Analyse théoriques des explications offertes sur Les crises financières

**Dr TCHIKO Faouzi
Université de Mascara**

Résumé :

La crise des « Subprimes », déclenchée en 2007, a fait plonger le monde dans un profond malaise économique. Pour la énième fois, cette crise dévoile que les crises financières sont réversibles et leur fréquence est régulière. L'ampleur de cette crise suscite des interrogations quand à l'explication sur les raisons de l'avènement de ce phénomène comme si elle survient pour la première fois.

Les explications à cette crise peuvent être généralisé, voire standardisée, puisque le phénomène est le même depuis 1637, date de la première véritable grande crise financière « Crise de la Tulipe ». Elles peuvent être également caractérisées à la crise en tenant compte de ces spécificités. Mais, ces explications ciblées ne peuvent échapper aux différentes théories et modèles explicatifs des crises reconnus par la littérature économique.

Dans ce cadre, ce papier tente de mettre la lumière sur l'ensemble des explications théoriques déjà exposées par les théoriciens économistes en apportant une analyse qui peuvent aider à trouver une bonne explication au phénomène de crise.

Mots clés : crises financières, subprimes, explication des crises, model des crises.

Abstract:

The subprime crisis, triggered in 2007, is plunging the world into a deep economic malaise. For the umpteenth time, this crisis reveals that financial crises are reversible and their frequency is regular. The magnitude of this crisis raises questions when with the explanation on the reasons for the rise of this phenomenon as if it happens for the first time.

Explanations to this crisis can be generalized, or standardized, since the phenomenon is the same since 1637, date of the first great crisis financial "crisis of the Tulip." They can be also characterized the crisis taking into account these specificities. But, these targeted explanations cannot escape the various theories and explanatory models of crisis recognized by the economic literature.

In this framework, this paper attempts to place light on theoretical explanations already exposed by the theorists economists all by providing an analysis that can help to find a good explanation to the phenomenon of crisis.

Classification JEL : B22, B31, B13, F3.

Introduction

Dans les années 1980, la crise de la dette de l'Amérique Latine révèle au monde la première crise financière frappant un pays émergent. Pourtant, cette crise ne laissait pas indiquer l'avènement d'un problème structurel profond touchant les pays émergents et qui va apparaître plus tard. En 1994, la crise mexicaine annonce la première véritable crise d'un pays émergent. Elle a eu des effets dévastateurs sur les pays de la région. Au deuxième semestre de l'année 1997, la crise financière asiatique s'est propagée de la Thaïlande aux autres pays de la région. La crise russe en août 1998, la crise brésilienne en janvier 1999, la crise turque en 2000 et la crise d'Argentine en 2001 se sont, aussi, manifestées en produisant des conséquences néfastes sur les économies de ces pays.

Par contre, la récente crise des *Subprimes* a démontré encore une fois que le déclenchement des crises financières dans les pays développés diffère de celui des pays émergents. Dans les pays les plus avancés financièrement, ces phénomènes se manifestent sous forme de crises bancaires doublées de crises boursières. Par contre, les crises des pays émergents se révèlent sous forme de crises de change accompagnées de crises bancaires. Cela nous pousse à considérer que les explications données sur ces crises ne devraient pas être les mêmes.

L'objectif de ce papier est double. D'une part, il s'agit de passer en revue les différentes théories et modèles explicatifs des crises financières et, de l'autre part, de procéder à une analyse théorique de ces crises. Il sera, donc, question de puiser dans cette revue de littérature pour trouver des théories capables d'expliquer ces phénomènes. A partir d'une analyse de ces théories, on tentera de déterminer des éléments théoriques qui peuvent conduire à une meilleure compréhension des crises.

Pour mener notre analyse théorique, on se focalise sur trois périodes distinctes : la période d'avant-crise de 1929, la période après-crise de 1929 et la période d'après-crise asiatique de 1997.

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

La littérature économique proposée par les classiques et les néo-classiques sur les phénomènes des crises n'est pas très riche. Celle qui est présentée considère que les crises sont des simples phénomènes économiques comme les autres que les classiques qualifient de « *crises passagères* » et limités dans le temps et que les néoclassiques qualifient de périodes de « *turbulences économiques* »¹.

Les classiques pensent que les crises touchaient un secteur bien défini, tel que l'agriculture, le textile, le chemin de fer ou le crédit et ne peuvent se présenter comme des phénomènes étonnants sur lesquels il faut faire des études et des théories entières. Ils définissaient le phénomène comme étant des « *mécanismes d'ajustement porteurs de nouveaux progrès en apurant le passé compte tenu soit des erreurs commises, soit des changements imprévisibles de toutes sortes, plus particulièrement des techniques* »². Cette interprétation générale des crises n'a pas été remise en cause par les successeurs de ce courant de pensée mais posait la question de sa pertinence.

Selon les économistes classiques, la crise est le résultat de l'insuffisance relative de la consommation face à une offre soudainement pléthorique, due soit à l'excès d'épargne des individus ou au progrès technique trop rapide. Stuart Mill (1873) défendait l'idée de l'implication de la consommation dans l'avènement des crises. Il considérait que l'opinion la plus accréditée est celui qui affirme que « *la consommation improductive des riches est nécessaire pour donner de l'emploi aux pauvres* »³. Cette idée de l'épargne, citée par Mill, est, aussi, formulée par Adam Smith qui dénonçait le recours excessif à l'épargne au détriment de la consommation. Deux autres économistes, Malthus et Sismondi, soulevaient que « *des crises générales peuvent se manifester en raison de l'excès de l'épargne, par défaut de la consommation* »⁴.

¹ Dehem R. (1985), « *Histoire de la pensée économique : des mercantilistes à Keynes* », Edition Dunod, avril 1985, p. 56.

² Etner F. (2000), « *Histoire de la pensée économiques* », *Economica*, février 2000, p. 162.

³ Mill S. (1873), « *Principes* », 1873, vol. I, p.76.

⁴ *Idem*, F. Enter (2000), p.163.

Par contre, la doctrine orthodoxe de la théorie néoclassique considérait que les crises résultent d'un choc associé à un certain élément dont l'origine est exogène et qui provoque de forts déséquilibres dans le fonctionnement des différents marchés qui composent le système économique. Sa durée est, par conséquent, variable et dépendante de la nature de ce choc qui dysfonctionne totalement le bon fonctionnement des marchés en causant un ajustement vers un nouvel équilibre. Cette conception des crises provient du fait que les néoclassiques concevaient le système économique, dans son état naturel, en tant qu'un ensemble de marchés où les individus, toujours rationnels, réalisent leurs plans de consommation et de production.

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

Des économistes traduisent cette vision néo-classique sur les crises. Stanley Jevons (1835-1882)⁵, qui a fondé avec Walras l'école néoclassique, présentait une théorie sur les fluctuations des prix dans laquelle il dégage des séries statistiques comportant des variations saisonnières concernant les taux d'escompte, les cours des obligations, un nombre de faillites, les prix du blé, etc. Dans cette analyse, Jevons a préféré de traiter les fluctuations des prix comme mouvements à long terme plutôt que des phénomènes des cycles. Léon Walras (1952) reliait les crises à des phénomènes de déséquilibres et considérait que « *qu'on peut mieux les prévenir lorsqu'on pourrait connaître mieux les conditions idéales de l'équilibre* »⁶.

Dans son ouvrage intitulé « *intérêt et prix* », publié en 1898, l'économiste danois Kunt Wicksel, s'attachait, particulièrement, à rechercher l'explication des crises en tant que des fluctuations incessantes du niveau moyen des prix. Il considérait que le mouvement des prix est un fait indépendant de la succession des phases de prospérité, de crise et de dépression qui caractérise le capitalisme. En s'intéressant aux problèmes des fluctuations économiques, Wicksel présentait une vision avancée dans

⁵ Jevons était le fils d'un industriel anglais qui a été ruiné par la crise de 1847.

⁶ Walras L. (1952), « *Éléments d'économies politiques pure* », Edition définitive, Paris, R. Pichon et R. Durand-Auzias, 1952, p. 44. In : Dehem R. (1985), « *Histoire de la pensée économique : des mercantilistes à Keynes* », Edition Dunod, avril 1985, p. 277

la doctrine néo-classique qui considérait que l'équilibre économique est une réalité économique. Ainsi, cette étude a permis à d'autres de l'utiliser pour s'attaquer au problème de « *cycles des affaires* ».

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

A partir de la période 1860 - 1890, à l'époque où se construisait la théorie marginaliste, quelques études apparaissaient et traitaient la question de surproduction et des crises économiques. On retient un article de John Mills, paru en 1867⁷, sur les cycles du crédit et les origines de paniques commerciales. Dans cet article, il expliquait les crises par des causes psychologiques. Walter Bagelot (1873)⁸, dans un ouvrage intitulé « *Lambart Street* », développait des explications sur les crises à partir de la question des mauvaises récoltes. Clément Juglar (1862) faisait, aussi, paraître un ouvrage, intitulé « *des crises commerciales et de leur retour périodique en France, en Allemagne et aux Etats-Unis* » où il est le premier économiste qui donnait une description détaillée du « *cycle des affaires* » et insistait sur la régularité du retour des crises.

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

i. La théorie de sous-consommation

La thèse de la « *sous-consommation* » a été présentée par Hawley (1882). Dans un ouvrage intitulé « *capital et population* », il indiquait que la crise s'éclate parce que la production de biens de consommation n'est pas suffisante pour satisfaire la demande⁹. Celle-ci étant trop forte en raison de l'élévation des salaires.

Priece & Guyot (1877) ont, aussi, adopté la même thèse pour expliquer les crises. Selon ces deux auteurs, les producteurs ne peuvent pas vendre parce que d'autres producteurs ont trop peu de marchandises à vendre. Cela explique, autrement, que la crise éclate parce que la production de biens de consommation n'est pas suffisante

⁷ Mills J. (1867), « *Credit cycles and the origins of commercial panics* », *Transactions of the Manchester Statistical Society*, 1867, In : Denis H. (1966), « *Histoire de la pensée économique* », PUF, juin 1966, Paris, p. 603.

⁸ Idem, Denis H. (1966), p.604.

⁹ Hutchison T. W. (1953), « *A Review of Economic Doctrines* », 1870-1929, Oxford, 1953, p. 75. In : Denis H., p. 612.

pour satisfaire la demande en attribuant les crises à l'insuffisance du capital circulant disponible par rapport au capital fixe¹⁰.

Hobson (1889) a, également, développé la thèse de la « *sous-consommation* ». Dans un ouvrage intitulé « *la physiologie de l'industrie* », il a présenté des idées sur la crise qui reposaient sur celles de Smith. Il pensait que le volume de la production dépend des moyens de production disponibles et que ce volume peut demeurer très sensiblement inférieur à son maximum, en raison de l'existence d'une épargne excessive.

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

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

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

iii. La théorie de l'accélération

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

¹⁰ Bonamy Preece est un économiste anglais et Yves Guyot est un politicien libéral français

augmentée immédiatement¹¹. Elle entraîne, donc, à commander des équipements, puisqu'ils demeurent insuffisants. Mais, au bout de certain temps, les nouveaux équipements sont mis en service et la capacité de production augmente plus rapidement que la demande de biens de consommation : il y a surproduction. Les investissements cessent, alors, de se développer. De nouveaux investissements seront réalisés seulement lorsque la capacité de production aurait été suffisamment réduite du fait de l'usure du matériel. Le cycle précédent se reproduirait alors.

D'autres économistes néoclassiques ont, néanmoins, essayé de donner des explications monétaires du cycle. Il s'agit d'expliquer la crise par l'insuffisance de la monnaie de crédit fournie par les banques à la fin de la période d'expansion. Cette vision a été défendue par l'économiste américain Irving Fisher (1912)¹², l'économiste autrichienne Ludwig Von Mises (1912)¹³ et par l'économiste britannique Robertson (1926)¹⁴.

La théorie néo-classique n'a pas réussi à expliquer les crises. C'est pourquoi, la plupart d'économistes affirment qu'il n'y a pas à proprement parler de théorie néoclassique des crises (Rosier, 1998)¹⁵.

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

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

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

¹¹ Aftalion A. (1909), « la réalité des surproductions générales », *Revue d'Economie Politique*, 1908 et 1909.

¹² Fisher I. (1912), « The purchasing power of money », 1912. In: Hutchison T. W. (1953), « A Review of Economic Doctrines », 1870-1929, Oxford, 1953, p. 75.

¹³ Von Mises L. (1912), « La théorie de la monnaie et du crédit », 1912. In: Hutchison T. W. (1953), *Idem*, p. 75.

¹⁴ Robertson D. H. (1926), « Banking policy and the price level », 1926. In: T. W. Hutchison (1953), *Idem*, p. 75

¹⁵ Rosier B. (1988), « les théories des crises économiques », Edition La Découverte, 2000.

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

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

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

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

Keynes considérait que la notion de « *coût de production des biens* » produits dans l'année comprend les salaires payés à l'occasion de la production et les profits normaux et les profits normaux comprennent la rémunération normale de l'entreprise, l'intérêt du capital, les gains habituels dus au monopole, les rentes et les revenus du même genre¹⁶.

Keynes a, aussi, donné une démonstration pour expliquer sa théorie en divisant le « *coût de production* » de la production nationale R en : « *coût de production* » des biens d'équipement $R1$ et « *coût de production* » des biens de consommation $R2$.

Tout revenu distribué se partage en dépense pour achats de biens de consommation et épargné. Si nous appelons « *dépense normale* » les sommes dépensées en achats de biens de consommation quand les revenus sont normaux, et « *épargne normale* », l'épargne qui se forme quand les revenus sont normaux, nous avons : $R1 + R2 = \text{Dépense normale} + \text{Épargne normale}$

¹⁶ Keynes J. M. (1930), "A Treatise on money", London, 1930, p.123.

Si l'épargne normale est égale à $R1$, la dépense normale est égale à $R2$, la valeur réalisée des biens de consommation est, alors, égale à leur « coût de production ». Les prix et les profits sont normaux dans le secteur des biens de consommation.

Si l'épargne normale est plus grande que $R1$, la dépense normale est plus petite que le que le coût de production des biens de consommation. La valeur réalisée des biens de consommation est plus petite que leur coût. Il y a baisse des prix. Les profits sont, donc, plus faibles que les profits normaux. L'économie est dans un état de dépression.

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

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

Ainsi, Keynes explique comment cet excès d'investissement se produit. Il soulève que « *quelque chose arrive, d'un caractère non monétaire, pour augmenter le caractère attractif de l'investissement. Ce peut être une invention nouvelle, ou le développement d'un nouveau pays, ou une guerre, ou un retour à un état de confiance dans les affaires, résultant de nombreuses petites influences allant dans le même sens* »¹⁷. Néanmoins, il réplique en annonçant que cette expansion ne dure pas longtemps.

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

B. La théorie du surendettement de Fisher

L'économiste Fisher a contribué, par sa théorie sur le surendettement, connue sous le nom de « *the debt-deflation theory of great depressions* », à expliquer le déclenchement des crises. Irving Fischer (1933)¹⁸ construisait sa théorie en s'appuyant sur les notions de dette et de déflation afin d'expliquer les grandes

¹⁷ Keynes J. M. (1930), "A Treatise on money", London, 1930, p. 173.

¹⁸ Fischer I. (1933), "Debt Deflation", *Econometrica*, 1933, p. 115.

dépansions. Cette théorie a été profondément marquée par le contexte historique dans lequel elle a été fondée¹⁹.

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

Fischer expliquait que la hausse des cours boursiers était due à une productivité accrue et la création de plus-values grâce aux nouvelles technologies et aux nouvelles méthodes de production²⁰. Il annonçait avec optimisme que la dépression sera de courte durée et qu'il y aura bientôt une reprise de l'activité économique. Mais, la dépression a duré plus longtemps que prévu. Cela l'a amené à construire une théorie qu'il a appelé la théorie du surendettement et de déflation

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

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

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

¹⁹ *L'histoire nous enseigne que, pendant la crise boursière de 1929, Fisher a perdu lui-même entre 8 et 10 millions de dollars, ayant investi la plupart de sa richesse en actions*

²⁰ Emer F. (2000), « La pensée économique », *Economica*, février 2000, p. 134

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

Minsky (1992)²¹ a développé une théorie expliquant la crise par l'instabilité économique et la fragilité financière. Cette théorie démontre que l'instabilité économique dépend des modalités de financement des investissements et la fragilité financière explique la survenance des crises. Minsky s'appuyait sur un cadre d'analyse pour sa théorie qui repose sur les décisions d'investissement des firmes.

Minsky fait développer trois types de la structure financière des firmes qui définissent trois comportements différents²² : les firmes « prudentes » (*hedge finance*), les firmes « spéculatives » (*speculative finance*) et les firmes « ponzi » (*ponzi finance*).

Selon cette théorie, les situations spéculatives et « ponzi » peut résulter de deux choses :

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

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

Si le poids de l'endettement devient trop lourd, les firmes peuvent être dans l'obligation de vendre une partie de leurs actifs physiques afin de faire face aux engagements grâce aux liquidités qu'elles retirent de cette vente. Une première conséquence réside dans le risque emprunteur qui s'accroît puisque les firmes voient de moins en moins comment elles vont pouvoir rembourser les échéances de l'emprunt. Cette situation est d'autant plus négative lorsque l'entreprise a liquidé tous ses actifs financiers et qu'elle est forcée de liquider ensuite l'actif immobilisé puisque les cash-flows futurs en seront grevés.

Les prêteurs seront, aussi, touchés en conséquence. Ils vont fixer des conditions de plus en plus contraignantes aux prêts, vont réduire les prêts à long terme et n'octroyer

²¹ Minsky H. (1992), " The Financial Instability Hypothesis ". The Jerome Levy Economics Institute Working Paper No. 74, May 1992

²² Ces comportements sont évalués au regard des engagements à payer et de la capacité de la firme à le faire. Soient : i = intérêts de la dette, Rt = principal de la dette
A chaque exercice, la firme doit rembourser à l'établissement bancaire le montant de $(i + Rt)$.

quasiment que des prêts à court terme. Si les ventes d'actifs physiques et financiers sont importantes, les prix chutent ce qui fait gonfler la valeur des dettes et l'on retrouve un cycle de « *debt-deflation* » décrit par Fisher. Cela se caractérise par des taux de chômage élevé, de déflation, d'accroissement du poids des dettes, des défauts de paiement et, donc, de faillite du système bancaire.

Au regard des trois théories, les deux dernières théories de Fisher et de Minsky se rejoignent dans l'explication donnée à la crise. Ils se mettent d'accord pour désigner « *l'endettement* » des entreprises comme source de faillite du système bancaire. Des économistes affirment que ces deux théories peuvent contribuer à expliquer les crises actuelles car les théories du surendettement sont toujours d'actualité. En plus, ces deux théories ont le mérite de mettre en avant deux apports importants en évoquant l'information imparfaite et rationnement du crédit d'un côté et, de l'autre côté, les anticipations rationnelles.

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

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

Cette période a connu une accélération des crises financière touchant des pays émergents particulièrement de 1997 à 2001. Ces crises ont suscité beaucoup d'analyses et d'études pour expliquer le phénomène. Deux types de théories sont à soulever : les modèles théoriques et empiriques qui avaient comme objectif d'expliquer le phénomène et d'essayer de proposer des solutions et les théories portant sur les imperfections des marchés financiers.

A. Les modèles de crises financières

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

a. Les modèles de crises de la première génération

Les modèles de crises de la première génération se sont constitués autour de l'article fondateur de Paul Krugman (1979)²³ qui a été rendu plus accessible, ensuite, par Robert Flood et Peter Garber (1984)²⁴. A la suite des crises du système monétaire européen (SME) des années 1990, elle a pris chemin dans les annales des théories explicatives des crises.

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

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

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

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

Ils cherchent le bon moment pour acheter des devises correspond à une date intermédiaire pour les vendre à un moment où le stock de réserves atteint juste le niveau qui permette de récupérer leur mise. C'est à ce stade qu'intervient l'attaque spéculative.

²³ P. Krugman (1979), « A model of balance of payment », *Journal of Money, Credit and Banking*, p. 11.

²⁴ R. Flood et P. Garber (1984), « Collapsing exchange rates regimes, some linear examples », *Journal International Economics*, p. 17.

Dans de telles circonstances, la condition de parité des taux d'intérêt implique une sortie de capitaux. Diamond et Dybvig (1983)²⁵ ont démontré cette attaque spéculative qui entraîne un effondrement des réserves et l'abondant des changes fixes.

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

Ceci conduit à dire que la dévaluation reflète l'impossibilité de maintenir une politique courante de change. La détérioration des fondamentaux occupe une place importante dans l'histoire des crises de change. Souvent, la décision de dévaluation n'est pas prise à cause d'une politique insoutenable mais afin de réaliser d'autres objectifs, compte tenu des évolutions extérieures. La dévaluation est, donc, une décision politique car le maintien du *peg* est techniquement faisable, notamment, lorsque la Banque Centrale peut emprunter des réserves mais pour le gouvernement, cela ne représente pas une solution optimale au vu des coûts d'une telle opération et l'importance des autres objectifs de la politique économique. Krugman (1996) et d'autres auteurs utilisent le terme « *nouveau modèle de crises* » pour les modèles qui attribuent un rôle central à l'optimisation du gouvernement et qui caractérise la décision de dévaluation en termes de choix entre différents objectifs.

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

Les économistes reconnaissent que ce modèle peut relativement expliquer les autres crises des pays émergents qui ont précédé la crise asiatique. L'objectif de cette première catégorie des modèles est de montrer que l'occurrence d'une crise résulte logiquement de l'incohérence entre la politique intérieure et la politique de taux de change, c'est-à-dire la stabilité de taux de change, et qu'elle n'est pas la conséquence d'irrationalité des opérateurs. En revanche, ces derniers jouent le rôle le plus important dans la deuxième catégorie des modèles.

²⁵Diamond D. & P. Dybvig (1983), "Bank reserves, liquidity and deposit insurance", *Journal on Political Economic*, n° 91.

b. Les modèles de crises de la deuxième génération

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

Ces modèles de deuxième génération, développée en premier par Maurice Obstfeld (1994)²⁶ et (1996)²⁷, sont connus comme des modèles d'équilibres multiples et d'anticipations autoréalistes. Leur idée principale est qu'il existe plusieurs situations possibles à l'équilibre, soit dans le cas de crise ou dans le cas de non crise, selon la psychologie des agents : pessimistes ou optimistes.

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

Deux caractéristiques sont à observer pour comprendre ces modèles²⁸ :

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

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

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

Dans ce modèle d'explication de crise, certains économistes adeptes des modèles de première génération continuent à croire que des données fondamentales jouent un rôle permissif important et augmentent la possibilité de crise qui présentent des chocs

²⁶ M. Obstfeld (1994), « *The logic of currencies crises* », *Cahiers économiques et monétaires*, Banque de France, p. 543.

²⁷ M. Obstfeld (1996), « *Models of currency crises with selffulfilling features* », *European Economic Review*, p. 25. Page 108

²⁸ H. Bourguinat (1999), « *Finance Internationale : après l'euro et les crises* », Puf, 4ème édition, Novembre 1999, p.583.

imprévus ou des changements inopinés de l'environnement macroéconomique conduisant les gouvernements à abandonner les changes fixes. D'autres économistes veulent, par contre, se distinguer particulièrement avec ces modèles de seconde génération en écartant les fondamentaux et suggérant que la crise découle d'un mouvement autonome de spéculation contre la monnaie.

Ils considèrent que des comportements moutonniers « *hedging behavior* » sont à l'origine du déclenchement de la crise. Ils expliquent que le coût et la disponibilité de l'information peuvent générer des rumeurs qui provoquent la crise. Deux modèles se présentent comme modèle de référence. Il s'agit du modèle d'Obstfeld (1994) et du modèle de Bensaïd & Jeanne (1997)²⁹.

Ces modèles ont apporté des éléments nouveaux dans l'explication des crises. En effet, ils ont développé des interprétations pour les crises du SME (1992-1994). En Europe, pendant les années 90, les politiques monétaires trop expansionnistes, conduites par certains pays, ont provoqué des anticipations défavorables de la part des spéculateurs conduisant à des crises spéculatives.

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

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

c. Les modèles de crises de la troisième génération

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

²⁹ B. Bensaïd & O. Jeanne (1997), "The instability of exchange rate systems when raising the interest rate is costly", *European Economic Review*, 41.

Turquie et de l'Argentine (2001-2002). Selon Krugman (2001)³⁰, ces modèles de crises de la troisième génération sont apparus avec la crise asiatique de 1997. Ils sont connus par les crises jumelles « *twin crisis* ».

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

Lorsque la crise a été amorcée, ces capitaux ont contraint la Banque Centrale à épuiser rapidement ses réserves de change et à accepter la dévaluation par le passage à des changes plus flexibles. Cette crise de change a été généralement suivie à une crise bancaire. C'est pourquoi les modèles de la troisième génération ont privilégié l'idée des crises jumelles associant les crises de change et les crises bancaires sur fond de capitalisme de connivence et d'aléa moral.

La différence avec les modèles de la première et la deuxième génération, les modèles de la troisième génération se basent sur le jeu de l'aléa moral et du capitalisme de connivence pour expliquer les crises récentes. De plus, la libéralisation financière non accompagnée d'une régulation prudentielle adéquate a donné naissance à une troisième génération de crise. Elle a créé une interdépendance entre les créanciers étrangers, qui n'étaient pas exclusivement des banques, et les débiteurs locaux, qui étaient des agents privés. L'ancrage nominal du change a favorisé l'endettement en devises des banques locales.

C'est alors que ces crises se révèlent dans des économies où la dégradation des fondements macro-économiques ne justifie leur ampleur mais certains facteurs micro-économiques deviennent déterminants. Il s'agit d'une résultante de la combinaison de comportements micro-économiques à risque et une dimension autoréalisatrice.

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

³⁰ Krugman P. (2001), « *Crises: The Next Generation?* », *Razin Conference, Tel Aviv University, 25-26 mars*. Disponible sur <http://econ.tau.ac.il/research/sapir/Krugman.pdf>

i. Les modèles de crises bancaires

La modélisation des crises bancaires est apparue avec le modèle de Diamond & Dybvig (1983)³¹ qui a permis aux nombreux modèles, par la suite, d'expliquer la crise asiatique, en particulier. Par contre, les crises de change sont vues comme une conséquence obligée de la crise bancaire dans un système de changes fixes. La fixation sur le secteur bancaire pour expliquer la crise est confortée par l'idée de Kaminsky & Reinhart (1999)³², qui prévoit que ce secteur prête une attention particulière dans l'explication des crises du fait de son rôle important dans le financement des économies émergentes.

Dans le cadre de ces modèles, on peut différencier au moins cinq familles de modèles de crises bancaires : *les modèles des fluctuations des capitaux* de Furman & Stiglitz (1998)³³ ; *les modèles de l'aléa moral* de Mac Kinnon (1998) & Krugman (1998)³⁴, de Mishkin (1992)³⁵, de Beranger & al. (2001)³⁶ ; *les modèles de la fragilité financière* de Radelet & Sachs (1998)³⁷, de Chang & Velasco (1998 b)³⁸ (1998b)³⁹ ; *les modèles de la qualité des projets d'investissement financés par les banques domestique* de Bernanke (1983)⁴⁰, de Diamond & Rajan (1998) ; *les modèles de la qualité du système financier* d'Irwin & Vines (2001)⁴¹.

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

La relation empirique entre crise bancaire et crise de change est aujourd'hui bien établie. Même avant la crise asiatique, Gavin & Hausmann (1996)⁴² analysaient déjà la relation entre les phases d'expansion du crédit (*lending boom*) et les crises

³¹ Diamond D. & Dybvig P.H. (1983), « Bank Runs, Deposit Insurance and Liquidity », *Journal of Political Economy*, n° 91, pp. 401-419.

³² Kaminsky G.L. et C.M. Reinhart (1999), « The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems », *American Economic Review*, n° 89, pp. 473-500. Disponible sur <http://www.puaf.umd.edu/faculty/papers/reinhart/bank3.pdf>

³³ Furman J. & J.E. Stiglitz (1998), « Economic Crises: Evidence and Insights from East Asia », *Brookings Papers on Economic Activity*, n° 2.

³⁴ Krugman P. (1998), « Saving Asia: It's Time to Get Radical », *Fortune*, n° 09/07/1997.

³⁵ Mishkin F.S. (1992), « Anatomy of a Financial Crisis », *NBER Working Paper*, N° 6680, Cambridge, MA.

³⁶ Béranger, F. & al. (2001), « Bâle II : une nouvelle approche réglementaire du risque de crédit. Quels impacts sur les marchés de crédit émergent ? », *Étude-Marchés Emergents 1*, Caisse des Dépôts et Consignations, juin 2001

³⁷ Radelet S. & Sachs J. (1998), « The Onset of the East Asian Financial Crisis », *NBER Working Paper*, n° 6680, Août 1998. Disponible sur <http://papers.nber.org/papers/w6680.pdf>

³⁸ Chang R. & Velasco A. (1998 b), « Financial Crises in Emerging Markets : A canonical model », *NBER Working Paper* N° 6606, juin, Cambridge, MA. Disponible sur <http://www.econ.nyu.edu/cvstarr/working/1998/RR98-21.pdf>

³⁹ Chang R. & Velasco A. (1998 b), « Financial Crises in Emerging Markets: A canonical model », *NBER Working Paper* N° 6606, juin 1998, Cambridge, MA.

⁴⁰ Bernanke B.S. (1983), « Non-Monetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression », *NBER Working Paper* N° 1054 Janvier, Cambridge MA.

⁴¹ Irwing G. & Vines D. (2001), « Government Guarantees, Investment and Vulnerability to Financial Crises », *CEPR Working Paper*.

⁴² Gavin M. et R. Hausmann (1996), « The Roots of Banking Crises: The Macroeconomic Context », in *Banking Crises in Latin America*, Hausmann et Rojas-Suarez (eds), Baltimore, Johns Hopkins University Press, pp. 27-63

financières en Amérique Latine. Goldfajn & Valdes (1997)⁴³ étudient des expériences récentes de crise bancaire et de balance de paiements en Finlande, Mexique, Suède et Chili. Ils suggèrent que l'activité d'intermédiation financière, qui implique une transformation des maturités, favorise les entrées de capitaux mais en même temps accroît la probabilité d'occurrence d'une panique bancaire (*bank run*) généralisée.

Kaminski & Reinhart (1999)⁴⁴ ont, aussi, essayé de mettre en lumière la relation entre crises bancaires et crises de change. Les auteurs trouvent que dans les années 70, lorsque le système financier était strictement régulé dans beaucoup de pays, les crises de change n'étaient pas accompagnées des crises bancaires. Suite à des études empiriques, Kaminski & Reinhart (1999) montrent que les crises bancaires constituent des indicateurs avancés des crises de change.

Chang & Velasco (1998a) étudient la fragilité financière, les crises de change ainsi que la politique monétaire dans un modèle en économie ouverte avec des banques à la Diamond & Dybvig (1983). Le rôle de la fragilité financière dans les crises financières a été modélisé également par Chari & Kehoe (1997), Goldfajn & Valdes (1997)⁴⁵.

Corsetti, Pesenti & Roubini (1998)⁴⁶ développent un modèle de crise financière et de change induite par l'aléa de moralité. Leur interprétation des origines de la crise asiatique se focalise sur l'aléa de moralité en tant que source commune à la fois du surinvestissement, de l'excès d'endettement extérieur et des déficits de compte courant dans une économie mal régulée et mal supervisée.

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

Dekle & Ketzler (2001)⁴⁷, Dooley (2000), Burnside, Eichenbaum & Robelo (1999), Chinn & Ketzler (2000) ont formulé des modèles de crise bancaire et de change

⁴³ Goldfajn I. et R.O. Valdés (1996) : « *The Aftermath of Appreciations* », NBER Working Paper, n° 5650, juillet. Disponible sur <http://www.nber.org/papers/w5650.pdf>

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

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

⁴⁶ Corsetti G., P. Pesenti et N. Roubini (1998) : « *Paper Tigers? A Model of the Asian Crisis* », NBER Working Paper, n° 6783, novembre. Disponible sur <http://papers.nber.org/papers/w6783.pdf>

⁴⁷ Dekle R. & Keltzer K. M. (2001), « *Domestic Bank Regulation and Financial Crises : Theory and Empirical Evidence from East Asia* » NBER Working Paper N° 8322, juin, Cambridge, MA.

similaire à ceux de Corsetti & al. (1998). On retrouve, ainsi, ce même mécanisme de crises jumelles.

Dekle & Ketzer (2001) développent un modèle d'intermédiation financière des flux de capitaux étrangers fondé sur les coûts d'agence. A l'équilibre de l'économie, le système bancaire devient de plus en plus fragile en présence de régulations prudentielles inadéquates et des garanties publiques implicites jusqu'à ce qu'une crise éclate, suivie d'un retrait brutal des capitaux. La crise évolue de manière endogène lorsque le secteur bancaire devient de plus en plus vulnérable. Les modèles de Dekle & Ketzer (2001), Dooley (2000), Burnside, Eichenbaum & Rebelo (1999) sont, aussi, pertinents pour illustrer les crises jumelles. Ils sont considérés comme des modèles appropriés dans le cas de la Corée où les banques jouent un rôle majeur dans le financement de l'économie.

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

B. Les théories des imperfections des marchés financiers

Ces théories présentent d'autres pistes de réflexions sur l'éclatement des crises financières. Ils révèlent que le fonctionnement des marchés financiers génère une logique qui est, selon ces théories, responsable dans l'apparition des crises financières. Trois théories peuvent être étudiées.

a. Les théories des difficultés d'évaluation des actifs financiers

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

Trois approches avancent des explications sur la défaillance des techniques de l'évaluation financière et tentent de justifier les principes et les fondements qui en font les bases théoriques.

*L'approche conventionnelle (Keynes, 1936 et 1937)*⁴⁸ " privilégie une approche de la finance qui fait recours au concept de convention"⁴⁹. Elle insiste sur le caractère conventionnel des anticipations et de l'évaluation financière. Ainsi, elle présente cette convention non pas comme une irrationalité des investisseurs ou une limitation de leurs capacités mais une opportunité de reposer leurs évaluations autour d'un consensus sur les éléments fondamentaux. Dans les travaux de Keynes (1936), on retient la présence de l'idée de « *l'économie de la convention* » mais on retiendra dans ces propos qu'il insiste sur « *l'évaluation conventionnelle* » plutôt que « *la convention financière* ». Pareillement, Orléan (1999) avance la notion de la convention comme étant un moyen qui peut stabiliser la logique spéculative dans le marché. Il considère qu'elle peut être une réponse à l'incertitude qui porte sur un événement particulier ou sur le futur.

*L'approche autoréférentielle (Orléan 1988 et 1999)*⁵⁰ conçoit que l'évaluation financière est directement le résultat des comportements des agents. Orléan (1999)⁵¹ pense que l'individu se trouve confronté à une question de nature nouvelle qui le pousse à chercher de découvrir l'opinion moyenne d'un groupe où chacun fait de même. Toutefois, il précise que cette démarche est insuffisante car l'élément principal est le processus spécifique de la validation des positions prises par les investisseurs.

*L'approche de la finance comportementale (Hirshleifer 2001, Shleifer 2000)*⁵² veulent démontrer que l'évaluation des actifs financiers dans les marchés financiers est une opération qui dépend sur l'état de croyance des investisseurs sur les prix existants, sur le degré de confiance faite sur ces prix et, surtout, sur leur état émotionnel par rapport à toute l'activité et l'ensemble de la conjoncture de ces investisseurs.

⁴⁸ Keynes J. M. (1969), "La théorie générale de l'emploi de l'intérêt et de la monnaie", Editions Payot, Traduction de General Theory, London, Mac Millan et C°, 1936.

⁴⁹ Gobillard B. (2004), "Incertitude, apprentissage social et évaluation financière conventionnelle", CEPREMAP et FORUM (Université de Paris X - Nanterre), Mai 2004, P. 10.

⁵⁰ Orléan A. (1999), "Le pouvoir de la finance", Paris, Edition Odile Jacob

⁵¹ Orléan A. (1988), "L'auto-référence dans la théorie keynésienne de la spéculation », in Cahiers d'économie politique, p. 229-242.

⁵² Shleifer A. (2000), "Inefficient market – An introduction to behavioral finance", Oxford, New York, Oxford University Press.

b. Les théories de la procyclicité de la prise de risque dans les marchés financiers

Le marché financier développe un phénomène procyclique de la prise de risque. Les opérateurs n'hésitent pas de prendre de risque dans les phases d'expansion qu'ils estiment faibles, alors qu'ils prennent moins de risque dans les périodes de récession car ils estiment le risque grand au vue du retournement de conjoncture.

Ce phénomène procyclique de la prise de risque est constaté dans les marchés financiers quand ils subissent un retournement de conjoncture. Au fur et à mesure que l'expansion s'installe, elle crée un optimisme des vues sur l'avenir. C'est alors que les risques s'évaluent faiblement et les anticipations de profit et de gains sont de plus en plus grandes. Les investisseurs prennent des risques élevés en vue de recevoir des gains considérables. Il suffit qu'une mauvaise nouvelle se diffuse dans ces marchés pour que l'optimisme des vues sur l'avenir diminue et se manifeste une phase de retournement de conjoncture.

c. Les théories d'effet de résonance entre la procyclicité du crédit et les actifs financiers

Les différents compartiments du marché financier sont en interdépendance. Si un ou deux actifs financiers sont en évolution alors que chacun ou deux marchés restaient stable en stagnation, leur entrée en résonance pourrait précipiter une crise du système financier dans son ensemble. Dans ce genre d'interaction, on retient le rôle déterminant du crédit dans l'alimentation d'une série d'emballements spéculatifs portant sur le change, la bourse, l'immobilier.

Cet effet de résonance entre la procyclicité du crédit et les actifs financiers s'est, fortement ressenti dans les économies émergentes causant, ainsi, des crises financières. Ce qui explique que ces crises traduisent des formes de crises nouvelles : les crises doubles ou les crises jumelles.

Au regard de ces trois théories, des imperfections au niveau des marchés financiers peuvent être repérés et qui peuvent apporter des éclaircissements concernant l'implication de ces marchés dans le déclenchement des crises financières.

Conclusion

Généralement, la question des crises n'a pas suscité beaucoup d'intérêt chez les économistes classiques et néo-classiques. Ce n'est qu'à partir de la crise de 1929 que le monde prend conscience de la gravité du phénomène des crises. C'est ainsi que le terme de « *crises financières* » commençait à germer et à prendre sens. Cet intérêt particulier sur les crises s'est amplifié, à partir de la crise asiatique de 1997, à la suite des nombreuses modèles théoriques et empiriques explicatifs du phénomène.

Références

- Aftalion A. (1909), « la réalité des surproductions générales », Revue d'Economie Politique, 1908 et 1909.
- Bellofiore R. & Ferri P. (2001). "Financial Keynesianism and Market Instability: The Economic Legacy of Hyman Minsky", (Vol.1), Cheltenham, England: Edward Elgar Pub. 2001.
- Bellofiore R. & Ferri P. (2001). "Financial Fragility and Investment In the Capitalist Economy: The Economic Legacy of Hyman Minsky" (Vol.2), Cheltenham, England: Edward Elgar Pub, 2001.
- Bensaïd B. & Jeanne O. (1997), "The instability of exchange rate systems when raising the interest rate is costly", European Economic Review, 41.
- Béranger, F.& al. (2001), « Bâle II : une nouvelle approche réglementaire du risque de crédit. Quels impacts sur les marchés de crédit émergent ? », Étude-Marchés Emergents 1, Caisse des Dépôts et Consignations, juin 2001
- Bernanke B.S. (1983), «Non-Monetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression», NBER Working Paper N° 1054 Janvier, Cambridge MA.
- Boissieu C.(2006), « Les systèmes financiers », 2006.
- Bourguinat H. (1999), « Finance Internationale : après l'euro et les crises », Puf, 4ème édition, Novembre 1999.
- Brossard O. (1998), « L'instabilité financière selon Minsky : l'incertitude et liquidité au fondement du cycle ? », Revue économique, 1998, vol. 49, no2.
- Chang R. & Velasco A. (1998 b), « Financial Crises in Emerging Markets : A canonical model », NBER Working Paper N° 6606, juin, Cambridge, MA. Disponible sur <http://www.econ.nyu.edu/cvstarr/working/1998/RR98-21.pdf>
- Chang R. & Velasco A. (1998a), "Financial fragility and the exchange rate regime", NBER Working Paper N° 6469, mars, Cambridge MA.
- Corsetti G., P. Sententi et N. Roubini (1998) : « Paper Tigers? A Model of the Asian Crisis », NBER Working Paper, n° 6783, novembre. Disponible sur <http://papers.nber.org/papers/w6783.pdf>
- Dehem R. (1985), « Histoire de la pensée économique : des mercantilistes à Keynes », Edition Dunod, avril 1985.

- Dekle R. & Keltzer K. M. (2001), " Domestic Bank Regulation and Financial Crises : Theory and Empirical Evidence from East Asia " NBER Working Paper N° 8322, juin, Cambridge, MA.
- Diamond D. & Dybvig P.H. (1983), « Bank Runs, Deposit Insurance and Liquidity », *Journal of Political Economy*, n° 91.
- Etner F. (2000), « Histoire de la pensée économiques », *Economica*, février 2000.
- Etner F. (2000), « La pensée économique », *Economica*, février 2000.
- Fischer I. (1933), "Debt Deflation", *Econometrica*, 1933.
- Fisher I. (1912), « The purchasing power of money », 1912. In: Hutchison T. W. (1953), « A Review of Economic Doctrines », 1870-1929, Oxford, 1953.
- Flood R. & Garber P. (1984), « Collapsing exchange rates regimes, some linear examples », *Journal International Economics*.
- Furman J. & J.E. Stiglitz (1998), « Economic Crises: Evidence and Insights from East Asia », *Brookings Papers on Economic Activity*, n° 2.
- Gavin M. et R. Hausmann (1996), « The Roots of Banking Crises: The Macroeconomic Context », in *Banking Crises in Latin America*, Hausmann et Rojas-Suarez (eds), Baltimore, Johns Hopkins University Press.
- Gobillard B. (2004), "Incertitude, apprentissage social et évaluation financière conventionnelle", CEPREMAP et FORUM (Université de Paris X - Nanterre), Mai 2004.
- Goldfajn I. et R. Valdes (1997), «Capital Flows and the Twin Crises: The Role of Liquidity», IMF WP/97/87.
- Goldfajn I. et R.O. Valdés (1996) : « The Aftermath of Appreciations », NBER Working Paper, n° 5650, juillet. Disponible sur <http://www.nber.org/papers/w5650.pdf>
- Hutchison T. W. (1953), « A Review of Economic Doctrines", 1870-1929, Oxford, 1953, p. 75. In : Denis H.
- Irwing G. & Vines D. (2001), « Government Guarantees, Investment and Vulnerability to Financial Crises », CEPR Working Paper.
- Ito T. & Pereira da Silva L. (1999), "The Credit Crunch in Thailand during the 1997-98 crisis: Theoretical and operational issues the JEXIM survey", *EXIM Review*, vol. 19, no. 2, 1999: 1-40.
- Jeanne O. (1996), « Les modèles de crises de change : un essai de synthèse en relation avec la crise du franc », *Economie et Prévision*, n°123-124.
- Kaminsky G.L. et C.M. Reinhart (1999) : « The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems », *American Economic Review*, n° 89. Disponible sur <http://www.puaf.umd.edu/faculty/papers/reinhart/bank3.pdf>
- Kaminsky G.L. et C.M. Reinhart (1999), « The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems », *American Economic Review*, n° 89, pp. 473-500. Disponible sur <http://www.puaf.umd.edu/faculty/papers/reinhart/bank3.pdf>
- Keynes J. M. (1930), "A Treatise on money", London, 1930.
- Keynes J. M. (1969), "La théorie générale de l'emploi de l'intérêt et de la monnaie", Editions Payot, Traduction de General Theory, London, Mac Millan et C°, 1936.
- Krugman P. (1979), « A model of balance of payment », *Journal of Money, Credit and Banking*.
- Krugman P. (1998), " Saving Asia : It's Time to Get Radical ", *Fortune*, n° 09/07/1997.
- Krugman P. (2001), « Crises: The Next Generation? », Razin Conference, Tel Aviv University, 25-26 mars. Disponible sur <http://econ.tau.ac.il/research/sapir/Krugman.pdf>
- Mill S. (1873), « Principes », 1873, vol. 1.
- Mills J. (1867), « Credit cycles and the origins of commercial panics », *Transactions of the Manchester Statistical Society*, 1867, In : Denis H. (1966), « Histoire de la pensée économique », PUF, juin 1966, Paris.
- Minsky H. (1992), " The Financial Instability Hypothesis ", The Jerome Levy Economics Institute Working Paper No. 74, May 1992
- Mishkin F.S. (1992), «Anatomy of a Financial Crisis », NBER Working Paper, N° 6680, Cambridge, MA.

- Obstfeld M. (1996), "Models of currency crises with selffulfilling features", *European Economic Review*.
- Obstfeld M. (1994), « The logic of currencies crises », *Cahiers économiques et monétaires*, Banque de France.
- Orléan A. (1988), " L'auto-référence dans la théorie keynésienne de la spéculation », in *Cahiers d'économie politique*.
- Orléan A. (1999), "Le pouvoir de la finance", Paris, Edition Odile Jacob
- Orléan A. (2001), "L'hypothèse autoréférentielle appliquée à la finance", "Les transformations de la finance en Europe", Troisième conférence du Centre Saint Gobain pour la recherche en Economie, 8 et 9 novembre 2001, La défense.
- Radelet S. & Sachs J. (1998), « The Onset of the East Asian Financial Crisis », NBER Working Paper, n° 6680, août. Disponible sur <http://papers.nber.org/papers/w6680.pdf>
- Rosier B. (1988), « les théories des crises économiques », Edition La Découverte, 2000.
- Shleifer A. (2000), "Inefficient market – An introduction to behavioral finance", Oxford, New York, Oxford University Press.
- Stiglitz J. & Weiss A. (1981), « Credit Rationing in Markets with Imperfect Information », *American Economic Review*, N° 71.
- Walras L. (1952), « Éléments d'économies politiques pure », Edition définitive, Paris, R. Pichon et R. Durand-Auzias, 1952.