

DOSSIER SPÉCIAL SUR LES CRISES FINANCIÈRES

L'euphorie financière :
l'histoire se répétera-t-elle ?

Première section

1^{re} partie : Points communs des crises passées

2^e partie : Où en sommes-nous ?

3^e partie : Quels sont les scénarios à privilégier et les stratégies à adopter ?



Le 27 janvier 2000

Études économiques

→ <http://www.desjardins.com/economie>

Dossier spécial sur les crises financières

L'EUPHORIE FINANCIÈRE : L'HISTOIRE SE RÉPÉTERA-T-ELLE?

1^{RE} PARTIE : POINTS COMMUNS DES CRISES PASSÉES

SOMMAIRE :

L'histoire financière est parsemée de périodes d'euphorie suivies de brutaux retours à la réalité. Au cours des quatre derniers siècles, ces épisodes se sont succédés sans que les investisseurs semblent ne jamais apprendre de leurs erreurs. La première crise de l'histoire eut lieu en 1634 et concernait les bulbes de tulipes. Plus tard, en Angleterre et en France, les titres des premières compagnies par action furent emportés par la spéculation. Au XIX^e siècle aux États-Unis, plusieurs crises se succédèrent, tou-

chant les investissements routiers, immobiliers et ferroviaires. Plus près de nous, les crises boursières récentes ont fait tomber les indices américains en 1987, puis les indices japonais en 1989-1990.

À chacune de ces occasions, on constate que la spéculation est un mouvement de masse au cours duquel l'euphorie nous atteint tous, à l'exception évidemment



des plus sages. Des opportunités nouvelles d'investissement excitent le public et les perspectives de profits semblent infinies : on s'imagine dans une nouvelle ère. Un optimisme sans bornes s'empare des investisseurs, stimule chez eux l'appât du gain toujours présent et les prix des actifs s'envolent. Toutefois, le réveil est toujours brutal.

« Il est peu de points de repère plus couramment invoqués dans la vie que les *leçons de l'Histoire*. Ceux qui ne la connaissent pas sont condamnés à la répéter. »

John Kenneth Galbraith
Professeur émérite
Harvard University



Texte de la photo : « \$100 pour acheter cette automobile. A besoin d'argent. A tout perdu dans le marché boursier (1929). »

Introduction

Considérant le niveau élevé de valorisation des indicateurs boursiers, on parle de plus en plus de la possibilité d'assister à une correction majeure, voire prolongée des cours boursiers. L'économie mondiale va-t-elle donc encore subir les contre-coups d'une crise financière? Il faut dire que de telles crises peuvent prendre plusieurs formes (crises monétaires, métaux précieux, marchés boursiers et obligataires, etc.) et avoir des degrés différents de gravité. Historiquement, les crises, selon leur intensité, ont souvent été suivies de déséquilibres économiques, de récessions et tout comme en 1929, d'une dépression importante. La montée actuelle des cours boursiers est-elle le prélude à une crise financière d'ampleur historique? Un survol de l'histoire des crises financières nous permettra de porter un meilleur diagnostic sur la situation actuelle.

La tulipomanie et les principales crises des XVIII^e et XIX^e siècles

Les crises financières ne datent pas d'hier. Déjà en Hollande, de 1634 à 1637, une vague de spéculations poussa le prix des bulbes de tulipes à des niveaux inimaginables, équivalant à plus de 25 000 dollars américains d'aujourd'hui. Les tulipes, originaires de la Méditerranée orientale, venaient d'être introduites en Europe de l'Ouest, via Amsterdam. Elles étaient, à cette époque, commercialisées à travers l'Europe et les monarques les prisait comme un signe de leur statut. Les fournisseurs s'échangeaient les bulbes à Amsterdam et différentes variétés et qualités de tulipes étaient produites par sélection et modification des variantes originales. Une bulbe exotique pouvait faire la fortune et la gloire de son exploitant. En 1637, le prix des bulbes excéda à un tel point leur valeur réelle que l'enthousiasme s'essouffla et les prix tombèrent

drastiquement. La chute des prix qui s'en suivit ruina plusieurs des premiers spéculateurs. À cette époque comme aujourd'hui, l'évaluation d'un bien transigé sur un marché actif peut parfois être emportée par des vagues d'optimisme exagéré. Dans de telles situations, le prix peut dépasser de loin la valeur réelle. Par exemple, en 1720 à quelques mois d'intervalles seulement, eurent lieu en France et puis en Angleterre, deux crises financières semblables concernant les titres de compagnies devant exploiter les ressources du Nouveau Monde, communément appelées *Mississippi Bubble* et *South Sea Bubble*. Dans les deux cas, la guerre de Succession d'Espagne où ces deux pays s'étaient affrontés, avait laissé l'État fortement endetté. Celui-ci avait concédé des privilèges commerciaux en échange du remboursement de sa dette. En France, la Banque Royale fondée par l'écossais John Law, émettait des billets afin de lever les fonds pour rembourser la dette de l'État et la Compagnie du Mississippi (aussi fondée incidemment par John Law) et les échangeait contre des actions de la Compagnie qui devait bientôt découvrir de l'or en Louisiane. La pyramide s'effondra lorsque les détenteurs d'actions voulurent les échanger contre l'or de la Banque Royale auquel ils avaient théoriquement droit. Évidemment, les réserves d'or de la Banque Royale étaient insuffisantes et l'écroulement des actions de la Compagnie s'ensuivit. Le processus fut similaire en Angleterre avec la *South Sea Company*.

Aux États-Unis, il y eut au XIX^e siècle un grand nombre de crises liées aux investissements en infrastructure (routes, canaux, immobilier et plus tard, chemins de fer), causées en partie par l'expansion monétaire que rendait possible un système bancaire qui n'était pas réglementé et aussi par l'optimisme que générait ces nouvelles possibilités d'investissements. À chaque fois, le cycle était similaire : les grands besoins d'investissements d'une région du pays attiraient, en particulier, les capitaux an-

glais. Parallèlement, les banques locales américaines créaient une expansion monétaire effrénée, à la fois en émettant une quantité de papier monnaie trop élevée relativement aux réserves et aussi en prêtant les fonds étrangers. Cette spéculation touchait le prix de l'immobilier, des terres, des denrées, en plus de celui des biens qui étaient à l'origine de cette vague de spéculations (immobilier et terre : 1819, canaux : 1837, chemins de fer : 1873). Souvent, elle s'achevait sans cause évidente, en provoquant la faillite de nombreuses banques et entreprises, et en laissant l'économie déprimée pour plusieurs années.

La nouveauté de ces crises, par opposition aux spéculations du XVIII^e siècle, fut de laisser derrière elles des infrastructures nouvelles et fonctionnelles. En ce sens, les vagues de spéculations ont fait partie du mouvement d'investissements qui a permis de financer le développement de l'Ouest américain. Après l'euphorie financière qui provoque la spéculation, l'expansion monétaire est un deuxième critère important des bulles financières. Il doit y avoir une quantité croissante de monnaie en circulation pour soutenir la hausse des prix des actifs. Durant ces épisodes, c'est la circulation des billets des nouvelles banques qui rendit la spéculation possible.

Le krach de 1929

Durant les années précédant la crise de 1929, la Réserve fédérale américaine avait adopté une politique monétaire très accommodante. En 1927, les taux d'intérêt directeurs avaient été abaissés de 4,5 % à 3,0 %. À cette époque, l'économie américaine était en pleine expansion. Plusieurs nouvelles inventions étaient commercialisées rapidement en particulier, l'automobile et la radio. Les perspectives de profits de ces industries semblaient illimitées.

Durant les 18 mois précédant le krach, l'indice Dow Jones augmenta de 77 % et atteignit 380 points en août 1929.

Il n'allait pas retrouver ce niveau avant novembre 1954. En particulier, le titre de la *Radio Corporation of America* (RCA) passa de 80 \$ au début de 1928, à 505 \$ le 3 septembre 1929, soit une hausse de plus de 500 %. On disait en effet que la radio allait révolutionner les communications et les possibilités de marketing des sociétés. Ça vous rappelle l'Internet?

La structure du système bancaire et l'organisation industrielle amplifièrent aussi les effets de la crise. Les banques locales américaines avaient souvent prêté aux courtiers afin de profiter des taux d'intérêt élevés que ceux-ci pouvaient exiger sur les marges de leurs clients. Plusieurs firent faillites lorsque les clients des courtiers ne purent satisfaire aux appels

saisit qu'avec l'introduction d'un vaste programme de dépenses fédérales (New Deal) proposé par le Président Roosevelt en 1933.

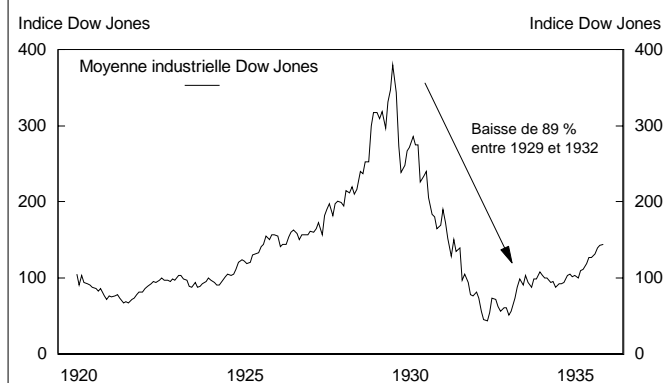
En 1929, nous pouvons remarquer que l'euphorie a pris la forme d'une confiance illimitée dans la croissance économique en général et aussi dans certaines nouvelles industries. Cette euphorie a été suffisamment forte pour que le marché puisse ignorer temporairement le ralentissement économique et le resserrement monétaire. Cet écart entre l'économie réelle et financière a amplifié les effets de la crise.

Les crises américaines du crédit de 1966, 1970 et 1974

Chacune des crises décrites plus bas a été accompagnée de dégringolades boursières importantes, bien que les hausses de marché précédentes ne puissent pas être vraiment qualifiées de bulles spéculatives. De plus, la qualité de la gestion de ces crises par la Réserve fédérale a été meilleure que par le passé.

La première crise des temps modernes a eu lieu en 1966. Elle s'est manifestée par un recul des cours boursiers, mais surtout par une baisse des liquidités dans le système bancaire américain et une hausse des taux d'intérêt qui ont menacé la stabilité de l'économie. L'économie était alors, comme aujourd'hui, en forte croissance depuis plusieurs années. En février 1966, le taux d'utilisation des capacités industrielles était de 91,6 % et le taux de chômage de 3,8 %. Le niveau d'utilisation élevé de l'économie impliquait une demande d'investissements accrue afin de répondre plus facilement à la demande de biens et services. En même temps, le taux de chômage très bas avait déjà poussé l'inflation à la hausse. La Réserve fédérale maintenait des conditions monétaires restrictives afin de combattre l'inflation.

États-Unis : krach boursier de 1929

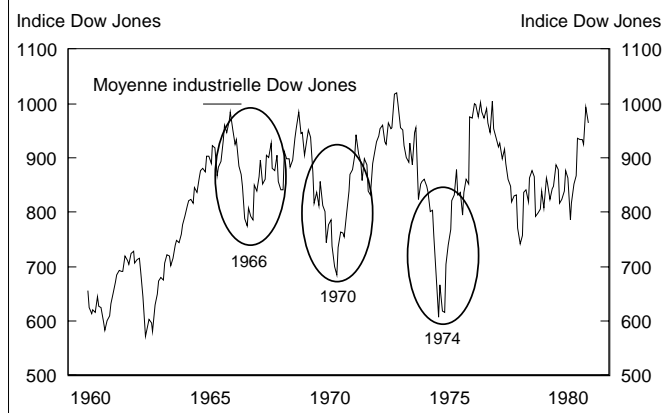


Devant l'emballlement de l'économie, les taux d'intérêt ont été remontés de 3,5 % au milieu de 1928 à 6,0 % à l'été 1929. Dès le mois de juin 1929, la production industrielle avait ralenti et l'investissement avait également diminué de manière importante. Durant le mois de septembre, les bourses américaines et canadiennes commencèrent à baisser progressivement et la crise alla en s'amplifiant jusqu'au 29 octobre 1929. Ce jour-là, le Dow Jones tomba de 11,7 %, avec un volume de 13 millions d'actions, alors que la moyenne pour 1928 n'était encore que de 3,7 millions par jour. À Montréal, le volume quotidien fut de 400 000 actions échangées, alors que la moyenne quotidienne était seulement de 25 000. Par la suite, une crise économique amplifiée par une politique monétaire et fiscale malencontreusement très restrictive s'ensuivit. En 1933, un quart de la main-d'oeuvre aux États-Unis était sans emploi. Le PIB ne retrouva pas le niveau de 1929 avant 1941.

ciété-mère qui les utilisait pour payer les intérêts sur des obligations qui avaient servi à financer ces acquisitions.

À ces circonstances économiques difficiles s'ajoutèrent des erreurs de politiques économiques qui prolongèrent inutilement la crise. Par exemple, les démocrates autant que les républicains, s'étaient acharnés à maintenir des budgets équilibrés comme formule pour remettre le pays sur pied. Pourtant, des dépenses additionnelles auraient amoindri la déprime. Au plan de la politique monétaire, la Réserve fédérale a tardé avant de diminuer le loyer de l'argent. La déflation importante qui sévissait a par la suite réduit l'impact des diminutions du taux d'intérêt nominal sur le taux réel. Les taux réels ont donc continué d'augmenter jusqu'en 1932. De 1929 à 1932, le Dow Jones perdit 89 % de sa valeur. La bourse, comme l'économie américaine, ne se res-

États-Unis : crise du crédit



Étant donné la forte poussée des investissements, les banques essayaient de répondre à la demande de prêts corporatifs en liquidant leurs réserves d'obligations. Dans un contexte de taux d'intérêt haussiers, ces ventes eurent plusieurs conséquences. D'une part, les réserves bancaires étaient très basses, ce qui était mauvais pour le système bancaire. D'autre part, les écarts entre les rendements sur les obligations corporatives, municipales et du gouvernement fédéral étaient très élevés. Ces écarts reflétaient à la fois les pressions à la baisse des prix des obligations suite aux ventes des banques, mais aussi l'inquiétude face à la solvabilité des différents émetteurs dans un contexte où les taux de rendement augmentaient et les profits corporatifs étaient en baisse. Finalement, ces prêts réduisaient l'impact de la politique restrictive de la Réserve fédérale et alimentaient l'inflation. Les marchés obligataires, municipal en particulier, étaient donc très volatils et on craignait qu'il devienne très difficile pour les municipalités de se financer dans ce contexte où les obligations se transigeaient à des taux plus élevés depuis les années 20.

Cette situation se régla lorsque la Réserve fédérale s'engagea à prêter, à des termes plus longs, des fonds aux banques qui réduiraient leurs prêts

aux corporations. La demande de crédit des corporations était très forte. À ceci, s'ajoutait une stimulation très forte de l'économie par les dépenses gouvernementales causées par la guerre du Vietnam. Les pressions inflationnistes s'accroissaient et les salaires avaient augmenté de 12,7 % en 1968. La Réserve fédérale maintenait une politique monétaire restrictive en maintenant la croissance de la masse monétaire en deçà de celle de l'économie.

La différence sur le marché du crédit avec 1966 était dans la plus grande utilisation du papier commercial. En effet, plutôt que de se retourner exclusivement vers les banques, les corporations émettaient des dettes de court terme semblables aux Bons du Trésor. Les émetteurs de ces dettes de court terme, dont l'échéance moyenne était à l'époque de 25 jours, obtenaient préalablement à l'émission, une ligne de crédit auprès d'une banque et pouvaient, si le détenteur ne rachetait pas le papier, obtenir un crédit équivalent auprès de leur banque. Lorsque la *Penn Central*, une importante société ferroviaire, fit faillite au premier trimestre de 1970, la crainte d'un événement similaire se répandit chez tous les détenteurs de papier commercial et la prime de risque exigée augmenta. La Réserve fédérale craignait que les banques ne puissent

pas satisfaire à la demande de prêts si jamais une forte proportion des détenteurs choisissaient de ne pas renouveler leurs positions et que les corporations faisaient alors appel aux lignes de crédit préapprouvées.

Comme le taux d'escompte était plus faible que les taux du marché, les banques acceptèrent ces conditions et la réduction de volume de prêts permit à celles-ci de redresser leur bilan et à la Réserve de poursuivre sa politique anti-inflation.

Une situation semblable se dessina en 1969. Encore une

fois, la demande de crédit des corporations était très forte. À ceci, s'ajoutait une stimulation très forte de l'économie par les dépenses gouvernementales causées par la guerre du Vietnam. Les pressions inflationnistes s'accroissaient et les salaires avaient augmenté de 12,7 % en 1968. La Réserve fédérale maintenait une politique monétaire restrictive en maintenant la croissance de la masse monétaire en deçà de celle de l'économie.

La situation se résolut lorsque la Réserve fédérale s'engagea à prêter des sommes supplémentaires aux banques en cas de difficultés causées par leurs engagements, ce qui équivalait en pratique à garantir le papier commercial.

Pour une troisième fois en 1974, un resserrement du crédit se développa. Lorsque l'embargo pétrolier de 1973 prit fin, l'économie redémarra et, à cause de la forte inflation amenée par l'envol des prix pétroliers, la Réserve fédérale maintint des conditions monétaires restrictives. La banque *Franklin National* avait adopté quelques années auparavant une stratégie d'expansion agressive en Europe et pour ce faire, avait emprunté massivement sur le marché des Eurodollars par le biais des certificats de placements négociables. Les mauvaises conditions économiques de l'époque et la faiblesse du dollar américain en particulier avaient poussé la banque au bord de la faillite en mai 1974.

La faillite de la *Franklin* aurait eu un impact très négatif sur le marché des certificats de placements, ainsi que sur le dollar américain. La situation fut jugée suffisamment grave que la Réserve fédérale s'est résolue à prêter les sommes nécessaires au soutien de la banque en difficulté jusqu'à ce que la crise du crédit et la poussée inflationniste se soient résorbées. La *Franklin* fit quand même faillite le 8 octobre 1974.

Crise inflationniste de 1980-1982

La forte croissance, bien qu'interrompue par de brèves récessions, qui durait depuis le début des années 50, allait ralentir vers la fin des années 70. La croissance de la productivité

ralentit de 3 % en 1975 à moins de 1 % en 1978, alors que les salaires progressaient de 15 % annuellement. Le taux d'inflation approchait aussi de 15 % annuellement. Face à cette situation, la Réserve fédérale fit passer les taux sur les fonds fédéraux de 6,9 % en avril 1978 à 10 % en décembre de la même année. Au début de 1979, le second choc pétrolier frappa l'économie américaine, causa une chute de la production ainsi qu'une accélération de l'inflation. Le PIB réel diminua au début de 1979, tandis que l'inflation oscillait toujours près de 10 %. Il y eut une brève reprise en 1980, puis une seconde récession. L'inflation minait aussi le dollar face aux autres grandes monnaies.

de seulement 2 000 \$. Lorsque la valeur du contrat augmentait, le bénéfice était quotidiennement reporté dans le compte du détenteur, ce qui permit aux frères Hunt d'accumuler une quantité très importante de contrats. En octobre 1979, on estime que les frères Hunt contrôlaient vraisemblablement jusqu'à la moitié du marché des contrats à terme sur l'argent.

Voulant stabiliser l'économie, la Réserve fédérale décida de mettre l'accent sur le contrôle de la croissance de la masse monétaire plutôt que sur les taux d'intérêt directs eux-mêmes. Les taux d'intérêt passèrent de moins de 8 % en 1979 à un sommet

de 15 % à l'été 1980. La confiance dans la monnaie revint et les attentes face à l'inflation diminuèrent rapidement. Les prix de l'or et de l'argent s'écroulèrent.

La forte concentration du marché de l'argent, des contrats à terme ainsi que le levier gigantesque utilisé pour les acquérir avaient des implications impor-

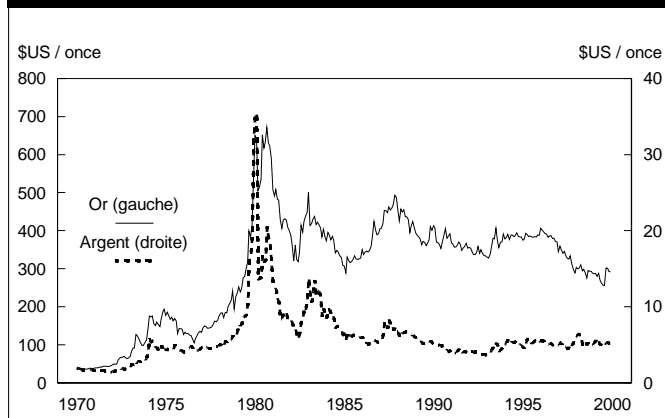
cette perte possible se serait ajoutée à des difficultés d'appariement des échéances et menaçait sa survie. Étant donné la situation générale, la Réserve fédérale craignait beaucoup les impacts de la faillite de la 9^e banque aux États-Unis. Finalement, les frères Hunt refusant de liquider leurs contrats à terme sur le marché, mais détenant des actifs suffisants, réussirent à obtenir un prêt et à refinancer leur dette.

Le krach américain de 1987

La vague d'inflation du début des années 80 se résorba avec la forte récession de 1982 et la Réserve fédérale adopta par la suite une politique monétaire expansionniste. Le taux d'intérêt sur les fonds fédéraux diminua de 11,4 % à 5,9 % en deux ans. La masse monétaire (M2) croissait d'environ 8 % par année. Ceci s'est traduit par une forte reprise de l'économie américaine. Parallèlement, le Dow Jones passa de 1 100 au milieu de 1984 à 2 600 au début d'octobre 1987, soit une hausse annuelle moyenne de 33 % au cours de cette période. Ce taux de croissance effréné excédait celui des profits et le ratio cours/bénéfices augmenta de moins de 12 en 1985 à plus de 22 en 1987.

Au début de 1987, le prix des matières premières augmentait à un rythme annuel de plus de 10 % par an. De 1985 à 1987, le dollar américain perdit 30 % de sa valeur en raison du déficit extérieur qui avait atteint 3,5 % du PIB au milieu de cette décennie. Cela poussa le prix des importations à la hausse et l'indice des prix à la consommation atteignit une croissance annuelle de plus de 4 % au second trimestre de 1987. Face à cette situation, la Réserve fédérale haussa les taux sur les fonds fédéraux de 6 % en avril à 7,3 % en septembre 1987. Les perspectives de ralentissement économique et l'important déficit budgétaire américain secouèrent les marchés. Le 19 octobre

Prix de l'or et de l'argent



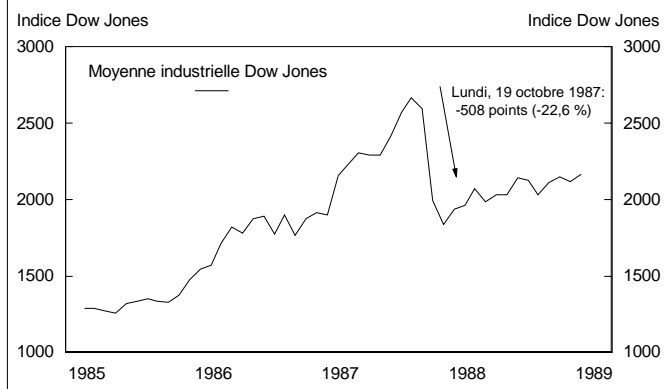
Face à cette situation, les individus craignaient de voir leurs épargnes perdre de leur valeur et se réfugièrent vers les placements sous forme de métaux précieux. La perte de crédibilité de la Réserve fédérale et les perspectives d'inflation croissante contribuèrent à alimenter une montée des prix de l'or et de l'argent de 400 % et 900 %, respectivement. Sur le marché de l'argent en particulier, une spéculation intense commença.

À partir de 1973, les frères Hunt investirent fortement dans le marché de l'argent et des contrats à terme sur ce métal. À cette époque, il était possible d'acquérir un contrat à terme sur l'argent de 45 000 \$ contre un dépôt

tant pour le système bancaire américain. Alors que la Réserve fédérale essayait de restreindre le crédit, les frères Hunt avaient emprunté plus de 1 milliard de dollars, ce qui représentait 13 % du crédit bancaire en circulation. La totalité de ce montant était garantie par de l'argent, comme dans tout compte de courtage. La baisse des prix de l'argent forçait donc les frères Hunt à répondre à des appels de marge très importants. Il arriva un point où ils ne purent pas rencontrer leurs obligations. Leur courtier principal fut menacé de faillite et les banques auprès desquelles ils avaient emprunté craignaient de ne jamais recevoir leur argent. Pour l'une d'entre elles, la *First National Bank of Chicago*,

1987 eut lieu le fameux lundi noir et l'indice Dow Jones tomba de 508 points, soit 22,6 %, la plus forte chute quotidienne de son histoire.

États-Unis: le krach de 1987 a enregistré la plus forte chute quotidienne (lundi noir)



Durant cette expansion boursière, plusieurs nouvelles techniques de gestion de portefeuille et du risque furent introduites. L'assurance de portefeuille consistait à acheter des options de vente sur des titres ou des indices afin de stabiliser le portefeuille. En cas de chute des marchés, la valeur des options de vente augmenterait et compenserait pour la baisse de valeur des actions détenues en portefeuille. Cette technique était implantée grâce à la seconde innovation des années 80 nommée le *program trading*. Cette seconde technique consistait essentiellement à gérer un portefeuille sur une base d'analyse technique et de laisser un programme exécuter les achats et les ventes selon les paramètres préétablis. Comme on le sait, l'analyse technique est basée sur l'inertie perçue dans les fluctuations de prix des actifs financiers. Si la valeur d'un titre augmente, on suppose qu'elle va continuer de monter et on achète le titre.

Ces procédures préprogrammées n'étaient pas adaptées à un contexte de krach boursier. Lorsque les prix des titres tombèrent, les programmes de *trading* vendirent; plus les

prix tombaient, plus les programmes offraient de titres sur les marchés. Les portefeuilles assurés ne s'en tirèrent pas mieux : le volume sur les

marchés des produits dérivés diminua à un point tel que les couvertures de portefeuille furent liquidées pour presque rien. Ces innovations financières augmentèrent sans doute l'ampleur de la chute du lundi noir.

Une des conséquences de cette chute brutale des marchés fut de menacer la stabilité du système

financier. Premièrement, les inventaires des mainteneurs de marché étaient anormalement élevés au lendemain du krach. Les mainteneurs de marché sont chargés de maintenir la liquidité sur les marchés de certains titres, en échange de quoi ils peuvent acheter et vendre à des prix différents et tirent de cette activité un revenu. Mais comme il n'y avait pas eu d'acheteurs la veille, leurs inventaires s'étaient gonflés au delà de leur capacité de payer. Deuxièmement, les centres de compensation (*clearinghouses*) ne pouvaient pas garantir le paiement de tous ces titres. Ces centres sont des firmes qui garantissent que les paiements sur les différents marchés (options, actions, etc.) seront bel et bien faits en échange d'une prime que paient les courtiers. Ce système d'assurance dont s'était prévalu l'industrie financière ne pouvait garantir le paiement des transactions lorsqu'une si grande proportion de paiements

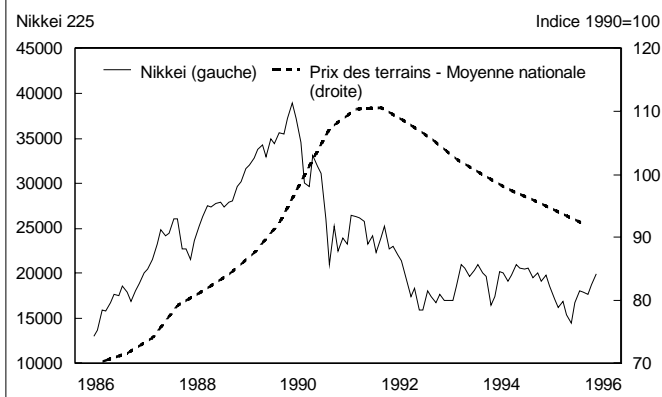
allait peut-être faire défaut; car, c'est le troisième facteur qui instabilisait le système financier, les courtiers avaient dû accorder un crédit supplémentaire à leurs clients qui ne pouvaient répondre immédiatement aux appels de marge. Certains d'entre eux ne seraient peut-être jamais en mesure de rembourser.

La Réserve fédérale, constatant cette situation alarmante, ajouta rapidement des liquidités dans l'économie en rachetant des titres sur le marché. Les taux sur les fonds fédéraux furent ramenés abruptement à 6,5 %. Elle encouragea aussi les banques à accorder le crédit nécessaire aux intermédiaires de marché, sans pour autant proposer de garantir les pertes possibles provenant de tels prêts. Comme on le sait, il n'y eut pas de vagues de faillites bancaires et le krach eut peu de conséquences sur l'économie réelle, contrairement à ce qui était arrivé en 1929.

Le krach japonais de 1989-1990

Le Japon a connu une très forte expansion durant les années 80. La production industrielle était très forte et atteignait à son sommet une croissance de 10 % par année au milieu de 1988. Le taux d'escompte était de moins de 3 % et la masse monétaire croissait de plus de 10 % depuis 1986. La force de l'économie permit au yen

Japon : krach de la bourse et de l'immobilier



de s'apprécier de près de 100 % entre 1985 et 1987. Le chômage atteignit 2 % vers la fin de 1989. Dans ces conditions, la bourse de Tokyo augmenta de 48 % par an, en moyenne, de 1986 à 1989.

L'inflation passa de 1 % à 3 % au milieu de 1989, mais le Japon maintint ses taux d'intérêt bas, voulant ralentir l'appréciation du yen vis-à-vis du dollar américain. Vers la fin de l'année, le taux d'inflation approcha de 4 % et dans la deuxième partie de l'année, le taux d'escompte fut augmenté de 2,5 % à 6 % au début de 1990. À ces taux historiquement très élevés pour le Japon s'ajoutaient des augmentations salariales qui atteignirent plus de 4 % par an à la fin de 1989. Ce dernier chiffre augmentait encore les attentes d'inflation et mettait une pression à la baisse sur les marges de profit. Face à de telles perspectives, les banques, qui souvent empruntaient sur les marchés internationaux pour investir sur la bourse de Tokyo, commencèrent à se retirer. Le Nikkei perdit par la suite presque 50 % de sa valeur de décembre 1989 à septembre 1990. L'appréciation des actifs financiers avait artificiellement gonflé les prix sur le marché immobilier durant les années 80. Suite au krach boursier, les valeurs chutèrent et ce secteur souffre encore aujourd'hui de ce choc.

La crise japonaise a été suivie d'une longue période de déprime économique. En partie, cette situation a été causée par la structure bancaire et la politique monétaire. Après la chute du prix des actifs, le Banque du Japon a tardé à réduire les taux d'intérêt, ce qui a déprimé davantage l'économie. Suite à l'épisode spéculatif, les liquidités restreintes dans l'économie ont secoué les *holdings* très endettés. Jusqu'à aujourd'hui, l'État nippon n'est pas vraiment parvenu à sortir l'économie de sa déprime.

La tourmente asiatique et la crise politico-financière russe de 1997 et 1998

Les crises financières les plus récentes ont eu lieu à l'extérieur de l'Amérique du Nord, en Asie et en Russie, plus précisément. Bien que distants, ces chocs, en raison de la mondialisation des marchés, ont eu un impact important sur notre économie et sur les marchés financiers. Les « Tigres » asiatiques, la Thaïlande, l'Indonésie, la Malaisie et les Philippines ont connu un essor important dans la première partie des années 1990. La forte croissance économique provoqua une augmentation du crédit aux entreprises et des prix immobiliers, ainsi qu'une flambée des investissements. Ceux-ci furent en partie financés par le capital étranger, causant une forte appréciation des monnaies des « Tigres » qui est venue amplifier leurs déficits extérieurs. On considérerait que ces déficits étaient justifiés par la nature des emprunts qui servaient à financer des investissements et à augmenter la capacité future de payer des économies de ces pays.

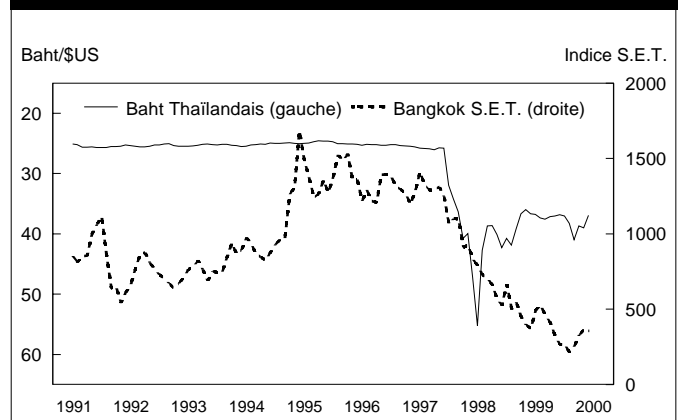
Vers la fin de 1996, cette situation avait provoqué une surchauffe économique et des signes d'inflation apparaissaient. Le ralentissement des exportations s'ajouta à l'inflation pour mettre des pressions à la baisse sur les monnaies de ces pays. Les dettes encourues étaient en dollars américains et de courtes échéances. La dépréciation des monnaies locales aurait par le fait même, amené une augmentation considérable des coûts de remboursement. Les banques centrales entreprirent donc de défendre les monnaies par des taux d'intérêt élevés.

Mais les attentes des investisseurs étrangers changèrent : la surcapacité résultant des investissements importants des dernières années augmenta la compétition entre les exportateurs de la région. Dès juin 1997, la Thaïlande céda à la pression croissante et dévalua le baht, qui tomba de près de 50 % entre juin et octobre. Ceci avait pour effet de rendre les exportations thaïlandaises plus compétitives et, malgré l'enchérissement des frais de dettes, les volumes d'exportations pourraient recommencer à croître. Face à cette situation, les autres pays de la région cessèrent aussi de soutenir leur monnaie et une vague de dévaluation balaya l'Asie. Les prêteurs internationaux voulurent liquider leurs actifs dans ces pays, ce qui ne pouvait qu'accentuer l'impact sur les monnaies et les bourses asiatiques.

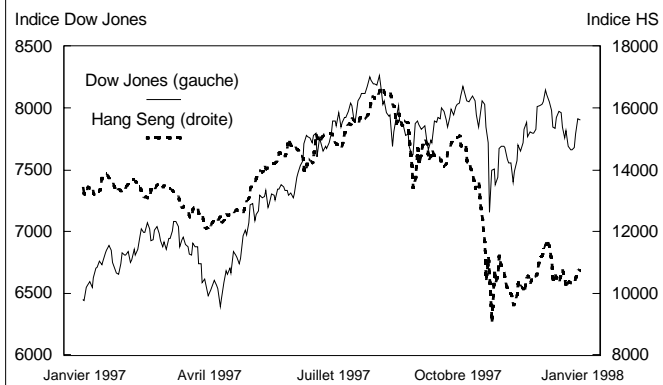
À l'automne, ce mouvement atteint Hong Kong qui s'est entêté à défendre sa monnaie par une hausse importante des taux d'intérêt. Cette hausse provoqua la chute du Hang Seng qui se répercuta sur les marchés occidentaux. Le 27 octobre 1997, aussi appelé le lundi gris, le Dow Jones chuta de 7,2 %.

Comme après toute vague de spéculations, le risque perçu des prêts aux pays en émergence augmenta et du-

Asie : début de la crise asiatique en 1987 (dévaluation du baht thaïlandais)



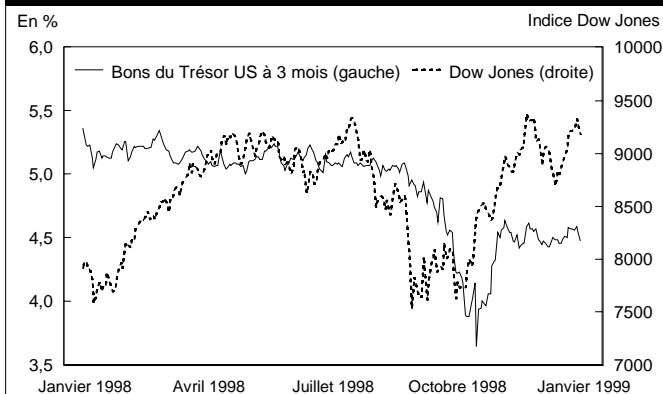
Asie : contagion à Hong Kong et à l'Amérique



ses identifiées à ce risque subirent de fortes dévaluations alors que les grands créditeurs, pour la plupart occidentaux, se rabattaient vers des placements de haute qualité, particulièrement américains. Dans ce contexte, le rouble russe perdit 150 % de sa valeur de janvier 1998 à octobre 1998. Suite à cette baisse, les Russes furent offrirent des taux de plus de 200 % pour trouver des preneurs pour les dettes en rouble. Les remboursements

de qualité fit augmenter la valeur des Bons du Trésor à 3 mois du gouvernement américain et le rendement tomba de 5 % à la fin de septembre 1998 à 3,65 % le 16 octobre. L'inverse se produisit dans les pays émergents où le manque d'acheteurs faisait tomber les prix et monter les rendements. Sur le marché boursier, ces nouvelles causèrent une chute de 20 % du Dow Jones de juin à août 1998.

États-Unis : impact sur la bourse et marché obligataire du non-paiement des intérêts sur les obligations russes



d'intérêt en dollars atteignaient 50 % des recettes fiscales à l'automne 1998. C'est dans cette situation que le gouvernement russe imposa un moratoire de 90 jours sur les paiements d'intérêts sur les obligations du gouvernement. Cette situation causa la quasi-faillite du fonds de couverture spéculatif américain *Long Term-Capital Management* (LTCM). Ce fonds détenait

des conditions monétaires rétablit rapidement la confiance sur les places financières.

Les leçons de l'Histoire

Quelques traits communs ressortent d'un survol de ces différentes crises. Ils sont de deux ordres : les traits économiques et les traits liés à la psy-

chologie des marchés. Dans la première catégorie, on observe que les crises boursières récentes ont fait suite à une solide expansion économique, accompagnée d'une expansion monétaire et du crédit (États-Unis 1987, Japon 1989 et Asie 1997). Cette expansion est reliée à une demande d'investissements très forte qui peut être liée à des opportunités nouvelles (États-Unis 1929 et Asie 1997) ou simplement une surestimation des possibilités d'absorption de l'économie (Japon 1989). Finalement, l'expansion financière est le plus souvent accompagnée d'un accroissement du levier, que les acteurs croient justifiés par les perspectives extraordinaires de profits de l'époque. Ce levier peut être direct, par des emprunts sur marge, (États-Unis 1929 et 1987) ou soit par l'interaction avec le réseau bancaire, qui prête les fonds trop facilement et alimente l'expansion monétaire (Japon 1989 et Asie 1997).

Cette surestimation des possibilités de croissance et de profits nous amène au second groupe de traits communs : les bulles spéculatives sont des phénomènes de masse où les analyses rationnelles font place à une *exubérance irrationnelle*, selon l'expression même du président de la Réserve fédérale, M. Alan Greenspan. Bien que ce facteur ne soit pas quantifiable, il faut en tenir compte puisque qu'il est à l'origine des comportements de panique qui amplifient les crises. C'est seulement lorsque cet état d'esprit s'installe que l'aveuglement face au prix réel des actifs et l'oubli des crises précédentes permet au marché de se nourrir de sa propre fibre. En effet, lors d'une bulle spéculative, le potentiel de profits d'un actif financier n'est plus relié à celui de l'actif physique sous-jacent, *mais plutôt à sa valeur espérée de revente*. C'est le moment où la rumeur remplace le fait et la spéculation prend la place de l'analyse.

Nous poursuivrons cette réflexion d'ici quelques semaines en cherchant à voir si ces traits communs se retrouvent actuellement dans l'économie et les marchés financiers.