Link or no link?* » Bank for International Settlements, BIS Working Papers, (May 2011), N 346, P 13.

49- W. Speller, G. Thwaites and M. Wright, P 5.

50-Cédric Tille, Gian-Maria Milesi-Ferretti, (2010): “*The Great Retrenchment: International Capital Flows During the Global Financial Crisis*”, Economic Policy, Fifty-Second Panel Meeting, Hosted by EIEF, 22-23 October 2010, P 23.

51- C. Tille, G. Ferretti, op. Cit, P 54.

52- Cédric Tille, Gian-Maria Milesi-Ferretti, (2010), op.cit, P 53.