

MINISTERE DE L'ENSEIGNEMENT SUPERIEUR ET DE LA RECHERCHE SCIENTIFIQUE

Université Abou-Bakr BELKAID-Tlemcen

Faculté des sciences Economiques, de gestion & des sciences commerciales

Mémoire en vue d'obtention du diplôme de Magistère en sciences économiques

Ecole doctorale : Management International des Entreprises

Option : Finance Internationale

THEME :

***LES CRISES FINANCIERES INTERNATIONALES
ET LE PROBLEME DE CONTAGION FINANCIERE
« ETUDE ANALYTIQUE ET ECONOMETRIQUE »***

Présenté par :

Mr. KRIM Abdelkrim

Sous la direction de :

Dr. TAOULI Mustapha Kamel

Les Membres du Jury:

- ❖ Pr. *BENBOUZIANE Mohamed* Professeur à l'Université de Tlemcen **PRESIDENT**
- ❖ Dr. *TAOULI Mustapha Kamel* Maitres de conférences à l'Université de Tlemcen **ENCADREUR**
- ❖ Dr. *MENAGUER Noureddine* Maitres de conférences à l'Université de Tlemcen **EXAMINATEUR**
- ❖ Dr. *BETTAHAR Samir* Maitres de conférences à l'Université de Tlemcen **EXAMINATEUR**

Année Universitaire : 2010-2011

Résumé :

Ce mémoire propose d'estimer les incidences actuelles et prévisionnelles de la crise financière internationale sur l'économie réelle des pays maghrébins « MAT ». Il propose, également, d'examiner dans quelle mesure les politiques économiques sont capables de calmer ces incidences et de soutenir le processus de développement. Dans ce travail une attention particulière est accordée aux canaux de transmission des effets de la crise et des politiques de gestion vers la région maghrébine. Après avoir présenté une revue succincte sur l'origine, les dimensions et les politiques de gestion de la crise, la réponse à cette problématique est assurée via une étude empirique en données de panel. L'étude empirique concerne un échantillon de trois pays maghrébins « MAT »: Algérie, Tunisie, Maroc au cours de la période 1980-2010. Les principaux résultats retenus montrent que les effets de la crise se sont propagés vers les pays maghrébins à travers, surtout, le ralentissement des échanges extérieurs et le reflux des investissements directs étrangers.

Mots clés : Crises financières internationales; Crise de Subprime, contagion financière internationale, Pays maghrébins « MAT » ; Politiques de gestion et Données de Panel.

Abstract

This thesis proposes to estimate the current and projected impacts of the global financial crisis on the real economy of the Maghreb countries. It also proposes to examine how economic policies are able to calm these impacts and to support the development process. In this work special attention is given to the channels of transmission of the effects of the crisis and management policies to the Maghreb region. After submitting a brief review on the origin, dimensions and the crisis management policy, the answer to this problem is provided through an empirical study in panel data. The empirical study concerning a sample of three Maghreb countries: Algeria, Tunisia, Morocco during the period 1980-2010. The main successful results show that the effects of the crisis are propagated to the Maghreb countries through, especially, the slowdown of external trade and the flow of foreign direct investment.

Keyword: International financial crisis; subprime crisis; international financial contagion, Maghreb countries «MAT»; Management Policies and Panel Data.

المخلص:

تهدف هذه المذكرة الى تقدير الآثار الحالية والمتوقعة للأزمة المالية الدولية على الاقتصاد الحقيقي للدول المغرب العربي «MAT»؛ كما تتطرق لاهمية دور السياسات الاقتصادية على تهدئة هذه الآثار ودعم عملية التنمية. بعد أن قدمت عرضاً موجزاً عن أصول، وأبعاد وسياسة إدارة الأزمات المالية الدولية، أقدم الإجابة على الاشكالية من خلال إجراء دراسة قياسية. الدراسة القياسية تتعلق بدول المغرب العربي الثلاث: الجزائر وتونس والمغرب خلال الفترة 1980-2010. وتبين النتائج الرئيسية أن الأزمة المالية انتقلت عداها الى بلدان المغرب العربي من خلال تباطؤ التجارة الخارجية خاصة، وتدفق الاستثمار الأجنبي المباشر.

الكلمات المختصرة: الأزمات المالية الدولية؛ أزمة الرهن العقاري، العدوى المالية الدولية، بلدان المغرب العربي MAT ؛

REMERCIEMENTS

"Mes remerciements les plus sincères à toutes les personnes qui auront contribué de près ou de loin à l'élaboration de ce mémoire ainsi qu'à la réussite de cette formidable année universitaire !"

Je tiens à remercier :

Ma famille et plus particulièrement mes très chers parents qui ont toujours été là pour moi,

Ma mère, source de tendresse et d'amour pour leur soutien tout le long de ma vie.

Mon père, qui a fait tout possible pour ma aider ;

Mes frères et ma sœur ;

Ma grande famille ;

Je tiens à remercier sincèrement *Dr. TAOULI Mostefa Kamel*, mon directeur de recherche, pour sa grande disponibilité, ses critiques et ses conseils ;

Au Professeur "*BENHABIB Abderazek*" et à toute son équipe pour la richesse des enseignements.

Les membres de jury : Pr. BENBOUZIANE Mohammed, et Dr. BETTAHAR Samir - Dr. MENAGUER Nouredine ;

Mes remerciements s'adressent également à tout le corps professoral de la faculté des Sciences Economiques et gestion de l'Université de TLEMCEM ;

Mes amis : le groupe de l'école doctorale : « Management International des Entreprises » 2009/2010

Un grand merci à M. YOUSFI benamer le chef de daïra pour leur gentillesse, leur disponibilité et leur soutien

Enfin, j'adresse mes plus sincères remerciements à tous mes proches et amis, qui m'ont toujours soutenue et encouragée au cours de la réalisation de ce mémoire.

Merci à tous et à toutes.

Table des matières

Remerciements

Table des matières

Liste des graphiques

Liste des tableaux

INTRODUCTION GENERALE.....1-7

CHAPITRE I: L'instabilité du système financier internationale & les crises financière...01

Introduction.....02

SECTION 1: L'INSTABILITE DU SYSTEME FINANCIER INTERNATIONAL.....05

1. Les Formes et explications de l'instabilité financière07

1.1. Marchés efficients et bulles spéculatives rationnelles07

1.2. Crises et imperfections des marchés financiers 08

1.3. L'instabilité et les crises financières au cœur du capitalisme10

1.4. Globalisation et instabilité financières11

2. Les principales formes de l'instabilité financière.....13

2.1 Libéralisation financière et crises bancaires.....13

2.2 L'instabilité fondamentale des marchés financiers et les krachs boursiers.....14

3. Le processus de la libéralisation financière.....16

4. Les mutations de l'activité financière, une source d'instabilité financière.....19

4.1 L'engagement abusif des banques à l'origine de la sous-évaluation des risques.....19

SECTION2 : L'ORIGINE ET L'EVOLUTION DES CRISES FINANCIERES23

1. Le concept de la crise15

2. Typologies des crises financières.....26

2.1 Définition des crises bancaires.....26

2.2 Les crises boursières.....27

2.3 Les crises de change.....	28
2.4 Les crises jumelles.....	29
3. Les crises financières dans l'histoire économique.....	30
3.2 Liste des crises financières	30
2.2.1 Liste des crises monétaires et financières avant 1973	31
3.1.2 Liste des crises monétaires et financières après 1973.....	35
<u>SECTION3: les répercussions et l'incidence des crises financières sur la croissance....</u>	<u>39</u>
1. Les crises de change dans les pays en développement.....	43
1.1 L'apparition de crises très coûteuses en croissance.....	43
1.2 Des explications du coût en croissance des crises de change.....	45
Conclusion.....	48

Chapitre2 : LA CRISE FINANCIERE INTERNATIONALE 2007 & LA CONTAGION FINANCIERE..49

Introduction.....	50
<u>Section 1: La crise financière de 2007, du local à l'international.</u>	<u>51</u>
1. Origines de la crise.....	51
2. le concept de la crise	52
3. Le prêt hypothécaire subprime.....	52
4. La Croissance du marché des subprimes.....	55
<u>Section 2 : Les facteurs à l'origine de la crise</u>	<u>57</u>
1. Facteurs financiers	59
1.1 Politiques monétaires	59
1.2 Crédits hypothécaires à risque	60
1.3 Titrisation	61
1.3.1 définition.....	61
1.3.2 La titrisation, une innovation de grande importance.....	62
1.3.3 Typologie des titres de la titrisation.....	65

1.3.4 Avantages de la titrisation	67
1.4 Déréglementation, désintermédiation.....	69
1.5 Mondialisation.....	69
2. Facteurs économiques.....	70
3. Facteurs politiques.....	71
<u>Section 3 : La gestion et Le traitement de la crise de 2007.....</u>	72
1. Les banques centrales à l'œuvre.....	72
1.1. La politique monétaire conventionnelle	72
1.1.1 Les instruments de la politique monétaire	72
1.1.2 Les canaux de transmission de la politique monétaire.....	74
1.2 La politique monétaire de sortie de crise.....	75
1.2.1 Les mesures monétaires non conventionnelles.....	75
1.2.2 Les mesures prises pour assurer la liquidité bancaire.....	77
2. Les plans de sauvetage.....	79
2.1 Le plan américain.....	79
2.2 Plan de sauvetage européen.....	81
2.2.1 Le plan du Royaume uni.....	82
2.2.2 Le plan de la France.....	82
2.2.3 Le plan de l'Allemagne.....	82
2.2.4 Le plan de l'Espagne.....	82
<u>Section 4 : L'impact de la crise financière dans le monde.....</u>	83
1. Impact de la crise sur les grandes économies.....	83
1.1 Aux Etat-Unis.....	84
1.2 A l'Angleterre.....	85
1.3 Allemagne.....	85
1.4 Chine.....	85
1.5 Inde.....	85
2. L'impact de la crise sur les pays arabes	85
3. Impact de la crise sur les pays du Maghreb :	89

3.1 L'impact de la crise sur l'Algérie.....	89
3.2 L'impact de la crise sur le Maroc.....	90
3.3 L'impact de la crise sur la Tunisie.....	95
Section 5 : LA RÉALITÉ DU PHÉNOMÈNE DE CONTAGION FINANCIERE.....	99
1. Contagion fondamentale versus contagion pure.....	99
1.1 Des définitions divergentes.....	102
1.2 Les formes de contagion classiques et la contagion « pure ».....	103
1.3 La « shift contagion ».....	105
2. Canaux de transmission de la crise en pays maghrébins MAT	106
2.1 Canaux de transmission de la crise en l'Algérie.....	106
2.1 Canaux de transmission de la crise en tunisie.....	107
2.1 Canaux de transmission de la crise en maroc.....	107
Conclusion.....	109

Chapitre 3: Etude Analytique & Econométrique : La crise Financière Internationale et les Pays Maghrébins.....110

1. Introduction.....	111
Section 1 : LA CRISE DANS LES PAYS MAGHREBINS.....	112
1 La crise dans les pays maghrébins: aperçu sur les effets actuels.....	112
Section 2 : Etude Econométrique.....	117
1.Présentation du modèle linéaire sur données de panel.....	117
1.1 Économétrie.....	117
1.2 Données de panel.....	117
1.3 Econométrie de modèle linéaire sur données de panel.....	118
Etape 1 : Spécification du modèle ou tests d'homogénéité.....	118
Etape 2 : Estimation du modèle.....	118

Etape 3 : Validation du modèle.....	118
2. Méthodologie :.....	119
2.1 Spécification et estimation du modèle.....	119
2.2 Résultats économétriques.....	120
2.3 Interprétations des résultats.....	133
1. L'impact individuel de l'Etat économique Algérienne.....	133
2. L'impact individuel de l'Etat économique Tunisienne.....	134
3.L'impact individuel de l'Etat économique Marocaine.....	134
Conclusion	136
Conclusion générale	1-4
Bibliographie.....	1.3

Liste des Tableaux

Chapitre 1 :

Tableau 1. Les coûts des crises financières.....3

Tableau N° 02 : DEUX ÉTUDES SUR L'EFFET DES CRISES SUR LA CROISSANCE.....42

Tableau N° 03 : CANAUX DE TRANSMISSION DES EFFETS D'UNE DÉVALUATION SUR LA CROISSANCE.....46

Chapitre 2

Tableau N° 01 : Les acteurs du marché des prêts à risque.....53

Tableau N° 02 : Croissance dans la zone en 2009 : + 4.6%.....86

Tableau N° 03 : Entrées mensuelles des non-résidents.....98

Tableau N° 04 : Nuitées touristiques mensuelles des non-résidents par nationalité 98

Tableau N° 05 : LES DIFFERENTS CANAUX DE CONTAGION FINANCIERE FONDAMENTALE (2000).....103

Tableau N° 06 : LES MODÈLES DE CONTAGION.....105

Chapitre 3

Tableau n° 1: Evolution de quelques indicateurs économiques en 2009.....113

Tableau n°2 les variables à expliquer et explicatives :.....120

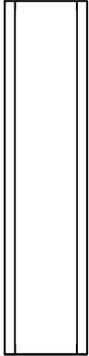
Liste des graphiques

Chapitre 1

Graphique N°1 : évolution des crises financières dans le monde depuis 1975.....	25
Schéma N° 2: Le passage d'une crise financière à une crise de l'économie réelle.....	41
Graphique N 3: SÉVÉRITÉ DES CRISES : COMPARAISON À TRAVERS TROIS DÉCENNIES.....	44

Chapitre 2

Graphique 1: émission anuelles de prêts hypothécaires aux ménages américains en milliards de dollars.....	54
Graphique N°2 :Evolution des crédits subprimes.....	56
Schéma 1 : les facteurs de la crise financière 2007-2008.....	58
Schéma N°2 : l'opération de titrisation.....	64
Schéma N°3: Construction de CDO.....	65
Graphique N°3 : Le marché de la titrisation aux États-Unis.....	66
Graphique n°4 : impact des canaux de transmission de la crise.....	92
Graphique n° 5 : Demande étrangère adressée au Maroc.....	94
Graphique n° 6 : Taux de chômage prévisionnels.....	94



INTRODUCTION GENERALE

INTRODUCTION GENERALE :

Avec la globalisation financière et le rôle central qu'y tiennent les Etats Unis d'Amérique, dès que ces derniers toussent c'est tout le système financier et monétaire international qui craint le rhume.

Il en est des années comme des poètes et des grands hommes politiques: la célébrité les distingue bien au-delà du lot commun, et visiblement 2007 est de celles –là. Comme 1789, 1929, 1968 et 2001, c'est une année dont chacun se souviendra. Cette année aura fait peser de sérieux doutes sur la pérennité de la croissance mondiale, rappelant que la montée spéculative comme l'abus d'alcool, a son lendemain inévitable.

Depuis l'éclatement de la bulle internet en 2000, l'économie mondiale est en croissance avec le dynamisme des pays émergents comme moteur. Néanmoins, du fait de la persistance de nombreux déséquilibres, certains observateurs ne cessaient d'affirmer qu'une autre catastrophe économique était à venir. S'il n'y avait aucun consensus sur la nature de la prochaine crise, le change volatil à souhait et le déficit courant abyssal des Etats Unis étaient les sujets d'inquiétude principaux.

La matrice de tous les dangers était donc constituée des réserves de changes détenues par les pays émergents d'Asie qui atteignaient 2000 milliards de dollars début 2007 et un déficit de la balance courante américaine s'élevant à 800 milliards de dollars. En vertu de « l'efficacité de l'ajustement par le change » et du « coût budgétaire de la détention des réserves de change », cette situation plaidait pour une chute du dollar, afin de résorber le déficit courant américain qui tendait à devenir « insupportable » et une diversification des avoirs en réserves des Banques Centrales (au profit de l'Euro). Ces ajustements, sorte de force du rappel, étaient le fondement des principales craintes de crise au sein du *Système Monétaire et Financier International*. Et pourtant, celle qui s'est

manifestée et qui aura fait de 2007 une année mémorable, concerna l'immobilier et ne fut pas anticipée, rappelant encore une fois combien le futur économique est imprévisible.

La crise est partie d'un petit segment du crédit immobilier américain, ne représentant que 13% de l'encours total des prêts immobiliers aux Etats Unis et dont l'enjeu à priori n'était pas planétaire. En effet, c'est la défaillance d'emprunteurs à risque aux Etats Unis, dans l'impossibilité d'honorer les échéances de leur crédit immobilier qui aura déclenché la vague de turbulences financières.

Révélee au grand public par la faillite de la société hypothécaire New Century en avril 2007, cette crise que l'on voyait au début comme une purge de ce seul secteur, a très vite pris une dimension globale et révélée l'inefficience des marchés financiers, la mauvaise appréciation du risque par les agences de notation et les inconvénients de la titrisation, courroie de transmission de la crise.

Cette crise a ricoché sur l'ensemble du système financier, provoquant un durcissement des conditions de financement sur le marché interbancaire. Les Banques refusant de se faire crédit les unes aux autres, les Banques Centrales ont été contraintes d'injecter massivement des liquidités sur les marchés afin de circonscrire le risque de crise de liquidité généralisée. Mais comment en est on arrivé là ?

Avant la Seconde Guerre mondiale, le marché hypothécaire américain était exclusivement constitué d'établissements de dépôts réglementés qui se servaient de leurs dépôts pour financer les prêts immobiliers qu'ils accordaient. Ces établissements, générant les prêts qu'ils gardaient en portefeuille supportaient le risque de crédit, le risque de marché et le risque de liquidité.

Dans le cadre du *New Deal* du président *Roosevelt* en 1938, fut créée aux Etats Unis, la *Federal National Mortgage Association (Fannie Mae)*, dont le but

premier était de créer un marché secondaire pour les crédits hypothécaires. *Fannie Mae* achetait ainsi les crédits aux établissements prêteurs, leur remettant l'équivalent en Espèces. Il y avait avec ce système, transfert de risque vers *Fannie Mae* qui pouvait emprunter à long terme et qui gérait mieux le risque de crédit grâce à la diversification au niveau national de son portefeuille d'hypothèques. *Fannie Mae* intervenait sur le marché des prêts conventionnels respectant des normes de souscription. Ce système fonctionna jusqu'à la fin des années 60, où les emprunts de *Fannie Mae* pour financer les rachats de prêts immobiliers auprès des établissements de crédit furent considérés comme représentant une « part trop importante » de la dette publique américaine. Pour souscrire les activités de *Fannie Mae* du budget fédéral, une réforme fut engagée en 1968. *Fannie Mae* fut scindée en deux organismes, l'un conservant son nom et ses fonctions antérieures et l'autre le *Government National Mortgage Association (Ginnie Mae)* doté d'un statut public, avec pour mission d'accorder la garantie de l'Etat fédéral aux certificats représentatifs de créances hypothécaires émis par les établissements de crédits. En 1970, *Ginnie Mae*, mit au point les titres adossés à des crédits hypothécaires (*Residential Backed mortgage Securities*), transférant ainsi le risque de crédit aux investisseurs et éliminant du même coup du budget fédéral une bonne partie de la dette engagée pour financer les programmes publics de logement. *Ginnie Mae*, *Fannie Mae* et *Freddie Mac* ont permis de faire démarrer la titrisation en Amérique, et assuraient en 1987 plus des trois quarts des émissions. Les titres ainsi émis étaient achetés par des investisseurs institutionnels, des particuliers fortunés ou encore des établissements de dépôts.

Cette structure de marché centrée sur des organismes publics, s'est révélée extrêmement profitable et a attiré au fil des années, la concurrence des grandes institutions financières privées. En 2002, les organismes parapublics étaient à l'origine de 76% des émissions de titres adossés à des crédits hypothécaires

(contre 24% de titres adossés émis par des institutions financières), depuis la répartition s'est inversée. Ainsi en mai 2006, les titres émis par les institutions financières privées bancaires et non bancaires représentaient 57% du total des nouvelles émissions. Parallèlement à cette évolution rapide des parts de marché, les produits servant à l'adossement connaissaient une évolution similaire. Alors que les organisations parapublics (*Government Sponsored Entities*) titrisaient des crédits de premier ordre (*prime*), c'est au travers de la titrisation de crédits hypothécaires à risque (*subprime et Alt-A*) que les sociétés privées ont accru leur part de marché.

Crédit hypothécaire à risque qui s'est développé grâce au crédit facile aux Etats Unis dans un environnement de taux d'intérêts historiquement bas, de législation accommodante, et d'anticipation de hausse des prix de l'immobilier. La titrisation de ces crédits, apportant de la liquidité aux prêteurs et leur permettant de sortir le risque de leur bilan a servi d'assurance au développement de ces prêts à risque.

S'il est aujourd'hui stigmatisé, le marché des prêts à risque aux Etats Unis avait avant la crise une dimension sociale. Il a en effet permis l'accès à la propriété, fondement *de l'American dream*, à des segments de la population américaine qui avaient le moins accès à la propriété : les jeunes, les Noirs, les Asiatiques, les Hispaniques, les pauvres. Le rêve est ainsi devenu réalité pour 14 millions de nouveaux propriétaires en 10 ans.

Mais le cycle de hausse des taux d'intérêts engagé en Juin 2004 et le retournement des prix de l'immobilier en 2006 a rendu la situation difficile pour des milliers d'entre eux. La conjonction de ces deux évolutions défavorables a conduit à une hausse des défauts de paiement et un afflux de biens saisis faisant effondrer les prix de l'immobilier. L'impossibilité pour ces emprunteurs d'honorer les échéances de leur crédit immobilier est la cause de la crise hypothécaire américaine, la titrisation, innovation financière des années 1970, a

quant à elle transformé la crise hypothécaire en crise financière mondiale du fait de l'opacité qui réside en son sein.

Cependant, les mécanismes de transmission du stress financier des économies avancées aux pays en développement (dont les émergents) sont passés par deux autres types de facteurs (FMI, 2009). Le premier type concerne *les facteurs globaux* qui ont trait à des effets prix (y compris de taux d'intérêt) ou à une augmentation de l'aversion pour le risque ou de l'augmentation des primes de risque qui réduisent les volumes des prêts dans les pays en développement (common-lender effect). Ce facteur est d'autant plus important que les marchés financiers sont fortement intégrés. Le deuxième type concerne *des facteurs spécifiques aux pays* qui dépendent de *l'intensité des liens commerciaux et financiers* entre les pays où est née la crise et les pays qui la subissent par *contagion*, mais également *des vulnérabilités* que connaissent les pays en développement au niveau de situation macroéconomique globale. C'est en effet la capacité de réponse macroéconomique des pays en développement et émergents aux chocs financiers qui, tout en rassurant (ou pas) les investisseurs, permet d'adoucir voire parfois d'éliminer les effets de la crise. On utilise alors comme indicateur de cette vulnérabilité aux chocs le solde des comptes courants, l'endettement et le déficit public, l'endettement extérieur et le niveau des réserves de change. Ces indicateurs lorsqu'ils sont « au vert » sont alors autant de degré de liberté dans l'autonomie des politiques macroéconomiques de ces pays.

Empiriquement, nous avons proposé d'estimer les incidences actuelles et prévisionnelles de la crise financière internationale sur l'économie réelle des pays maghrébins. Il propose, également, d'examiner dans quelle mesure les politiques économiques sont capables de calmer ces incidences et de soutenir le processus de développement. Dans ce travail une attention particulière est

accordée aux canaux de transmission des effets de la crise et des politiques de gestion vers la région maghrébine, en provenance des pays partenaires.

Après avoir présenté une revue succincte sur l'origine, les dimensions et les politiques de gestion de la crise, la réponse à cette problématique est assurée via une étude empirique en données de panel. L'étude empirique concerne un échantillon de trois pays maghrébins « MAT »: Tunisie, Maroc et Algérie au cours de la période 1980-2010.

Problématique :

Notre travail analyse une double question : quel est l'impact potentiel de la crise financière mondiale ? Et quelles stratégies d'adaptation sont envisageables par les pays du Maghreb pour faire face au déficit du futur et répondre aux nouvelles contraintes économiques ?

Objectifs du mémoire :

- Présentation des caractéristiques et les origines des crises financières internationale ;
- Origines et conséquences de la crise de subprime.
- Etude et analyse des risques inhérents aux nouveaux produits financiers et limites de système financière international ;
- Impact de la crise financière sur le futur de la performance économique ;
- Politique locale et régionale pour circonscrire la crise financière actuelle.
- Réformes nécessaires du système financière international, régional, national ;
- Principes et bases de la gouvernance au niveau international, national.

Méthodologie de l'étude :

Pour essayer de répondre à cette problématique, nous avons adopté la méthode descriptive dans l'étude du volet théorique, la méthode analytique dans l'analyse de l'historique des crises financières et l'instabilité de système financière internationale, et enfin la méthode quantitative par une étude économétrique de La crise financière internationale et les pays maghrébins « MAT » durant la période 1980-2010.

Contenant de l'étude :

Nous avons divisé notre étude en trois chapitres bien distincts :

Dans la premier chapitre on voudrait exposer quelques de la théorie des crises financières pour comprendre l'analyse faite de ces dernières, et l'origine de l'instabilité du système financière international,. Dans la section deux, on présente la théorie Les crises financières dans l'histoire économique avant 1973 et après 1973 jusqu'à 2011. En section trois, on proposera L'incidence des crises financières sur la croissance.

Ensuit dans la deuxième chapitre, on va analyser les retombées de cette crise financière en partant tout d'abord par les fondements théoriques de la crise, puis un exposé des origines de la récente avec l'explication d'un certain nombre des mécanismes financiers qu'ont joué un rôle important dans sa diffusion, avant de terminer, d'en dénombrer les répercussions sur les marchés financiers et les économies internationaux tout en faisant liaison avec l'économie des pays maghrébins.

Enfin nous avons consacré le dernier chapitre à travers une étude empirique en données de panel, nous avons intéressé aux conséquences et à l'état des prévisions de la croissance économique pour les pays maghrébins. L'étude empirique a proposé, également, d'évaluer l'impact des politiques de gestion sur la croissance économiques des pays maghrébins

CHAPITRE

1

L'INSTABILITE DU SYSTEME FINANCIER INTERNATIONAL & LES CRISES FINANCIERES :

Introduction :

Les crises financières ne sont pas un phénomène spécifique au système économique capitaliste contemporain. Cependant, l'effondrement du système de *Bretton Woods* a accéléré l'occurrence et la récurrence des crises, notamment suite à une période «tranquille » relativement longue, dite des « Trente Glorieuses ». Les deux dernières décennies du 20^{ème} siècle ont été caractérisées par la multiplication de crises bancaires et de crises de change, survenues dans la plupart des pays développés et émergents.

D'après une étude empirique du Fonds Monétaire International (FMI) de 1998, plus de 50 crises bancaires et 150 crises de change ont été observées dans la période 1975-1997, sans compter la crise de la dette russe d'août 1998, la crise brésilienne de janvier 1999 et les crises turque et argentine de 2001 et crise du subprime 2007.

Ces faits marquants et récurrents de l'histoire économique mondiale traduisent explicitement l'instabilité et la vulnérabilité financière croissante des pays, notamment des pays en développement, ouverts aux marchés financiers internationaux suite aux efforts de libéralisation financière entrepris au début des années 1980. Bien que cette recrudescence des crises financières internationales au cours des années 1990 s'inscrive dans une tendance longue, les conséquences de ces dernières en termes de pertes cumulées de production ont été de plus en plus sévères même si certains travaux le contredisent.

L'étude du FMI de 1998 indique également que la perte cumulée de production par rapport à la tendance de croissance économique après le déclenchement de crises de change atteint 4 à 8 % du Produit Intérieur Brut (PIB), alors que la perte de production suite aux crises bancaires et aux crises jumelles (crises monétaires accompagnées de crises bancaires) est respectivement de l'ordre de 12% et de 15% du PIB (cf. tableau 1). Notons aussi que les retournements des entrées de capitaux ont particulièrement été importants dans les crises des années 1990, ce qui explique en grande partie l'ampleur de ces chocs (Cartapanis, 2004). Nous avons observé une chute de 30 milliards de dollars en

Amérique latine après la crise du peso mexicain de 1994, une chute de 100 milliards de dollars dans les pays asiatiques suite à la crise de 1997 et une chute de plus de 10 milliards de dollars en Turquie au lendemain de la crise de 2000-2001 (Boratav, 2001).

Tableau 1. Les coûts des crises financières

	Nombre de crises	Période moyenne nécessaire à la reprise économique ¹ (en nombre d'années)	Perte de production par crise ² (%)	Nombre de crises ayant une perte de production ³ (%)
Crises de change	158	1,6	4,3	61
MFE ⁴	42	1,9	3,1	55
PD ⁵	116	1,5	4,8	64
Crises bancaires	54	3,1	11,6	82
MFE	12	4,1	10,2	67
PD	42	2,8	12,1	86
Crises jumelles	32	3,2	14,4	78
MFE	6	5,8	17,6	100
PD	26	2,6	13,6	73

Source: FMI, « World Economic Outlook », mai 1998, p.79.

1 Période moyenne pour retrouver le niveau de croissance du PIB d'avant la crise.

2 Différence moyenne entre la production d'avant et d'après la crise.

3 Pourcentage des crises entraînant la diminution de production

4 Marché financier émergent

5 Pays développé

En effet, l'étude des crises financières était historiquement un domaine important dans les sciences économiques. Or, avec la disparition des crises bancaires dans la période d'après-guerre, l'intérêt pour elles s'est de moins en moins réduit, d'autant plus que les historiens s'en sont de plus en plus accaparés. Maintenant que les crises¹ sont réapparues avec des conséquences plus ou moins ravageuses, beaucoup de travail et de recherche reste à faire.

La question est alors : quels sont les facteurs susceptibles d'expliquer le regain des crises financières au cours des années récentes ? Une fraction croissante de la littérature s'attache à

¹ Caprio et Klingebiel (2003) recensent 117 crises systémiques depuis la fin des années 1970.

cerner les conséquences de la double libéralisation financière, interne et externe, tant sur la stabilité macroéconomique que sur les performances en matière de croissance. Ainsi, les innovations, tant financières que réelles, semblent avoir joué un rôle déterminant dans le déclenchement de processus conduisant aux crises financières qui ont été observées.

Chaque crise apparaît spécifique car elle s'inscrit dans un contexte différent et combine de diverses manières un certain nombre de mécanismes généraux. À l'origine de la plupart des épisodes de fragilité financière, se trouve un emballement du crédit qui déclenche un mécanisme d'accélérateur financier qui se propage à différents marchés, boursiers, immobiliers, des changes. Cette fragilité se convertit en une crise ouverte avec une probabilité d'autant plus forte qu'entrent en résonance ces différents marchés d'actifs, qu'il s'agisse des marchés bancaires et des changes dans le cas des crises « jumelles » des pays dits émergents, ou des marchés immobilier et boursier

Dans ce chapitre, on voudrait exposer quelques perspectives sur ce débat en donnant une introduction brève de la théorie des crises financières pour comprendre l'analyse faite de ces dernières, et l'origine de l'instabilité du système financière internationale,. Dans la section deux, on présente la théorie Les crises financières dans l'histoire économique avant 1973 et après 1973 jusqu'à 2011. En section trois, on proposera L'incidence des crises financières sur la croissance.

Section 1: L'instabilité du système financier international

Le système financier, qui comprend les institutions financières, les marchés financiers et les systèmes de compensation et de règlement, joue un rôle important au sein de l'économie d'une nation. Un système solide et efficient peut contribuer grandement à la croissance économique. Toutefois, comme l'a montré l'expérience vécue par de nombreux pays ces dernières années, les lacunes que présente un système ne reposant pas sur des bases solides peuvent amplifier considérablement les difficultés provenant d'autres secteurs de l'économie, voire entraîner elles-mêmes certains problèmes

La crise financière constitue l'un des traits marquants de l'économie contemporaine. Mais les phénomènes d'instabilité et de crise financières ne sont pas nouveaux. Dans sa passionnante *Histoire mondiale de la spéculation financière de 1700 à nos jours*², Charles Kindleberger montre que les crises financières sont un éternel recommencement depuis que la finance a commencé à s'organiser dans le monde autour de pays tels que la Hollande, la Grande-Bretagne, l'Allemagne et la France. La forme concrète de l'instabilité financière se transforme au cours de l'évolution du capitalisme ; aux XVIIe et XVIIIe siècles, celle-ci s'identifie à la crise de la dette des souverains, à la spéculation sur le commerce des bulbes de tulipes à Amsterdam puis sur les actions de la Compagnie des Indes. Au XIXe siècle, l'instabilité s'étend aux Bourses de valeurs et prend également la forme de faillites bancaires retentissantes (crise de la Baring anglaise en 1890).

Le XXe siècle connaît les trois formes principales de crises financières : les krachs boursiers, les crises de change et les crises bancaires. Les krachs boursiers correspondent à l'éclatement d'une « bulle spéculative ». Ils se caractérisent par un effondrement brutal des cours à la suite d'un mouvement de défiance qui amène la plupart des opérateurs à vendre leurs titres. Les krachs boursiers les plus connus sont ceux de 1929 et de 1987 qui éclatent sur la place financière de New York et se propagent sur les

² C. KINDLEBERGER, « Manias, panics and crashes : an history of financial crises », Basic Books, Harper Collins Publishers Inc., 1989, trad. franç. *Histoire mondiale de la spéculation financière de 1700 à nos jours*, éditions P.A.U., 1994

autres places financières. Les crises de change se traduisent par une baisse brutale du cours des monnaies à la suite d'attaques spéculatives.

La notion de *Système Financier International (SFI)* suppose l'existence d'opérations financières internationales entre agents économiques résidents et non-résidents.

Schéma N°01 : Le système Financière Internationale



le concept de stabilité financière qui correspond, comme l'a mentionné *J P Patat* (2000), à la situation dans laquelle le fonctionnement des différentes composantes du système financier et surtout leurs relations réciproques s'effectuent de manière saine et sans à-coups brutaux³, celui de l'instabilité financière, par opposition, renvoie à une situation dans laquelle les banques et les autres intermédiaires financiers évoluent dans un contexte de turbulences et de fragilités de type conjoncturelles ou/et structurelles. Cette instabilité débouche, le plus souvent, sur des situations de crises bancaires⁴, elles-mêmes à l'origine du déclenchement des crises financières (des crises de change et des crises de marchés boursiers). Dès lors, la question de la stabilité financière a fait l'unanimité en tant

³ J P PATAT (2000), « La stabilité financière, une nouvelle urgence pour les banques centrales » Bulletin de Banque de France. N 84, pp 49-61.

⁴ Contrairement aux crises de première et de deuxième génération, Les crises financières des années 1990 et 2000 ont montré que les banques, en raison de leur sensibilité aux fluctuations et de leurs fragilités, sont les premières victimes des turbulences financières. Voir KAMINSKY et REINHART (1996).

que bien public mondial et la coopération internationale s'avère une nécessité pour la mise en place d'un système financier stable⁵.

1. Les Formes et explications de l'instabilité financière:

Les économistes ont cherché depuis longtemps à expliquer les raisons qui sous-tendent les phénomènes d'instabilité et de crises financières. Deux courants de pensée s'opposent à ce sujet : il y a, d'un côté, les théoriciens qui ont une vision optimiste du fonctionnement de la sphère financière et qui considèrent que, dans les circonstances habituelles, les marchés fonctionnent bien et tendent à converger spontanément vers l'équilibre. Pour eux, l'instabilité et les crises financières correspondent à des épisodes exceptionnels et sont généralement causées par des facteurs exogènes, c'est-à-dire extérieurs à la sphère financière, tels que des politiques publiques inadaptées. Le second courant de pensée considère, au contraire, que l'instabilité et les crises financières sont endogènes, c'est-à-dire inhérentes au fonctionnement même de la finance et de l'économie de marché. Selon cette conception, les comportements des agents économiques et les imperfections des marchés sont à l'origine des dysfonctionnements récurrents de la finance.

1. 1. Marchés efficients et bulles spéculatives rationnelles :

Les crises financières sont assimilées à des dysfonctionnements des marchés entraînant une déviation par rapport au modèle de référence de l'efficience. L'hypothèse d'efficience correspond à une conception du marché selon laquelle les prix incorporent à chaque instant toutes les informations disponibles. Postuler l'efficience, c'est admettre que les marchés sont organisés de telle sorte que tous les opérateurs bénéficient, sans coût et instantanément, de la même information. Le prix de marché ne peut se modifier que par l'arrivée d'une nouvelle information. Par ailleurs, on suppose que les opérateurs font des «anticipations rationnelles» au sens où ceux-ci savent interpréter correctement

⁵ Evoquant le concept de stabilité financière, F MISHKIN (2007), souligne qu' «Un système bancaire et financier est stable s'il est capable d'absorber les chocs sans apparition de processus cumulatif de nature à entraver l'allocation des fonds aux projets d'investissements. »

l'information grâce à l'analyse économique. Cette rationalité garantit que les opérateurs ne commettent pas d'erreur de prévision systématique.

L'efficience des marchés n'empêche pas l'instabilité des prix. Des « bulles spéculatives rationnelles » sont possibles (Blanchard et Watson, 1984)⁶.

Ces bulles correspondent à l'écart durable et croissant entre le prix du marché et la valeur fondamentale d'un actif, celle qui, par exemple, définit le prix d'une action comme la valeur actualisée des dividendes futurs anticipés. Une bulle spéculative naît et disparaît d'une manière imprévisible car son évolution ne dépend d'aucun facteur lié aux déterminants fondamentaux des prix. Les bulles sont expliquées par le caractère « autoréalisateur » des anticipations : les spéculateurs achètent des titres dont ils anticipent la hausse, ce qui fait monter les cours des titres en question. Ces bulles sont « rationnelles » dans la mesure où l'évolution des prix valide les anticipations. Cette interprétation des bulles financières comporte d'importantes limites. Elle ne permet pas, comme d'ailleurs la plupart des théories, d'expliquer les mécanismes qui sont à l'origine de l'éclosion puis de l'éclatement des bulles. Par ailleurs, si les agents étaient vraiment rationnels, ils raisonneraient sur un horizon suffisamment long pour intégrer le fait que les bulles finissent toujours par éclater, ce qui devrait réduire leurs ardeurs spéculatives.

1.2 Crises et imperfections des marchés financiers :

Certains théoriciens, rompant avec cette conception idyllique de la finance, ont mis l'accent sur l'existence d'imperfections des marchés financiers portant atteinte à leur efficience. L'instabilité et les crises financières s'identifient alors à l'absence d'efficience: le prix des actifs ne représente plus une image synthétique des valeurs fondamentales de l'économie et des entreprises, et l'achat d'un actif devient risqué. Selon les approches récentes, les imperfections des marchés concernent la qualité de l'information et prennent la forme d'« asymétries d'information » entre prêteurs et emprunteurs. Les crises financières sont analysées comme des perturbations non linéaires des marchés financiers. Dans ce contexte, les asymétries d'information s'intensifient fortement de sorte que les

⁶ O. BLANCHARD & M. WATSON, « Bulles, anticipations rationnelles et marchés financiers », in Annales de l'I.N.S.E.E., no 54, 1984

marchés financiers sont dans l'incapacité d'évaluer correctement les actifs financiers et d'allouer efficacement les fonds vers les agents économiques qui ont l'opportunité de réaliser les investissements les plus productifs (Mishkin, 1997)⁷.

On distingue deux types d'asymétries d'information : la « sélection adverse » (adverse selection) correspond à la situation où un projet de mauvaise qualité, donc contraire (adverse) à celui recherché, est choisi par le prêteur (selection), car celui-ci ne connaît pas toutes les caractéristiques du projet de l'emprunteur. Avec l'« aléa moral », le prêteur s'expose au risque (aléa) que l'emprunteur ne remplisse pas toutes ses obligations (moral), une fois le contrat conclu.

Les asymétries d'information s'aggravent en période de crise par le jeu de quatre mécanismes:

I. Une hausse des taux d'intérêt, provoquée par exemple par les autorités monétaires, augmente la proportion des emprunteurs présentant de mauvais risques de crédit, parce que ceux-ci sont endettés à taux variables ou parce que la valeur des garanties financières (collatéraux) qu'ils ont apportées a diminué avec la hausse des taux d'intérêt. Les prêteurs font alors face à un risque accru de sélection adverse et sont incités à rationner leurs prêts, ce qui peut engendrer une crise de liquidité sur les marchés et ralentir l'activité économique.

II. La montée de l'incertitude sur les marchés financiers, due par exemple à des faillites bancaires, augmente la difficulté des prêteurs à distinguer les bons risques des mauvais, ce qui aggrave les risques de sélection adverse. La difficulté des prêteurs à traiter l'information les rend peu enclins à développer leurs financements, ce qui favorise une baisse des crédits accordés, et provoque une chute de l'investissement et de l'activité.

III. En période de difficultés, liées par exemple à une récession, les entreprises voient leur structure financière se détériorer et leur valeur nette diminuer, ce qui aggrave les problèmes d'asymétrie d'information de deux manières : premièrement, la baisse de la valeur de l'entreprise dégrade la qualité des nantissements et diminue la protection des prêteurs contre les risques de sélection adverse, ce qui les amène à réduire leurs

⁷ F. MISHKIN, « Understanding financial crises », in Annual World Bank Conference on Development Economics, 1997

financements ; en second lieu, la baisse de la valeur de l'entreprise accroît l'incitation de celle-ci à effectuer des investissements risqués (aléa moral), puisque l'entreprise et ses actionnaires ont moins à perdre si leurs investissements tournent mal.

IV. L'asymétrie d'information constitue la cause des paniques bancaires, les déposants se ruant, pour en retirer leur argent, sur les banques solvables, comme sur celles qui ne le sont pas pour la raison qu'ils ne peuvent pas faire la distinction entre ces deux types de banques.

Les paniques bancaires sont plus à même de se produire lorsque les bilans des banques sont affaiblis, augmentant la probabilité de défaillances bancaires. Cette vulnérabilité des banques peut être imputée au fait que les autorités chargées de surveiller les banques ont mal fonctionné et n'ont pu détecter les risques de défaillance ; les banques peuvent également être victimes de chocs (crise économique ou politique) entraînant une dégradation rapide de leur bilan.

1.3 L'instabilité et les crises financières au cœur du capitalisme :

Une approche plus radicale, qualifiée d'« hypothèse d'instabilité financière », a été proposée par *Hyman Minsky (1982)*⁸ pour qui les crises sont endogènes au fonctionnement de l'économie capitaliste. *Minsky* raisonne dans le cadre d'une économie où, contrairement aux hypothèses des théoriciens de l'efficacité, les comportements financiers des agents sont « naturellement » déstabilisants. *Minsky* relie la fragilité financière des économies capitalistes au cycle des affaires et associe les crises financières au point de retournement de celui-ci.

Pendant la phase ascendante du cycle, les entreprises sont « euphoriques »: les opportunités de profit vont stimuler leur recours à l'endettement pour soutenir leurs projets d'investissement. Durant le boom de l'investissement, l'économie se déplace d'une structure financière robuste vers une structure financière fragilisée par le surendettement et la spéculation. *Minsky* classe les entreprises en trois groupes selon leur comportement financier :

⁸ H. MINSKY, « The FIH : Capitalist processes and the behaviour of the economy », in Kindleberger and Laffargue, *Financial crises : Theory, History and Policy*, Cambridge University Press, 1982

(a) les entreprises qui sont couvertes et ne prennent pas de risque financier ;

(b) les entreprises qui spéculent en se mettant dans une situation où les recettes ne couvrent qu'une partie de leurs charges financières ;

(c) les entreprises « Ponzi », du nom d'un célèbre spéculateur du début du XXe siècle, qui font de la « cavalerie » en se refinançant de manière continue pour rembourser leur dette et payer leurs intérêts.

La forte demande de crédit entraîne une hausse des taux d'intérêt, amplifiée par les autorités monétaires qui tentent de lutter contre une création excessive de liquidités. Cette hausse du taux d'intérêt constitue le déclenchement endogène de la crise. En effet, les entreprises surendettées (catégories b et c) sont mises en difficulté : leurs actifs liquides deviennent insuffisants pour payer les intérêts et rembourser les dettes. Il s'ensuit des ventes de détresse, un effondrement des prix des biens et des actifs financiers, ainsi qu'un arrêt des investissements. On assiste alors à une crise financière qui précipite le retournement du cycle économique. Le boom fait place à la dépression. Ce lien entre retournement du cycle économique et crise financière, qui n'est pas toujours observé, semble cependant être vérifié lors du dégonflement de la bulle financière à partir de 1999.

1. 4. Globalisation et instabilité financières

Une seconde conception de l'endogénéité de l'instabilité financière fait appel au «déterminisme évolutionniste ». Selon cette approche, les périodes d'instabilité financière correspondent aux changements d'état du système financier. Le système financier est comparable au système industriel dans la mesure où son évolution dépend des innovations mises en œuvre et du mode d'organisation que celles-ci suscitent. Tout comme le système industriel, le système financier est actuellement soumis à la logique de la nouveauté induite par les technologies de l'information. Selon Joseph Schumpeter (1969)⁹, initiateur du courant évolutionniste, l'innovation est au centre de la dynamique économique. Celle-ci engendre un processus de « destruction créatrice » qui est déstabilisant

⁹ J. SCHUMPETER, Capitalisme, socialisme et démocratie, Payot, 1969

car il remet en cause l'organisation de la production en détruisant les formes anciennes tout en en créant de nouvelles.

Cette approche peut être étendue à l'évolution récente du système financier. Celle-ci a pris la forme du processus de « globalisation financière », c'est-à-dire l'émergence d'un marché planétaire des capitaux, susceptible d'offrir à l'ensemble des acteurs de l'économie mondiale une gamme complète d'instruments financiers. Les deux moteurs de cette globalisation sont les innovations et la libéralisation financières qui ont engendré simultanément un accroissement de l'efficacité et de l'instabilité du système financier international. Le développement des produits dérivés (contrats à terme, options et swaps) constitue sans doute la principale innovation financière de la période récente. Ceux-ci sont un instrument efficace de gestion des risques de taux d'intérêt et de change, liés à l'instabilité de ces variables ; mais simultanément, ces nouveaux instruments financiers sont un facteur d'instabilité car ils sont devenus l'une des armes favorites des spéculateurs. La spéculation est en effet rendue beaucoup plus aisée sur les marchés de produits dérivés, en raison de leurs effets de levier (très faible mise initiale par rapport à l'engagement), qui augmentent fortement le potentiel de prise de risque.

Le processus de globalisation financière est fondé sur la règle des trois "D" : *désintermédiation, déréglementation, décloisonnement* :

- *La désintermédiation* est définie par la finance directe dans laquelle les entreprises émettent des titres sur le marché financier afin de pouvoir se financer. Désormais, elles n'ont plus besoin de passer par des intermédiaires financiers. Une entreprise préférera donc se financer par une émission d'obligations ou d'action plutôt que de s'endetter auprès d'une banque. On passe donc d'une économie d'endettement à une économie de marché, c'est-à-dire, d'une finance indirecte, où les banques assuraient les besoins de financement des agents, à une finance directe.
- *La déréglementation* est liée à toute absence de règles, telles que la suppression du contrôle des changes ou bien la libéralisation des taux créditeurs et débiteurs. Les autorités monétaires des principaux pays développés ont aboli les

réglementations de manière à faciliter la circulation internationale du capital. La diminution des barrières réglementaires donc induit une baisse des coûts de transaction ayant pour effet une croissance des transactions financières internationales.

- *Le décloisonnement* des marchés correspond à l'abolition des frontières entre des marchés jusqu'ici séparés. Il est marqué par l'ouverture du marché monétaire permettant alors une circulation plus facile des flux financiers entre les pays.

2. Les principales formes de l'instabilité financière :

Les monétaristes ont une vision optimiste des crises financières. En effet, les paniques bancaires peuvent être aisément évitées par l'intervention de la banque centrale en tant que « prêteur en dernier ressort » (cf. infra, La gestion des crises financières) pour financer les banques illiquides et solvables afin d'éviter les mouvements de panique bancaire. La banque centrale est ainsi appelée à jouer un rôle d'« assureur » : sachant que leur banque recevra, en cas de besoin, des liquidités pour financer leurs demandes éventuelles de retraits, les déposants gardent confiance dans le fonctionnement du système de paiement. Selon cette analyse, c'est l'absence d'intervention de la Réserve fédérale comme prêteur en dernier ressort qui serait à l'origine de la crise financière des années 1930. On sait, en effet, que la banque centrale américaine a mené alors une politique opposée, consistant à restreindre la liquidité bancaire au moment du déclenchement de la crise, ce qui a contribué à amplifier celle-ci. D'autres économistes, défendant des analyses différentes (Fisher, 1933 ; Minsky, 1982)¹⁰, ont également mis l'accent sur le rôle central du prêteur en dernier ressort dans la gestion des crises.

2. 1. Libéralisation financière et crises bancaires :

On a assisté à une recrudescence des crises bancaires depuis les débuts du processus de globalisation financière au cours des années 1970. Les deux tiers des pays membres du Fonds monétaire international (F.M.I.) ont été frappés par des crises

¹⁰ H. MINSKY, « The FIH : Capitalist processes and the behaviour of the economy », in Kindleberger and Laffargue, Financial crises : Theory, History and Policy, Cambridge University Press, 1982

bancaires graves (généralement accompagnées de faillites) qui ont entraîné des pertes cumulées supérieures à 250 milliards de dollars (Honohan, 1997)¹¹.

Des travaux récents du F.M.I. ont établi deux résultats importants. En premier lieu, il a été montré que la majorité de ces crises bancaires ont été précédées par des politiques de libéralisation financière (Kaminski et Reinhart 1996)¹², prenant principalement les formes d'une suppression du contrôle des changes, de la libéralisation des taux d'intérêt et de privatisations. La cause des crises n'est pas la libéralisation financière en soi, mais le fait que celle-ci ne soit pas accompagnée de réformes institutionnelles suffisantes. En second lieu, ces mêmes auteurs ont montré l'existence d'un lien fréquent, en particulier dans les pays émergents, entre les crises bancaires, d'une part, et les crises financières et de change, d'autre part. C'est la thèse des « crises jumelles ». Le schéma explicatif est le suivant. La libéralisation financière stimule les entrées de capitaux dans les pays émergents, ce qui a deux séries de conséquences :

(a) un accroissement rapide des crédits bancaires et de la masse monétaire favorisant l'inflation et la constitution de bulles spéculatives ;

(b) une surévaluation de la monnaie qui freine les exportations et ralentit la croissance, amenant une montée du chômage.

2. 2. L'instabilité fondamentale des marchés financiers et les krachs boursiers

John Maynard Keynes (1936)¹³ est sans doute l'économiste qui a donné l'analyse la plus éclairante de l'instabilité financière. Pour Keynes, le futur relève de l'incertitude dans nos économies. La raison principale de cette incertitude réside dans la difficulté d'effectuer des prévisions dans une situation de changement permanent dû aux fluctuations de la demande effective (demande anticipée par les entrepreneurs) et des prix d'actifs. Face au futur, dans une économie monétaire, les entrepreneurs ont le choix entre deux attitudes : « entreprendre », ce qui consiste à rechercher des profits en fonction des

¹¹ P. HONOHAN, « Banking system failures in developing and transition countries : diagnosis and prediction », in Technical Report 39, BIS, 1997

¹² G. KAMINSKI & REINHART, « The twin crises : the causes of banking and balance of payments problems », in IMF Discussion Papers, no 544, 1996

¹³ J. M. KEYNES, Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie, 1936, Payot, Paris, 1969

rendements escomptés de l'investissement ; ou « spéculer », c'est-à-dire rechercher des plus-values en faisant des prévisions sur la « psychologie du marché ». Plus l'incertitude est grande, plus la logique spéculative l'emporte, poussant les entrepreneurs à privilégier les résultats financiers à court terme au détriment de la croissance de longue période. La prédominance de la spéculation conduit à un changement d'état faisant surgir l'instabilité. Selon Keynes, « le risque d'une prédominance de la spéculation tend à grandir à mesure que l'organisation des marchés financiers progresse » (Théorie générale, chap. XII). En d'autres termes, le développement des marchés financiers a des effets ambivalents : d'un côté, il facilite le financement de l'investissement mais, d'un autre côté, il favorise la spéculation et crée les conditions de l'instabilité financière.

Dans ce cadre d'analyse, la détermination du prix des actifs est plus complexe que ne le laisse supposer la théorie financière moderne. Cela provient de ce que les comportements sur les marchés obéissent à des formes de rationalité très différentes de celles que postule la vision standard. Pour les théoriciens de l'efficience, les opérateurs obéissent à une rationalité « substantielle », c'est-à-dire que ceux-ci utilisent un modèle idéal (et unique) pour optimiser leur information en se fondant sur les grandes lois économiques, supposées universelles, qui correspondent aux « fondamentaux ». Pour les économistes keynésiens, les intervenants de marché obéissent plutôt à une rationalité « procédurale » ou « conventionnelle », c'est-à-dire qu'ils suivent un ensemble de procédures collectives et interactives définissant l'opinion moyenne du marché, ce qui est un moyen de faire face à l'incertitude. André Orléan (1999)¹⁴ qualifie cette convention financière de « polarisation mimétique ».

Ce type de comportement est illustré par les investisseurs institutionnels (fonds de pension, fonds mutuels, compagnies d'assurance), principaux intervenants sur les marchés financiers (Plihon, 1999). Les gérants de fonds sont généralement évalués en fonction de normes standards, de références de marché ; ils cherchent donc à éviter des positions de nature à générer des écarts importants par rapport à ces références. Les gérants sont ainsi enclins à suivre étroitement la stratégie de leurs pairs, ce qui engendre des comportements mimétiques. Enregistrer les mêmes mauvais résultats que le

¹⁴ A. ORLÉAN, *Le Pouvoir de la finance*, Odile Jacob, Paris, 1999

reste de la profession portera moins préjudice que se hasarder à des stratégies personnelles pouvant se révéler décevantes.

Une autre source de conformisme, qui est à l'origine des processus cumulatifs d'emballlement des marchés, est liée aux méthodes d'allocation d'actifs utilisées par les gérants. Ces derniers choisissent, en effet, leurs placements en fonction de stratégies précises, appelées profils de fonds. Or, d'une part, les critères retenus pour définir ces profils sont identiques d'un fonds à l'autre et, d'autre part, les épargnants ont tendance à saluer les bons résultats par des apports de fonds (et les mauvais résultats par des retraits), ce qui favorise une dynamique cumulative sur les prix des actifs concernés. Ce phénomène est encore plus marqué dans le cas fréquent, qualifié de « gestion passive », où les gestionnaires ont pour objectif unique de reproduire un indice boursier de référence, tel que le CAC 40, l'Eurotop 100, ou l'indice MSI (Morgan Stanley Index) qui donne une forte pondération aux marchés émergents. Il en résulte une concentration des opérations sur un nombre limité de titres ou de marchés entrant dans la composition de ces indices, ce qui renforce la dimension grégaire des investisseurs et contribue aux crues et aux décrues cumulatives sur les marchés.

3. Le processus de la libéralisation financière:

Selon Trichet (2000) les transformations qui ont affecté la finance contemporaine, sous l'action combinée de la marchandisation et la globalisation financière, se sont essentiellement reposées sur le phénomène de la libéralisation financière et les innovations technologiques et financières¹⁸.

Ainsi, l'autre phénomène à l'origine des mutations qu'a connu l'environnement financier et bancaire est celui de la libéralisation financière¹⁹. La libéralisation financière se traduit par la diffusion des fondements de l'économie libérale dans la gestion des affaires monétaires, bancaires et financières de l'économie. Celle-ci constitue la voix fondamentale pour tout développement financier. Elle permet selon ses auteurs, d'améliorer l'efficacité des systèmes financier et bancaire et de renforcer le rythme de la croissance de l'économie. Elle se manifeste par trois formes ²⁰ : la dérégulation des taux d'intérêt, la mise en concurrence des différents canaux de financement et l'ouverture extérieure du système financier.

Sur le plan théorique, l'adoption d'une politique de libéralisation financière a toujours été considérée comme étant un facteur essentiel de croissance économique et du développement des systèmes financiers. Elle est préconisée comme étant une solution pour le décollage des économies encore sous-développées. Ses fondements remontent aux premiers travaux de McKinnon et E Shaw (1973). Ces derniers, partant de l'anti-thèse du terme « répression financière »²¹démontrent que, sur une analyse de la situation financière d'un nombre important de pays en développement (PED), sont nombreux ceux qui souffrent d'un manque important de ressources financières, d'une affectation non optimale des ressources et d'un rationnement de crédit. Cette situation s'explique par le fait que les banques sont indispensables dans le financement de leur économie, celle-ci sont considérées comme étant un secteur stratégique. Situation pour laquelle les gouvernements jugent qu'il est nécessaire de les contrôler²².

D'après l'énoncé de la théorie de la libéralisation financière, il y a insuffisance de croissance économique parce que l'épargne financière mobilisée par le système financier se révèle insuffisante. Ce qui est à l'origine de la réduction du volume du capital productif. L'épargne est alors considérée comme étant un préalable à l'investissement. C'est cette épargne qui est à l'origine du financement des investissements productifs, ces derniers étant à l'origine de la croissance économique. Ainsi, le crédit alloué serait alors affecté en fonction de la productivité attendue des projets ce qui accroît l'efficacité de l'investissement.

Selon les partisans de cette approche, la libéralisation financière suppose permettre un accroissement du niveau et de la qualité de l'investissement par le biais de l'amélioration du rendement de l'épargne et la réduction des contraintes des crédits. La libéralisation financière est à l'origine de l'augmentation du niveau de l'épargne à travers la diversification de ses instruments et en augmentant son rendement anticipé par le biais des taux d'intérêts réels plus élevés. Les taux d'intérêts débiteurs positifs en terme réel permettent aux systèmes financiers de canaliser plus de ressources financières ²³. La rémunération compétitive des dépôts bancaires réduit l'incitation à la consommation immédiate et mobilise l'épargne qui échappe au secteur financier.

Mc Kinnon et Shaw (1973) considèrent la libéralisation financière comme étant une stratégie qui permet d'améliorer l'efficacité du système financier et indirectement de favoriser la croissance économique²⁴. Pour ce faire, les disciples de cette approche suggèrent une rupture totale avec le régime interventionniste de l'Etat et soutiennent le régime de la libéralisation à travers :

- *L'augmentation des taux d'intérêt nominaux, jusqu'à ce que les taux réels soient positifs ;*
- *La suppression de l'allocation directe du crédit ;*
- *La poursuite d'une politique de stabilisation des prix.*

Pour tester le degré de l'efficacité de la nouvelle politique de libéralisation financière de Mc Kinnon et Shaw, de nombreux travaux tant théoriques qu'empiriques ont été réalisés. L'objectif principal est de s'interroger sur la question de savoir si la libéralisation financière joue réellement un rôle actif dans le financement du développement économique [Kapur (1976), Galbis (1977), Mathieson (1979), Bencivenga et Smith (1991), Robini et Sala-i-martin (1992)...].

Sur le plan pratique, un nombre important des PED, à l'instar de la plus part des pays développés, semblent être séduits par cette approche vers la fin des années 1970. Se sont les pays de l'Amérique latine qui se sont d'abord inscrits dans cette thèse (Argentine, Brésil, Chili, Mexique, Uruguay), à la fin des années 70, et puis les pays du sud-est asiatique ensuite (Corée du sud, Indonésie, Taïwan, Thaïlande), à partir du début des années 80. Elle est également la politique par excellence adoptée par les organismes financiers internationaux (FMI et Banque mondiale) en tant qu'élément central dans la politique d'ajustement structurel dès la fin des années 70, pour enfin, se généraliser sur l'ensemble des PED, notamment les pays du Maghreb et du Machrek (Tunisie, Liban, Maroc, Egypte, Algérie) dans le cadre des politiques de développement de leurs systèmes financiers à partir de la fin des années 80.

Cependant, entre la théorie et la pratique, force est de constater que la libéralisation financière qui commença à donner ses effets aux débuts des années de sa mise en œuvre²⁵, parviennent à des résultats positifs sur le long terme²⁶. Elle s'est vite transformée en un malheur pour certains pays. Censée être à l'origine de l'amélioration de l'allocation des ressources dans l'économie, et par là, de la croissance et du bien être [Aglietta (2001)], les politiques de libéralisation financière sont, malheureusement, pour la quasi-totalité des économistes, à l'origine des crises bancaire et financière qui ont secoué la majorité des pays qui les ont adoptées.

4. Les mutations de l'activité financière, une source d'instabilité financière

Les mutations de l'activité financière en général et celle de la banque en particulier nous conduit à un autre questionnement relatif à l'environnement microéconomique dans lequel s'exerce cette nouvelle activité. A quel degré les nouvelles formes d'intermédiation des banques peuvent être à l'origine de l'instabilité financière ? Autrement dit, il s'agit de compléter notre analyse réalisée jusqu'ici sur un plan macroéconomique global par une autre forme d'analyse de type microéconomique dans laquelle nous tenterons d'expliquer le rapport entre les nouvelles activités de la banque et les graves dysfonctionnements en termes de stabilité financière.

4.1. L'engagement abusif des banques à l'origine de la sous-évaluation des risques :

Nous avons présenté dans la première partie de ce papier l'ampleur et l'exigence de la transformation des activités bancaires en tant qu'une réponse directe à la financiarisation, de plus en plus croissante, des agents économiques non financiers. Celles-ci (banques) ont dû, pour satisfaire leur clientèle et faire face à leurs nouveaux concurrents (investisseurs institutionnels et les hudgs funds), découvrir de nouvelles sources de rentabilité ainsi que se lancer dans des opérations trop risquées, qui sont les produits sous-jacents des différentes mutations que nous avons développées plus haut.

1.1 Augmentation du crédit bancaire: facteur d'approfondissement financier mais d'instabilité financière

Traditionnellement, le crédit bancaire est considéré comme étant un facteur déterminant du processus d'approfondissement financier et par là, du processus de croissance et de développement économique. Parallèlement, le dynamisme du crédit bancaire peut être à l'origine de l'éclatement des booms de crédit qui peuvent entraîner une contraction de l'activité économique¹⁵. La majorité des crises bancaires qui ont touché les pays émergents au cours de ces dernières décennies livrent l'illustration la plus éclatante.

En étant dans une situation d'euphorie financière et de l'amélioration des fondamentaux économiques d'une part, et de l'importance de la liquidité des banques et de leur comportement en matière de financement des agents économiques non financiers de l'autre part, les critères de la distribution des prêts bancaires s'assouplissent lorsque la conjoncture est favorable et se durcissent en cas de retournement¹⁶. Ainsi, dans un premier temps et suite à une diminution propagée des primes de risques et des taux d'intérêt à long terme, les banques se sont engagées dans une logique d'allocation massive et sans conditions de crédits. Cet assouplissement en matière d'octroi de prêts bancaires suivi d'une hausse des prix des actifs conduit à la formation des bulles qui, le plus souvent se bondissent en crises.

Dans ce contexte, et à la lecture de l'évolution du ratio crédits intérieurs/PIB, la majorité des pays secoués par des crises bancaires ont enregistré des niveaux trop élevés (booms ou des bulles de crédits) durant les périodes qui précèdent le déclenchement des crises. Une partie importante des crédits alloués est destinée au financement des besoins de consommation courante des agents non financiers, ce qui s'est traduit par le développement du processus de surendettement des agents économiques.

Cependant, cette situation de surliquidité des banques s'est vite transformée, pour des raisons d'influence de certains facteurs d'ordre endogène et/ou exogène, en une « ruée

¹⁵ S SA (2006), « Flux de capitaux et dynamisme du crédit dans les pays émergents », Revue de Stabilité Financière, Banque de France, N 9, décembre 2006, pp 51-69

¹⁶ P ARTUS, J P BERTEZE, C DE BOISSIEU et G C BLANCARD (2007) « La crise des subprimes » Rapport réalisé en PAO au conseil d'analyse économique. La documentation française. Paris. P 28.

bancaire» suite à l'incapacité des banques à faire face aux demandes de retraits massifs des fonds déposés par leurs créanciers. Une détérioration de la situation financière d'une banque, parfois suffisamment grave, par effet de contamination peut être à la racine de l'éclatement d'une crise généralisée, touchant par là, les banques les plus solides et les plus solvables. Ainsi, en raison de l'absence d'une information suffisante et complète (asymétrie d'information) de la qualité financière de la banque ainsi que dans un contexte de l'absence de la sécurité des dépôts, les banques sont exposées au risque d'insolvabilité qui peut les rendre vulnérables mais aussi, les soumettre aux dangers d'une faillite, étant donné que les « runs » sur les dépôts (course aux dépôts) est la forme la plus redoutable des risques qui secoue la banque [Diamond et Dিবvig (1983)].

Compte tenu de ce qui précède, la faillite d'une banque peut mettre en péril les autres banques et établissements financiers¹⁷ et par là, celui de la stabilité du système financier dans son ensemble et ce, à travers ses effets de dominos et de contagion. Situation qui est, dans la plus part des cas, à l'origine de la dégradation de la sphère réelle de l'économie, de la détérioration des bilans bancaires, de la chute des cours boursiers et de la déstabilisation de l'activité économique dans son ensemble. La crise du système bancaire conduit automatiquement à une logique de rationnement du crédit et par là, à la diminution de l'offre de capitaux aux investisseurs et donc enfin, à une tendance haussière des taux d'intérêt.

1.2 Les innovations financières et prise de risques excessive des banques

Parallèlement aux politiques abusives d'octroi de crédits à l'économie et dans le but de faire face aux pressions concurrentielles qui s'exerçaient sur les marchés bancaires et financiers, les banques ont opté pour des politiques de prise de risques excessive qui sont produites directement des techniques d'innovations financières adoptées. Ces prises de risques excessives ont été nourries par des conjonctures internes et externes

¹⁷ Dans ce contexte, les conséquences des risques inhérents à l'environnement microéconomique de la banque sont d'une extrême importance pour l'intégrité du système bancaire. Ainsi, les conséquences du risque sur l'ensemble du système dépendent de la taille de l'établissement, et la faillite d'une petite banque peut être neutralisée et la banque peut disparaître sans effets. Par contre, la faillite d'une grande banque nécessite une prise en charge par les autorités en vue de limiter ses impacts négatifs sur les autres établissements. Dans ce cas, c'est la doctrine de too big to fail (trop gros pour faire faillite) qui prévaut.

favorables, dont l'amélioration des fondamentaux économiques, la création et le développement des nouveaux produits financiers, le lancement de nouvelles techniques de couverture et de répartition des risques.

Du point de vue théorique, le phénomène de l'alea moral¹⁸ joue un rôle décisif dans la prise de risque excessive. En étant libre d'exercer leurs activités, les banques s'engagent dans des opérations trop risquées mais qu'elles jugent très rentables. Or, dans un contexte caractérisé par une intervention des autorités monétaires par le biais des systèmes de garanties des dépôts et de sauvetage des banques en difficultés permet une sorte d'assurance et de subvention « cachées » qui incite les banques à aggraver davantage le risque encouru ainsi que leur levier financier puisqu'elles ne subiront aucune perte en cas de survenance de problèmes. Le « sauveteur », en cas de difficultés, se retire ensuite conduisant par là au déclenchement de la crise [Kraugman (1998), Corsetti, Pesenti et Roubini (1999)].

Du point de vue pratique, les innovations financières ont largement contribué au développement de la finance moderne. Elles ont le mérite de la grande souplesse des opérations financières et la baisse de leurs coûts de transaction. Elles sont également censées permettre une allocation des risques et une efficacité accrue des marchés. Or, leur complexité et la course à l'excès, semble être à l'origine de la défaillance d'un nombre important de banques et d'établissements financiers. La défaillance de ces dernières est due, selon un nombre important d'études sur la question, à la liberté excessive attribuée aux banques par les mouvements de libéralisation financière d'une part, et à l'absence de politiques et de méthodes efficaces en matière d'évaluation et de gestion des risques [L Miotti et D Plihon (2001)].

¹⁸ Le phénomène de l'alea moral ou encore du risque moral, renvoie au fait que les agents économiques procèdent à des prises de décisions trop risquées du moment que leurs pertes sont couvertes par le gouvernement en cas de leur survenance et ce, à travers des réglementations spécifiques. Ainsi, l'assurance des dépôts bancaires par exemple, peut créer un problème d'alea moral chez les banques, car ces dernières peuvent être incitées à l'accroissement de leurs engagements et par là, à l'accroissement des risques de leur actif.

SECTION 2 : L'origine et l'évolution des crises financières

De nos jours, on remarque une augmentation du nombre des crises financières après la libéralisation financière des années 80 surtout les crises bancaires, cela ne veut pas dire que c'est un phénomène récent. L'histoire du capitalisme regorge de crises qui s'accroissent dans certaines périodes. Ce qui est certain c'est que moins de règles pour structurer les marchés financiers et les banques ainsi que la libre circulation des flux de capitaux sont autant de facteurs qui peuvent faciliter le déclenchement des crises. L'élément nouveau dans les crises récentes c'est qu'il y a beaucoup plus de pays qui ont acquis un certain niveau de croissance et de développement ce qui n'était pas le cas avant, notamment les pays d'Amérique latine et d'Asie du sud-est qui ont des structures économiques et financières différentes de celles des pays développés, ce qui ne facilite pas l'analyse.

Ces marchés sont liés par des milliers d'opérations quotidiennes, cela favorise la contagion et amplifie les dégâts que peut provoquer une crise dans l'un de ces pays. Et plus ce pays occupe une place importante dans le système financier mondial, plus les problèmes seront graves.

1. Le concept de la crise :

Selon le dictionnaire d'économie et des sciences sociales, la crise financière est « L'altération de tout ou partie du système financier ». Elle peut aussi être définie comme une variation importante touchant totalement ou partiellement les variables financières d'une économie, que sont le volume et le cours des valeurs mobilières, l'encours des crédits et de dépôts bancaires, et la valeur de la monnaie. Généralement, en temps de crise, les marchés financiers s'effondrent, les titres se déprécient, et les faillites se multiplient. A noter que l'ampleur de ces effets dépend du type de marché, de la période et du pays concernés (Bordo et al., 2001).

La crise peut être définie comme un retournement de la conjoncture entraînant une rupture dans la capacité à satisfaire les besoins en ressources diverses (financières, humaines, matérielles et informationnelles) des agents économiques. Elle peut être financière quand son

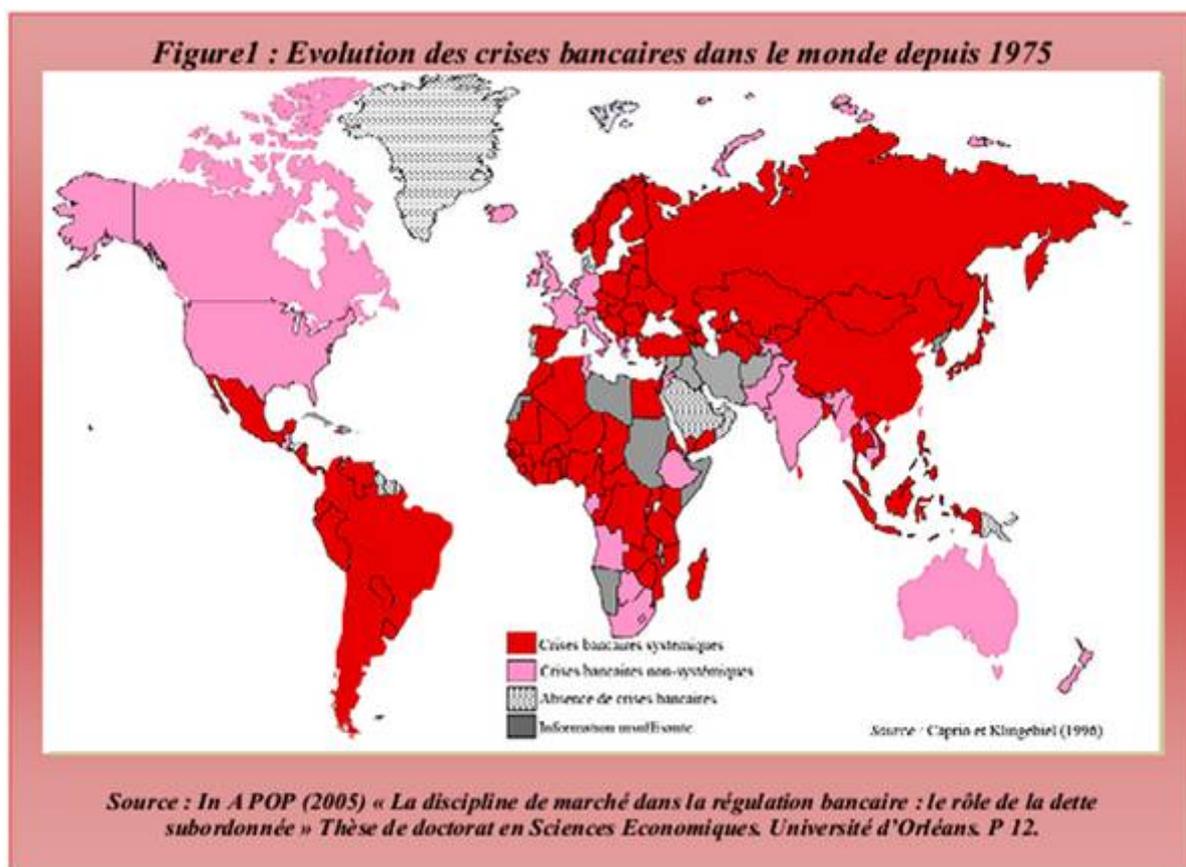
origine est le dysfonctionnement de l'ensemble des structures et institutions financières mondiales. Elle peut aussi avoir pour origine un manquement de l'Etat à ses engagements envers son peuple. Elle peut également se localiser à un seul secteur d'activité ou une filière, telle que l'industrie, l'informatique, la banque, etc. Enfin la crise peut se faire ressentir au centre des transactions et des échanges entre secteurs d'activité ou sur le plan mondial.

Le terme de la crise financière est appliqué à une large variété de situations dans lesquelles certaines institutions financières ou de biens perdent soudainement une grande partie de leur valeur. Au 19ème et au début du 20ème siècle, de nombreuses crises financières ont été associées à la panique bancaire, et de nombreuses récessions ont coïncidé avec ces paniques. D'autres situations qui sont souvent appelés crises financières sont des crashes boursiers et l'éclatement d'autres bulles financières, crises monétaires, et par défaut souverain.

Depuis l'effondrement du système de *Bretton Woods*, Le nombre, la fréquence et la taille des crises bancaires et financières qui ont secoué un nombre important de pays développés, en développement et en transition n'ont cessé d'augmenter¹⁹ (voir la figure 1). Cette prolifération des crises bancaires et financières à une grande échelle [notamment la propagation des crises au Mexique (1994), au Japon (1990), en Russie (1998), dans le sud-est asiatique (1997), en Argentine (2000 et 2001), au Brésil (1999), et surtout aux USA (2007)] vient pour remettre en cause les bienfaits de la finance contemporaine Par périodes de survenance, l'analyse économique fait référence à trois étapes fondamentales :

les crises survenues durant la période de l'entre deux guerres, crises déclenchées durant les trente glorieuses⁵⁶ et enfin, les crises déclenchées dans la période post-Bretton Woods.

¹⁹ Selon A BRUNET (2006), certaines crises concernent à la fois les sphères réelle et financière de l'économie. Elles sont qualifiées d' « économique-financières » en raison de leurs répercussions de grande ampleur sur la sphère réelle de l'économie. Voir, A BRUNET (2006) « les crises se répètent-elles ? In « les désordres de la finance. Crises boursières, corruption, mondialisation » ouvrage collectif sous la direction de D PLIHON. Ed OPU, Alger. P 25-34



Durant cette dernière période, et d'après P Honohan (1997), des crises bancaires graves qui ont entraîné des pertes cumulées dépassant les 250 milliards de dollars ont secoués deux tiers des pays membres du FMI. Alors que, pour Undren, Garcia et Saal (1996), des dysfonctionnements bancaires significatifs ont concerné trois quart des pays membres du FMI²⁰. Une partie importante de ces pays, notamment ceux dits en développement (l'Afrique continentale à l'exception de quelques pays (l'Afrique du sud, la Tunisie, etc.), l'Amérique latine, l'Europe centrale et orientale ainsi que l'Asie à l'exception des pays du Golf et de certains du sud-est, est touchée par des crises d'ordre systémique²¹. D'autres régions du monde, à l'instar de l'Amérique du nord, de l'Europe occidentale à l'exception de l'Espagne, de l'Australie, de la région de Sud-est asiatique et de certains pays de l'Afrique, sont émaillées des crises passagères (non-systémiques). Sont peu les pays qui n'ont pas vécu de crises durant les périodes

²⁰ Rapporté dans, Plihon et Miotti (2001), « Libéralisation financière, spéculation et crises bancaires » Économie internationale 2001/1, n° 85, p. 3-36.

²¹ Les crises systémiques, selon D PLIHON (2008), se déclenchent lorsque les interactions entre les agents individuels et les marchés conduisent à une situation d'insécurité et d'instabilité générales qui affecte l'ensemble du système financier et se propage à l'économie toute entière

récentes (les quelques pays de la région du Golf arabe). Dans ce sens, et d'après une étude réalisée par la Banque mondiale en 2003, il a été enregistré, depuis la fin des années soixante-dix, un nombre de 117 crises bancaires d'ordre systémique et 51 crises d'ordre non-système qui ont touché respectivement 93 et 43 pays [Caprio et Klingebiel (2003)].

Une crise financière est une crise touchant les marchés boursiers, les marchés des crédits et tout autre marché relevant de la finance. Elle peut concerner quelques pays ou initié dans un pays pour s'étendre par contagion et devenir mondiale. Ainsi une crise financière peut correspondre à un ralentissement de la croissance économique du aux problèmes financier.

2 .Typologies des crises financières :

Les crises financières sont très diverses selon qu'elle touche les marchés financiers ou les institutions financières. Cette dernière section de présentation empirique ne traite pas de toutes les crises financières. Elle fournit une analyse typologique succincte des crises financières, en l'occurrence: les crises de change, les crises bancaires et les crises jumelles.

2.1 Définition des crises bancaires :

Une crise bancaire est définie comme une situation dans laquelle: « La totalité ou la majorité du capital bancaire est érodée ». C'est à dire que les banques font fasse à différentes pertes, accumulation de crédits non performants et de créances douteuses, ainsi que des pertes en capital qui réduisent leurs différents ratios prudentiels, et révèlent un phénomène ne d'illusion financière. Les banques rencontrent des problèmes bancaires graves, qui entraînent un large mouvement de nationalisation des banques, une vague de faillites et de paniques bancaires ou de me sures d'urgence, telles que les retraits brusques de capitaux, les fermetures prolongées des banques, les fusions, la prise en charge étatique à grande échelle ou les garantis publics généralisés sur les dépôts. Deux sortes de crises ont été distinguées par G.Caprio et D.Klingebiel (1996), les crises systémiques et les crises non systémiques. Pour les crises systémiques, ces problèmes marquent le début d'une cascade d'évènements similaires pour le reste des institutions financières, ce qui implique que la vague de crises affecte une grande

partie du secteur bancaire ou certaines banques qui détiennent la majeure part des actifs du système bancaire. Pour les crises non systémiques, ces problèmes ne concernent que quelques banques de taille petite ou moyenne.

les études de *G.Caprio et D.Klingebiel* (1996, 1999 et 2003) rassemblent des évaluations d'un grand nombre de professionnels en finance, des interviews et des sources publiées par des experts en banque sur leur perception de la crise, un certain degré de jugement personnel ayant été intégré afin de combler le manque d'information et d'analyser le plus grand nombre possible de pays. Les données collectées par G. Caprio et D.Klingebiel (2003) spécifient les dates de début et de fin des crises et leur fréquence annuelle et les crises qui ont émergé récemment. Elles distinguent le type de crises selon leur degré de sévérité : les crises bancaires non systémiques et systémiques. Par comparaison aux données d'autres études (C.J.Lindgren, G. Garcia et M.I.Saal, 1996, G.Kaminsky et C.Reinhart, 1996, A.Demirguç Kunt et E.Detrégiache, 1998), cette méthodologie a l'avantage de couvrir la période la plus vaste de crises. Contrairement aux travaux qui s'intéressent aux déterminants ou aux conséquences des crises, l'objectif de leur recherche aura été de fournir une liste exhaustive des crises dans une visée compréhensive, c'est-à-dire tentant de comprendre comment les acteurs ont perçu la crise.

2.2 Les crises boursières:

2.2.1 Définitions :

Les termes de crise boursière ou de krach renvoient à deux acceptions différentes mais non-exclusives l'une de l'autre. La première correspond à l'éclatement d'une bulle spéculative, elle-même définie comme un écart important et persistant du prix d'un titre ou d'un indice par rapport à sa valeur fondamentale. La crise se caractérise par une phase d'ajustement et de retour au prix d'équilibre fondamental. La seconde acception fait référence à la dynamique des prix suivie par des cours boursiers. La crise se définit comme une évolution rapide et/ou de grande ampleur des cours à la baisse.

Une crise boursière s'appréhende selon quatre dimensions : son étendue (titre, indices sectoriels, indices généraux) ; son amplitude (la variation maximale de l'indice) ; sa durée (la

durée de la chute des cours) et sa durée de recouvrement (le temps que prend l'indice pour retrouver le niveau maximal atteint avant le krach).

Si la première acception renvoie à un concept précis et non-équivoque, elle rencontre néanmoins des difficultés opérationnelles. D'une part, la détermination pratique de la valeur fondamentale reste problématique. Les bulles spéculatives observées peuvent être confondues avec des mouvements non-observables des fondamentaux (Hamilton et Whiteman, 1985).

Ainsi, sans une complète information concernant les fondamentaux, l'existence d'une bulle ne peut pas être vérifiée. D'autre part, les tests économétriques de bulle spéculative ne permettent pas d'identifier précisément une crise boursière temporellement. Les tests ne permettent de conclure qu'à la présence de bulles particulières (bulles rationnelles explosives, bulles intrinsèques, bulles à éclatements périodiques) sur une période donnée (Blanchard et Watson, 1982 ; Froot et Obstfeld, 1991 ; Evans, 1991 ; Bohl et Siklos, 2004).

2.3 Les crises de change :

2.3.1 Définitions :

Osakewe et Schembrie (1990) ont affirmé que les crises de change sont principalement attribuables à un taux de change nominal fixe conjugué à des déséquilibres macroéconomiques, tels que des déficits des transactions courantes ou des déficits budgétaires perçues par les marchés comme insoutenable au taux de change réel en vigueur.

2.3.2 Historique des crises de change sur les marchés émergents :

Parmi les crises de change qui ont touché les marchés émergents, on peut citer :

- La crise de change mexicaine de 1994<1995
- La crise de change asiatique en Thaïlande de 1997
- La crise de change au Brésil (1998<1999)
 - La crise de change en Turquie (2001)
 - La crise de change en Argentine (2001)

Les crises de change les plus notables des années 1990 sur les marchés émergents sont les crises de change en Amérique Latine (1994<1995) et les crises de change en Asie de l'Est (1997)

2.4 Les crises jumelles :

Avant le début des années quatre-vingt les crises bancaires étaient pratiquement inexistantes. Avec la libéralisation financière les crises jumelles – crises bancaires et crises de changes associées – sont devenues plus fréquentes. Elles sont aussi beaucoup plus sévères (Kaminsky, Lizondo et Reinhart, 1999) : le coût de sauvetage d'une crise bancaire simple représente en moyenne 51 % du PIB et 13,3 % pour une crise jumelle ; le coût en perte de devises (sur les six mois précédant la crise, est de 8,3 % du montant des devises pour une crise de balance des paiements simple et de 25,4 % pour une crise jumelle (l'effet sur le taux de change étant à peu près identique de l'ordre de 25 %).

Ces crises repérées sur un échantillon de vingt pays. Au cours de la période précédente, 1970-1979, elles n'en recensent qu'une seule sur un total de vingt-neuf crises. Pour leur part, Stone et Weeks (2001) en recensent six sur la période 1992-1999 sur un échantillon de quarante-neuf pays. Effet, pendant l'épisode 1977-1998 : Indonésie, Malaisie, Philippines, Thaïlande, Corée, ont eu à affronter simultanément une crise de change et une crise bancaire. *A priori*, en avenir certain, il est possible selon Boyer de développer trois hypothèses alternatives simples concernant cette simultanéité :

- selon une première conception, les crises de change et les crises bancaires ont les mêmes causes. Cette approche a été particulièrement utilisée dans le cadre de l'analyse des échecs répétés dans les pays en développement des plans de stabilisation de l'inflation par l'appréciation du change. Ces plans, parce qu'ils suscitent un boom lié à l'afflux de capitaux étrangers et une appréciation cumulative du change réel liée au délai de convergence de l'inflation domestique sur l'inflation mondiale, créent un déficit courant croissant qui jette un doute sur la soutenabilité de la politique économique et déclenche une attaque spéculative. Celle-ci, alimentant une fuite brutale des capitaux et une dépréciation des actifs, déclenche une crise bancaire

- dans un deuxième modèle, la crise bancaire entraîne la crise de change (voir Velasco, 1987)²² par l'intermédiaire de l'émission de monnaie domestique excessive provoquée par le secours exceptionnel en liquidité que la Banque centrale apporte au système bancaire pour le stabiliser;
- dans un troisième modèle, Les crises de change entraînent les crises bancaires, un déséquilibre du change (en change fixe) à la suite par exemple d'un choc extérieur entraîne une perte de réserves. Non stérilisée, elle entraîne une contraction du crédit bancaire et des faillites des entreprises qui se répercutent sur la solvabilité du système bancaire (voir Stoker, 1994). Si le déséquilibre de change se traduit par une dévaluation, celle-ci peut entraîner dans un secteur bancaire exposé au risque de change, des pertes de change assez considérables pour provoquer des faillites bancaires.

3. Les crises financières dans l'histoire économique :

3.2 Liste des crises financières :

L'histoire économique a été marquée par de nombreuses périodes de crises financières. Ces crises sont souvent provoquées par la défaillance d'une ou plusieurs banques, des politiques macroéconomiques inappropriées (qui porte sur le régime de taux de change et la dette étrangère élevée, par exemple) ou par des flux massifs de capitaux étrangers.

L'histoire des faits économiques retiendra au moins 38 crises financières de l'an 1637 à ce jour. Il s'agit des crises qui ont le plus marqué l'histoire et qui ont suscité beaucoup d'analyses par les économistes. De ces crises recensées, on cite quelques-unes.

²² Voir Figure 2

3.2.1 Liste des crises monétaires et financières avant 1973:

<u>Année</u>	<u>Crise</u>	<u>Marchés financiers en cause</u>	<u>Mécanismes en jeu</u>
1637	Tulipomanie	Marché à terme	En février 1637, l'histoire a révélé la première véritable crise financière. Il s'agit de la crise du marché de la tulipe aux Pays-Bas. Après plusieurs années de spéculation sur le cours des bulbes de tulipes, ce marché a connu un effondrement brusque des prix des bulbes, ce qui a provoqué la ruine de nombreux spéculateurs. Brutalement, la fleur perd de sa rareté et le marché se retourne en 1637. La tulipe perd 90% de sa valeur en 6 semaines. En conséquence, des familles sont ruinées et des défauts de paiement se sont multipliés
1720	Krach de 1720	Actions	En 1720, deux crises financières se déclenchaient, à quelques mois d'intervalle, en France et en Angleterre. Elles concernaient les titres de compagnies exploitant les ressources du Nouveau Monde. Il s'agit de la « Compagnie des mers du Sud » et de la « Compagnie du Mississippi de John Law », connues à cette époque sous le nom « South Sea Bubble » et « Mississippi Bubble ». Une crise boursière se produisait en Grande-Bretagne en 1720, suite à la bulle des mers du Sud entre 1711 et 1720. Cet événement constituait l'un des premiers krachs de l'Histoire
1797	Crise monétaire de 1797	Banque	Le 26 février 1797, la Banque d'Angleterre, à court de réserves, décide de suspendre les paiements en espèces devant l'afflux des demandes de conversion auxquelles les banques du pays sont confrontées. Des bruits d'invasion ont en effet conduit une foule de particuliers, fermiers et petits commerçants à réaliser leurs avoirs auprès des banques de province. La banqueroute de plusieurs d'entre elles renforcera le mouvement et il en résultera ce qui est considéré comme la première panique bancaire.
1810	Crise de 1810	Banque	En 1810, le système de crédit s'effondrait, en Angleterre, et provoquait de nombreuses faillites. Les causes de cette crise en sont multiples. L'économie anglaise a subi des difficultés qui ont commencé par le détachement de l'or pour ne pas augmenter les impôts en dépit de la situation de guerre qui était minée par l'abus du crédit par l'inflation. Ensuite, l'Angleterre était confrontée à des difficultés de recouvrement de ses ventes en Amérique du Sud. Parallèlement, la politique des licences et la contrebande avaient conduit à une réduction des réserves bancaires. Enfin, le pays est soumis au blocus de Napoléon. L'ensemble de ces événements a engendré la crise de 1810

1819	Crise de 1819	Banque	<p>La crise de 1819 est considérée comme la première crise financière de grande ampleur aux États-Unis. Elle marquait la fin de l'expansion qui a suivi la Guerre de 1812, dont le financement avait asséché les réserves bancaires et conduisait à une suspension des paiements en espèces en 1814.</p> <p>Il en résulte une inflation des émissions monétaires privées qui se sont investies dans des placements fonciers spéculatifs avant que la Banque centrale n'engage une politique restrictive qui provoquerait une vague de faillites et une profonde récession dans le secteur agricole et industrielle.</p>
1825	Crise de 1825	Actions	<p>En 1825, à la suite de spéculations intenses sur les investissements latino-américains (banques, assurances, armement de bateaux, construction de canaux...), le cours de ces valeurs s'effondre à la Bourse de Londres. De nombreuses banques font banqueroute et, dans la seule année 1826, environ 3300 entreprises font faillite. Cette crise, qui a principalement touché la Grande-Bretagne, est l'une des premières crises boursières de l'histoire.</p>
1836	Krach de 1836 et Panique de 1837	Actions,Banque	<p>En 1836, l'Angleterre était, de nouveau, frappé par un krach boursier à la suite de la décision du président américain Andrew Jackson de subordonner la vente de terre d'Etat à un paiement en métaux précieux. Cette décision donnait un brusque coup d'arrêt à la spéculation foncière en Amérique. Les banques américaines ayant contracté des emprunts à Londres, la crise financière ont touché durement le Royaume-Uni et auront des répercussions jusqu'en Allemagne. Peu après, le 10 mai 1837, la bulle spéculative éclatait aux États-Unis lorsque les banques américaines suspendront leurs paiements en espèces.</p>
1847	Krach de 1847	Actions	<p>En Angleterre et en France, l'engouement pour les actions des compagnies de chemin de fer et la sous-estimation du coût des travaux d'investissement ont fait monter les actions à des cours démesurés. L'effondrement des cours de Bourse en 1847, à la suite de nouveaux appels de fonds qui ont mis fin à la confiance, révèle une crise du crédit qui provoque une panique bancaire et la faillite de nombreuses banques ainsi que la suspension de l'activité de plusieurs compagnies. Peu après, la révolution politique en France engendre une panique boursière qui entraîne une nouvelle vague de faillites.</p>
1857	Crise de 1857	Actions,Banque	<p>En 1857, un certain nombre de banques aux Etats-Unis est confronté à des difficultés financières. En août 1857, la banque « Ohio Life & Insurance Company » souffrait d'une forte demande de crédit et suspendait ses paiements. Elle était rapidement suivie par les banques de New York, du Maryland et de Pennsylvanie, puis</p>

			<p>par d'autres banques importantes à Baltimore, Philadelphie et Boston. Le taux de l'escompte s'accroît fortement et, dans le courant de septembre, les actions de chemin de fer enregistraient une forte baisse à la Bourse de New York. La crise américaine se propageait immédiatement en Angleterre sous la forme d'une crise de change qui se compliquait rapidement d'une crise de crédit intérieur. Bien que moins violente, elle atteignait également la France où la Bourse de Paris connaissait une forte baisse. Elle est suivie d'une récession économique dans tous les pays unis par des liens monétaires, financiers et économiques</p>
1866	Crise de 1866	Actions,Banque	<p>En 1866, l'Angleterre connaît de nouveau une crise financière majeure. Elle trouve son origine dans la spéculation ferroviaire qui suit la déréglementation des activités du secteur bancaire de 1862 et fait suite au ralentissement boursier qui s'était propagé à travers toute l'Europe au début de l'année. Formellement, elle est provoquée par la faillite de la maison d'escompte « Overend & Gurney » le 10 mai 1866 due à un défaut de paiement de la « Mid-Wales Railway Company ».</p>
1873	Krach de 1873	Actions	<p>Le 9 mai 1873, la Bourse de Vienne en Autriche connaît un krach après une période de « grande stagnation » de l'économie mondiale entre 1873 et 1896. Ce krach est une conséquence directe du retournement de conjoncture enregistré quand l'Exposition universelle de 1873 se révélait, en fait, être décevante économiquement. La chute des cours se transmet en Allemagne et aux États-Unis</p>
1882	Krach de l'Union Générale	Actions,Banque	<p>Le 19 janvier le cours des titres de la banque s'effondre provoquant sa faillite et une crise boursière et bancaire de grande ampleur essentiellement circonscrite à la France. Créée quatre ans plus tôt, l'Union Générale avait fondé un développement fulgurant sur des investissements hasardeux, notamment dans les mines, les assurances et les sociétés foncières, en particulier en Russie, en Autriche-Hongrie et dans les Balkans, et la spéculation boursière.</p>
1907	Panique bancaire américaine de 1907	Banque,Actions	<p>La panique bancaire américaine de 1907, aussi nommée Panique des banquiers, survient lorsque le marché boursier s'effondre brusquement, perdant près de 50% de la valeur maximale atteinte l'année précédente. Partie de New York, la panique se propage à tout le pays, de nombreuses banques et entreprises étant acculées à la faillite.</p>

<p>1923</p>	<p>Hyperinflation de la République de Weimar</p>	<p>Taux d'intérêt</p>	<p>En Allemagne, l'hyper-inflation atteint son apogée en novembre 1923. Sa cause immédiate est l'exigence française de réparations de guerre (« le Boche paiera »). L'armée française occupe la Ruhr comme gage, paralysant la première région industrielle du pays. En quelques mois, les denrées s'achètent en milliards de marks et il faut une brouette pour transporter les billets. La crise monétaire s'aggrave d'une agitation intérieure (communistes en Saxe et Thuringe, putsch de Hitler à Munich). Américains et Britanniques, qui ont de gros intérêts en Allemagne, convainquent la France de réduire ses prétentions et d'évacuer la Ruhr.</p>
<p>1929</p>	<p>Krach de 1929</p>	<p>Actions</p>	<p>Le krach de 1929 est resté dans les mémoires de tous les investisseurs, mais aussi de bons nombres de personnes à travers le monde entier. En effet, le krach de 1929, outre avoir été le premier krach boursier de l'histoire moderne, a débouché sur une crise économique sans précédent et a servi de terreau aux thèses fascistes allemandes et italiennes des années 30. Le krach s'est répandu rapidement dans tous les pays occidentaux, et a causé la ruine, et pour certains le suicide, de nombreux investisseurs.</p>
<p>1966</p>	<p>Crise américaine du Crédit</p>	<p>Banque</p>	<p>Après plusieurs années de forte croissance de l'économie, les banques américaines se trouvent à court de réserves dans un contexte où la Réserve Fédérale conduit une politique restrictive afin de contenir l'inflation. La crise se traduira par une chute des cours boursiers, une baisse des liquidités et une hausse des taux d'intérêts provoquant un fort ralentissement de l'activité économique. Elle est considérée comme la première crise moderne, des épisodes similaires de resserrement du crédit se reproduisant en 1969 et 1974.</p>
<p>1971</p>	<p>Inconvertibilité du dollar US</p>	<p>Forex</p>	<p>Suspension unilatérale le 15 août par les États-Unis de la convertibilité en or du dollar. Après une période de transition, cela mènera à l'adoption en février 1973 (accords de Washington) du système des changes flottants, encore en vigueur aujourd'hui, qui fut effectivement mis en place le 19 mars 1973 et fut entériné par les accords de la Jamaïque du 8 janvier 1976.</p>

3.2.2 Liste des crises monétaires et financières après 1973 :

Les *marchés financiers modernes* naissent en 1973, de la double nécessité d'établir un marché des changes pour gérer le nouveau système des changes flottants et de financer les déficits budgétaires des États-Unis, désormais libérés de la contrainte de change.

Année	Crise	Marchés financiers en cause	Mécanismes en jeu
1982	Dettes bancaires des PVD	Banque, Taux d'intérêt, Risque systémique	En 1979, à la suite d'un changement radical de la politique monétaire, la Réserve fédérale américaine avait décidé d'augmenter subitement les taux d'intérêt américains afin de réorienter les flux d'investissement vers les États-Unis. Les taux d'intérêt réels (taux nominaux corrigés de l'inflation) passeront d'un niveau réel de — 3,5 p. 100 dans les années 1970-1980 à + 27 p. 100 en 1982. La situation s'aggrave pour les P.V.D. en raison du tassement du commerce extérieur et donc de la baisse de leurs revenus d'exportation et des entrées de devises permettant de rembourser les dettes. À cela s'ajoutent d'autres facteurs d'appauvrissement en devises (hausse du prix du pétrole, fuite des capitaux, corruption) alors que les taux d'intérêt explosent et font gonfler les stocks de dettes : entre 1977 et 1984, selon les statistiques de l'Organisation de coopération et de développement économiques (O.C.D.E.), l'endettement extérieur de l'ensemble des P.V.D. non producteurs de pétrole passe de 278 à 810 milliards de dollars.
1987	Krachs d'octobre 1987 du marché obligataire puis des marchés d'actions	Taux d'intérêt, Actions, Risque systémique	L'expression « lundi noir », traduction de l'anglais Black Monday, utilisée parfois pour désigner le 19 octobre 1987, L'origine du krach est avant tout à chercher dans : <ul style="list-style-type: none"> ▪ les importantes et brutales fluctuations du dollar au milieu des années 1980 ; ▪ un mécanisme d'immunisation des portefeuilles, dit portfolio insurance en anglais, très en vogue à l'époque, destiné à réduire les risques mais que sa généralisation transforma en système vicieux ; ▪ les systèmes automatiques d'achats et de ventes d'actions (program trading) relativement récents à l'époque, qui ont amplifié et accéléré le plongeon des cours. Après le krach, Wall Street se dote de coupe-circuits qui se déclenchent automatiquement au-delà d'une certaine baisse de l'indice <i>Dow Jones</i>
1992	Crise du Système monétaire européen (SME) à	Forex, Taux	En 1992, l'Europe a connu une crise de son système monétaire. Il s'agit d'un mercredi noir où la livre sterling, la lire italienne et

	l'occasion du référendum français sur le Traité de Maastricht	d'intérêt	la peseta espagnol crèvent le taux plancher des marges de fluctuations définies. La livre sterling est chassée du mécanisme par la spéculation, la lire subit le même sort le 17 septembre et la peseta est dévaluée. Cette crise tient à la conjugaison de facteurs politiques et économiques. Le référendum du traité Maastricht a suscité des perturbations sur la crédibilité de l'union monétaire européenne. Le non des Danois, le 02 juin, au traité de Maastricht et l'approbation si courte des Français lors du référendum du 20 septembre ont porté atteinte à la crédibilité de l'intégration européenne et généré une incertitude importante sur l'avenir de l'union monétaire européenne
1994	Crise économique mexicaine (" <i>crise Tequila</i> ")	Forex, Taux d'intérêt, Risque systémique	La crise économique du Mexique de 1994 – 1995, qui frappa durement l'économie mexicaine, débuta par une brusque dévaluation du peso mexicain, s'étendit à l'économie réelle du pays, puis eut des répercussions dans le monde entier, en particulier en Amérique du Sud.. À partir du 20 décembre 1994, les sorties de capitaux s'accélérent et le peso dévisse. Bill Clinton, président des États-Unis, proche voisin économique du Mexique, intervient pour stopper cette crise, et les États-Unis avec des organisations internationales, prêtent 50 milliards de dollar US au Mexique une semaine après le début de la crise, dont 18 via le FMI. En 1995, la chute du PIB mexicain sera de 7%.
1997	Crise économique asiatique	Forex, Banque	<p>Le mécanisme est très voisin de celui qui a conduit deux ans et demi plus tôt à la crise mexicaine de 1994 (<i>cf supra</i>). L'ancrage fixe au dollar US de plusieurs monnaies de la région, en particulier le bath thaïlandais, donnait là aussi l'illusion d'une garantie de change et le système bancaire local s'endette considérablement</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ à court terme ▪ et en devises, <p>sans se préoccuper du risque de change, notamment pour financer les deux gigantesques vagues de spéculation qui ont lieu dans toute la région : immobilière et boursière. Les banques locales se livrent donc à une double transformation : elles empruntent à court terme, en devises, pour prêter à long terme, en monnaie locale. Quant aux garanties des prêts, elles sont constituées par des immeubles surévalués ou par des actions également surévaluées... L'afflux de capitaux étrangers est, de son côté, facilité par la politique monétaire expansive que mène la banque centrale japonaise pour lutter contre la déflation. Mais les créanciers étrangers réduisent progressivement leur</p>

			exposition au cours de l'année 1997 et le 2 juillet 1997, les autorités thaïlandaises doivent laisser flotter le bath
1998	Défaut de la Russie sur les GKO, qui cause un <i>Flight to quality</i> , lequel cause la quasi-faillite du <i>Hedge fund Long Term Capital Management</i>	Taux d'intérêt, Risque systémique	Cette longue crise très aigüe des marchés obligataires, provoquée par la démesure des dirigeants du <i>hedge fund Long Term Capital Management</i> , la spectaculaire crise des finances publiques russes et le <i>Flight to quality</i> qu'elle a causé, a peut-être été l'alerte la plus importante connue par le système financier mondial : jamais on n'est passé aussi près d'un éclatement définitif des relations entre les divers instruments financiers.
2000	Bulle Internet	Actions	Un économiste américain prédisait que grâce à la « nouvelle économie », il n'y aurait plus jamais de crise. L'éclatement de la bulle internet est arrivée peu après. Crise classique de surinvestissement (tout le monde se précipite sur un marché apparemment porteur) et négligence de certaines contraintes pratiques: pour acheter un article par internet, il suffit de quelques clics, mais pour le livrer dans la qualité et les délais prévus, il faut une logistique que la plupart des "net-vendeurs" n'avaient pas. L'éclatement, attendu depuis plusieurs mois, se produit finalement en mars 2000, sous la pression de la hausse des taux d'intérêt.
2000	Turquie	Banque, Taux d'intérêt, Forex	La crise éclate le 20 novembre 2000 et se produit dans le cadre d'un plan de stabilisation ambitieux adopté à la fin de 1999, visant à ramener l'inflation, qui était alors de 65% en moyenne annuelle, à 25% en 2000 et à moins de 10% en 2002. Ce plan comporte notamment un ancrage de la livre turque par rapport au dollar US de façon à faire baisser les anticipations inflationnistes. Certes, l'inflation sera ramenée à moins de 35% en glissement annuel en février 2001, mais entre-temps l'afflux de capitaux extérieurs encourage les banques turques à spéculer sans retenue à la baisse des taux d'intérêt, en achetant des quantités importantes d'emprunts d'État, financée au taux au jour-le-jour en livres turques ou, pire, en dollars. Or, comme au Mexique en 1990-1994, la compétitivité de la Turquie s'érode, mais à trois fois la vitesse du Mexique, et la balance des paiements se détériore rapidement, créant une panique sur le marché des taux d'intérêt où les banques essaient de liquider leurs positions. Entre le 10 novembre et le 10 décembre, les taux des emprunts d'État turcs à moyen terme passent de 40% à 110%. Devant la perspective de faillites bancaires turques, le marché monétaire turc s'assèche et les crédits en devises ne sont pas renouvelés.
2002	Brésil	Marché obligataire, Forex	A l'approche de l'élection présidentielle du 27 octobre, la probabilité grandissante de la victoire à celle-ci de Luiz Inácio da Silva, dit « Lula », crée des inquiétudes de plus en plus aigües chez les détenteurs de la dette publique brésilienne. L'Argentine (<i>cf supra</i>) vient de faire défaut sur sa dette et la peur grandit qu'une fois élu, « Lula » fasse adopter un moratoire des paiements d'intérêt. Tout au long de l'année l'écart de

			<p>rendement entre les obligations émises en dollar US par le Brésil et les emprunts d'État américain progresse, pour culminer en octobre à 2300 points de base (c'est-à-dire 23% en écart de taux actuariel). Ce niveau attribuait implicitement au Brésil une probabilité de faire défaut proche de 100%. En même temps, le real s'était déprécié, perdant la moitié de sa valeur. Le plus frappant est que cette crise s'est poursuivie malgré la mise en place d'un concours colossal de 30 milliards de dollars par le FMI, dont 6 seulement avant l'élection et 24 débloqués après. Cette bulle s'est dégonflée rapidement une fois l'élection passée, quand il est devenu clair que le nouveau président ne se lancerait pas dans l'aventurisme financier.</p>
2007	Crise financière de 2007-2009	<p>Marché immobilier, Banque, Actions, Risque systémique</p>	<p>La crise financière initiée en 2007 et encore en cours en 2009 est une crise financière marquée par une crise de liquidité interbancaire et une crise du crédit (Credit crunch : Resserrement du crédit), qui a débuté vers juillet 2007. Elle trouve son origine dans le dégonflement de bulles économiques et par les pertes importantes des établissements financiers provoquées par la crise des subprimes. Elle s'est accentuée en septembre 2008 avec la faillite de plusieurs établissements financiers, provoquant un début de crise systémique et la mise en difficulté de plusieurs États. Elle a entraîné comme conséquence une chute des cours des marchés boursiers et la crise économique de 2008-2009 qui provoque un ralentissement généralisé de l'activité économique, voire des récessions dans plusieurs pays à partir de 2008</p>
2009-?	Crise grecque	<p>Devise, Actions, Risque systémique</p>	<p>La crise de la dette publique grecque est issue de la crainte des créanciers de la Grèce sur sa capacité à rembourser sa dette publique ainsi que de payer les intérêts de cette dette. Elle résulte à la fois de la crise économique mondiale et de facteurs propres au pays : fort endettement (environ 120 % du PIB) en 2010, déficit budgétaire qui dépasse les 13 % du PIB. Cette crise a été aggravée par le manque de transparence dont a fait preuve le pays, lors de son entrée dans la zone euro, dans la présentation de sa dette et de son déficit, notamment par la levée de fonds hors bilan et par le biais d'instruments financiers mis au point par la banque d'investissement Goldman Sachs. Ce qui fait la spécificité de la crise grecque par rapport aux autres pays de la zone euro, c'est l'ampleur de ses problèmes structurels et notamment sa difficulté à prélever l'impôt. Cela conduit Bruxelles à créer une force opérationnelle de hauts fonctionnaires pour aider l'État grec dans ces domaines.</p>

SECTION 3 : les répercussions et l'incidence des crises financières sur la croissance

La reprise économique mondiale a démarré plus vigoureusement que prévu, mais elle se poursuit à un rythme différent selon les régions: les pays émergents emmenés par l'Asie se montrent relativement dynamiques tandis que dans les économies avancées, l'activité est encore molle et reste tributaire des mesures de relance prises par les pouvoirs publics. La croissance mondiale devrait après avoir été négative en 2009, atteindre 3,9 % en 2010 et 4,3 % en 2011 (FMI [2010]).

Le renforcement des structures économiques et l'action rapide des pouvoirs publics ont aidé beaucoup de pays émergents à atténuer les effets du choc extérieur et à attirer rapidement de nouveaux flux de capitaux. La santé du système financier mondial s'est améliorée, mais les risques qui pèsent sur la stabilité demeurent importants: les risques souverains des pays avancés pourraient remettre en question les progrès en matière de stabilité et ouvrir une nouvelle phase de crise du crédit²³.

La crise financière a mis en exergue la responsabilité du système financier notamment les banques; la multiplication des produits financiers sophistiqués, les agences de notation, les fonds d'investissement, les *hedge funds* et les fonds spéculatifs ont pareillement une part de responsabilité dans cette crise. Ces constats justifient une régulation systémique, où il faut intervenir sur un ensemble de dimensions et non sur des segments isolés: « les pistes de régulation sont multiples et appellent une méta-régulation en vertu des caractéristiques globales du capitalisme financier » (Le Duigou et Guilani [2008]).

Au niveau des banques, les solutions de provisionnement mises en œuvre après Bâle I et Bâle II sont de grandes avancées mais se révèlent procycliques et appellent à mettre en place des provisionnements dynamiques. La supervision prudentielle permet la résilience des banques aux chocs mais transfère ces risques bancaires aux marchés²⁴. Les investisseurs institutionnels connaissent actuellement une contrainte de rendement à court terme alors que leurs engagements sont de nature sociale et ont donc besoin d'un rendement régulier de très long terme. Leur rôle devrait s'avérer contraignant afin de stabiliser l'économie dans le cas de création de bulles. Les marchés financiers se sont redressés depuis les creux atteints en mars 2009, ce qui s'explique par l'amélioration des conditions économiques et les mesures de

²³ FONDS MONETAIRE INTERNATIONAL (2010), « Rapport sur la stabilité financière dans le monde », avril.

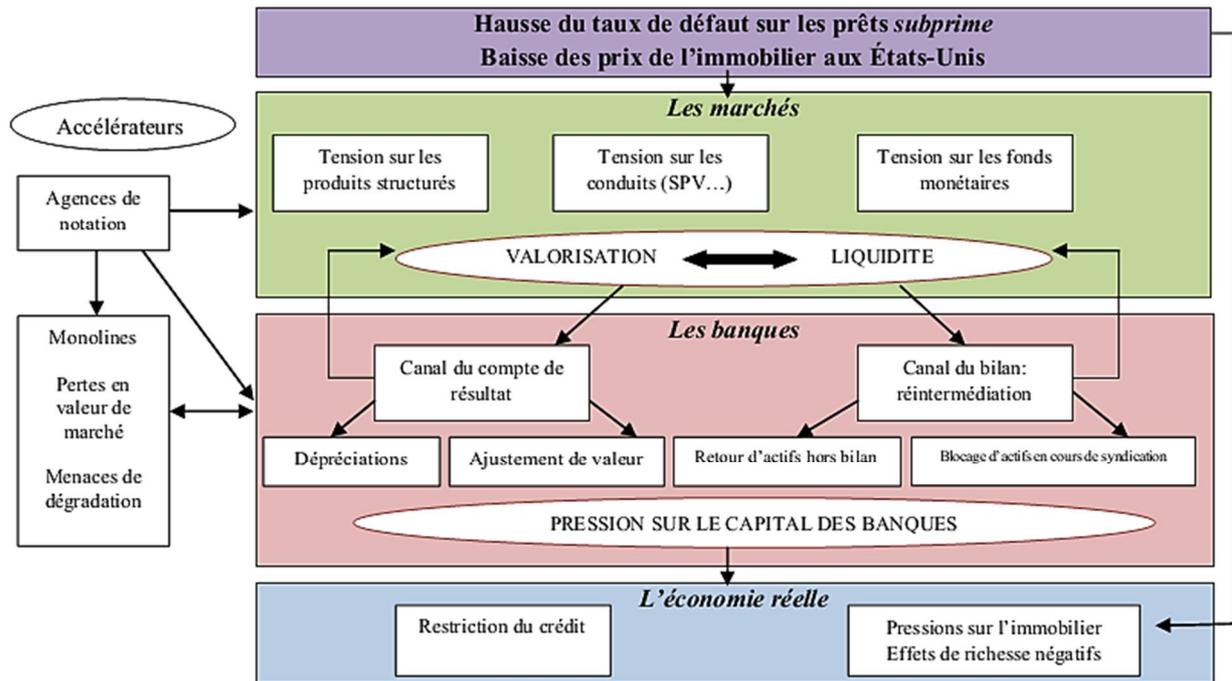
²⁴ Bâle oblige les agences de notation à prendre uniquement en compte le défaut de paiement: leur analyse reste exogène alors que le risque en cas de crise devient endogène (systémique) puisqu'une crise implique tous les acteurs et ce, en raison de leur interdépendance.

grande ampleur prises par les pouvoirs publics. Les marchés de gré à gré relèvent de transactions bilatérales opaques; une normalisation de la titrisation par la mise en place d'un marché organisé jouerait en faveur de la transparence des prix et des négociations.

La prise de risque découle non seulement de la recherche de la maximisation du profit mais également des incitations des intermédiaires financiers: « En exagérant un peu, on pourrait interpréter la crise comme étant le résultat d'une inadéquation entre les différentes incitations » (Noyer [2009]). Une inadéquation entre les différentes incitations a été observée à la fois entre les intermédiaires financiers et au sein de chacun d'eux: cette inadéquation qui existe entre les intermédiaires est la conséquence de l'innovation financière et du développement de la titrisation. Par ailleurs, les produits structurés sont peu liquides et sont constitués pour s'adapter aux caractéristiques et au profil de risque requis par leur acquéreur. Ces propriétés limitent leur aptitude à être revendus à d'autres investisseurs dont les préférences ou les besoins pourraient être différents. Cela fait apparaître un phénomène de circularité: la valorisation à la juste valeur doit s'effectuer sur la base d'un prix de marché (en application des normes comptables internationales) où les opérateurs ne peuvent valoriser correctement un actif que s'il existe une liquidité suffisante sur le marché et cette liquidité dépend de la valorisation.

Toutes ces tensions ont exercé une forte pression sur les fonds propres des banques qui ont réduit leur activité de prêts, conduisant au passage d'une crise financière à une crise de l'économie réelle (Schéma n° 2).

Schéma n° 2: Le passage d'une crise financière à une crise de l'économie réelle



Source: Banque de France (2010), « Crise financière: origines et dynamiques », Direction de la stabilité financière, Documents et Débats, Chapitre 1, n° 3, janvier, p. 6.

L'objectif de la régulation financière est de tenir compte de tous les risques et d'en atténuer les conséquences et de garantir que les intermédiaires financiers réagissent aux signaux de prix et de risques. Atteindre les deux objectifs constitue une tâche difficile vu que les risques sont évolutifs, multifformes et corrélés; ils sont également au sein du système financier à la fois endogènes et dépendants des choix effectués en matière de régulation (Danielsson [2009]). Cela rend très difficile une prise en compte appropriée du risque par la régulation. Il est important de mettre en œuvre des réformes pour prévenir l'augmentation parallèle et dangereuse du levier d'endettement et du risque de transformation, qui sont deux facteurs essentiels à l'origine de la procyclicité. Parallèlement, il est nécessaire d'étendre le champ de la régulation pour englober tous les acteurs, les produits et les marchés.

Quel est le coût en terme de croissance d'une crise financière ? A-t-il augmenté dans la période récente, à cause notamment de la globalisation financière ? On ne dispose lencore que de réponses partielles à ces questions essentielles²⁵.

3. DEUX ÉTUDES SUR L'EFFET DES CRISES SUR LA CROISSANCE

	Gupta et alii (2001)	Bordo et alii (2001)
Période	1970-1998	1880-1997
Données	Annuelles	Annuelles
Nombre de pays	91	21 pays ou 56 (sur 73-97)
Nombre de crises	195	
Types de pays	PED	PED et PD
Types de crises	Change	Change et bancaire
Définition des crises	4 études antérieures (majorité)	Index, événements, et étude antérieure (Caprio et Klingebiel)
Effet sur la croissance à CT	4 études antérieures (majorité)	Effets des crises sur le cycle (perte d'output entre le pic et la première année de reprise)
Répartition des crises à CT	43 % sont expansionnistes L'expansion moyenne est de 3,5 % la contraction de 4,8 % 6 % des crises sécessionnistes sont très sévères (- 10 %)	
Stabilité des profils de crises à CT	Stable (selon les décennies 70, 80, 90)	Sur longue période, inconditionnellement ✓ les crises de change se raccourcissent, les crises bancaires s'allongent, mais légèrement ✓ les crises tendent à être moins sévères sauf les double crises et sauf l'entre deux guerres
Sévérité des crises à CT	Déclinants (- 2,9 ; - 1,1 ; - 0,8) sur les décennies 70,80, 90	
Facteurs de la sévérité des crises à CT	Robuste : ➤ niveau des entrées de capitaux/PIB les 3 années précédentes + ➤ la position dans le cycle + ➤ le revenu par tête - ➤ les contrôles des échanges et des flux de capitaux - Moins robuste : ➤ ouverture ➤ dette CT/réserves ➤ dévaluation des partenaires ➤ la croissance des exportations ➤ l'évolution du prix du pétrole	Sur longue période, conditionnellement aux facteurs de l'ampleur du cycle (la croissance antérieure), les crises : □ accentuent la dépression, les doubles crises deux fois plus que les crises de change elles-mêmes deux fois plus que les crises bancaires □ les effets sont stables sur longue période Pour les crises de change (économétrie) □ les crises formelles + □ le solde courant/PIB - (après 1972) à cause du « sudden stop » Pour les crises bancaires (graphique et économétrie) □ les aides aux banques insolubles + (depuis 1913) le régime de change (le peg accroît depuis 1918)
Non significative	La surévaluation du change avant la crise	
Capacité explicative	$R^2 = 0,589$	$R^2=0,40$ et $R^2=0,02$
Stabilité temporelle	Forte	
Effet des facteurs de sévérité de crise sur la croissance à long terme	<ul style="list-style-type: none"> les entrées de capitaux exercent un effet positif sur la croissance à long terme la dette à CT un effet négatif 	
Faiblesse	<ul style="list-style-type: none"> non prise en compte de certains facteurs de crise endogénéité des politiques économiques 	

1. Les crises de change dans les pays en développement :

1.1. L'apparition de crises très coûteuses en croissance, mais toutes les crises ne sont pas sécessionnistes

En retenant comme coût en croissance d'une crise de change²⁶ l'écart entre la croissance des deux années qui suivent la crise et la croissance des trois années sans crises (dites « tranquilles ») qui la précèdent²⁷ (Gpost2-Gpre3.tranq) Gupta et alii établissent des résultats qui vont à l'encontre de nombres d'idées reçues.

➤ Il y a crise et crise

Au total les crises de change affaiblissent la croissance de 1,2 %. Mais les crises de change ne sont pas toutes coûteuses en croissance à court terme : 57 % seulement le sont, 43 % sont relativement expansionnistes. Le gain en croissance moyen est pour les secondes de 3,5 % ; la perte moyenne est pour les premières de 4,8 %²⁸. Ces évaluations recourent celles de FMI (1998) (40 % de crises sans perte de croissance ; perte moyenne de 4,25 %) qui portent sur les pays développés et les pays en développement.

➤ L'apparition de « risques économiques majeurs »

Sur les 195 crises étudiées, 11 seulement sont très récessionnistes (écart de croissance supérieur à 10 %). Parmi celles-ci 4 se sont produites dans les années quatre-vingt-dix (dont l'Indonésie et la Thaïlande en 1997), 6 au tout début des années quatre-vingt (dont Chili, Mexique, Uruguay en 1982, Philippines en 1984). Cette observation mérite d'être soulignée. Avec la mobilisation accrue des fonds du FMI et des autres institutions appelées à soutenir en liquidités les économies en crise, la contagiosité, l'imprévisibilité croissante des crises à cause de la puissance accrue des anticipations des investisseurs et de leur arbitraire, l'apparition de ce que l'on pourrait appeler les « risques économiques majeurs » est un des traits marquants du développement des crises financières au cours de la période récente. Elle donne un relief particulier à l'aléa moral (cf. infra) et au partage des coûts (Sgard, 2002).

²⁶ Une crise de change est pour Gupta et alii un épisode retenu comme tel par une majorité des quatre études précédentes dont ils utilisent les données (Berg et Pattillo, 1999, Frankel et Rose, 1996, Goldstein, Kaminsky et Reinhart, 1999, Milesi-Ferreti et Razin, 1998). Ils montrent que leurs résultats ne sont pas sensibles aux différentes définitions possibles des crises.

²⁷ Les résultats ne sont pas fondamentalement modifiés si l'on retient des périodes d'avant et d'après crises légèrement différentes (2 ans au lieu de 3 pour la première, 3 ans au lieu de 2 pour la seconde).

➤ En général, les pays pauvres payent les crises de change plus cher que les pays riches

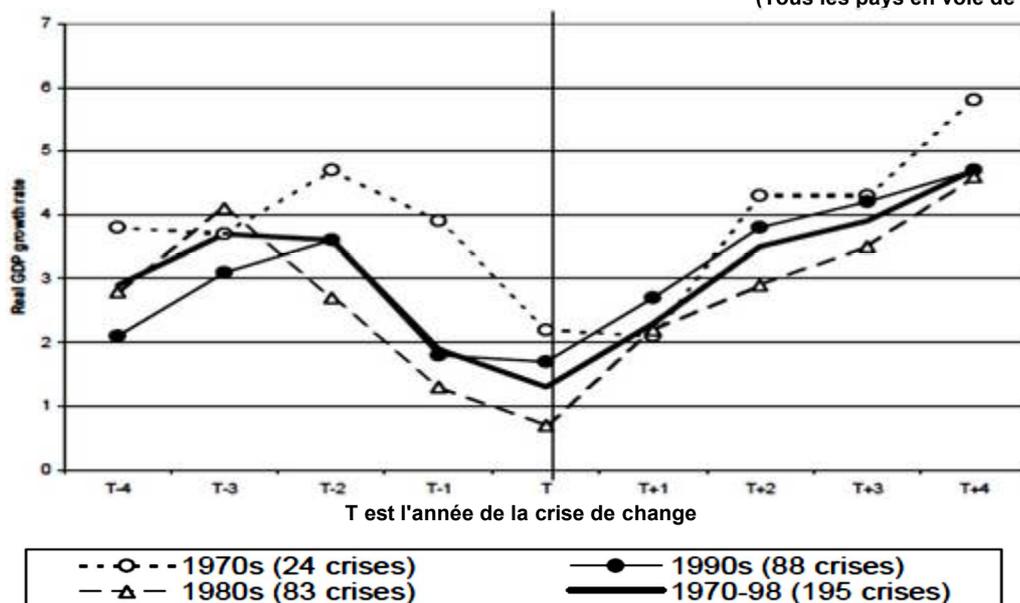
La plupart des crises expansionnistes se produisent dans les pays petits, ouverts et pauvres (notamment africains). Mais cette règle n'est pas générale comme en témoignent le Brésil en 1979 (+ 2,1 %), la Chine en 1994 (2,6 %), le Nigeria en 1989 (7,8 %).

➤ Une grande stabilité des profils des crises de change

La dynamique de la croissance avant et après une crise de change est stable sur les trois décennies soixante-dix, quatre-vingt et quatre-vingt-dix (graphique « Severity of crisis : a comparaison across three decades »).

2. SÉVÉRITÉ DES CRISES : COMPARAISON À TRAVERS TROIS DÉCENNIES

(Tous les pays en voie de développement)



• Une assez grande stabilité des coûts économiques des crises de change

La sévérité des crises n'a pas augmenté, elle aurait même plutôt diminué au cours des trente dernières années (coût en croissance moyen de 2,9 % en 1970, 1,1 % en 1980 et 0,8 % en 1990).

Aucune différence significative ne peut être mise en évidence si on limite les crises aux crises contagieuses (Amérique latine dans les années 80, Tequila, crise asiatique) aux crises uniquement coûteuses en croissance, aux crises dans les pays émergents.

Les crises sont plus coûteuses, mais aussi plus courtes pour les pays en développement que pour les pays développés (FMI, 1998).

1.2. Des explications du coût en croissance des crises de change

Peut-on expliquer les écarts d'incidence des crises de change sur la croissance dans les pays en développement depuis le début des années 70 ?

Dans une économie ouverte et financiarisée, les canaux de transmission du change à l'activité ne se réduisent pas au théorème des élasticités critiques. La théorie suggère qu'un nombre élevé de facteurs peuvent a priori expliquer qu'à un moment donné une économie soit plus ou moins affectée par une crise de change (tableau « Les canaux de transmission des effets d'une dévaluation sur la croissance »). L'analyse économétrique menée par Gupta et alii livre des informations assez robustes sur l'importance relative de ces canaux de transmission de la variation du change à l'activité.

➤ Les flux de capitaux exercent une influence décisive sur l'impact économique des crises. Plus une crise de change n'est précédée de flux de capitaux élevés (totaux) avec l'étranger, plus son impact sur la croissance est fort²⁹ lorsque le compte de capital est ouvert. Et cet effet est fort : un afflux supplémentaire de 10 % du PIB de capitaux étrangers induit une contraction supplémentaire relative de la croissance comprise entre 2,6 % et 3,5 %, toutes choses alors égales par ailleurs. Mais l'incidence des flux de capitaux sur la croissance d'après crise, dépend du degré d'ouverture de la balance des capitaux. Si le compte de capital (avant la crise) est peu libéralisé, un afflux de capital avant la crise affaiblit l'effet récessif de la crise de change. Et cet effet est aussi très fort et presque symétrique du précédent (stimulation de la croissance de 3,0 % à 3,7 % pour un afflux supplémentaire de capitaux de 10 % du PIB).

4. LES CANAUX DE TRANSMISSION DES EFFETS D'UNE DÉVALUATION SUR LA CROISSANCE

²⁹ « This positive and significant association between pre-crisis surge in capital flows and post-crisis contraction is one of the most findings of our analysis »

	CONDITIONS	VOIES DE TRANSMISSION PRINCIPALES	ANALYSES RECENTES	INDICATEURS
Commerce extérieur	<ul style="list-style-type: none"> • Ouverture • élasticités (Marshall lerner) • anticipation (indexation au change) • réactions des concurrents (beggar thy neighbor) 	<ul style="list-style-type: none"> • compétitivité 	Kamin et Klau (1998)	<ul style="list-style-type: none"> • flux des capitaux étrangers • des trois dernières années/PIB • surévaluation • taux de croissance des exportations • degré d'ouverture • dévaluation compétitive des pays tiers
Dette des entreprises en monnaie étrangère (dollarisation)	<ul style="list-style-type: none"> • degré de dollarisation • couverture 	<ul style="list-style-type: none"> • capacité d'endettement • investissement 	Bruno (1979) Calvo (1998) Mishkin (1999)	<ul style="list-style-type: none"> • variation de la dette extérieure (en monnaie nationale)
Reflux des capitaux Etrangers	<ul style="list-style-type: none"> • ouverture du compte de capital • structure de financement des investissements 	<ul style="list-style-type: none"> • accroissement des prêts compromis • investissements compromis • réduction de la liquidité 	Calvo (1998) Calvo et Reinhart (1999) Rodrik et Velasco (2001)	<ul style="list-style-type: none"> • contrôle des capitaux • dette à CT/Réserves
Crises bancaires	<ul style="list-style-type: none"> • situation financière du système bancaire • accroissement des prêts compromis 	<ul style="list-style-type: none"> • crédit crunch 	Mischkin (1999)	<ul style="list-style-type: none"> • crises bancaires (DUMMY)
Prise de risque excessive des intermédiaires financiers	<ul style="list-style-type: none"> • réglementation prudentielle • supervision • distorsions • place offshore 		Furman et Stiglitz (1998)	
Conjoncture et position dans le cycle	<ul style="list-style-type: none"> • position dans le cycle 	<ul style="list-style-type: none"> • résistance globale au Choc 	Milesi-Ferreti Razin (1998)	<ul style="list-style-type: none"> • cycle avant la crise • variation des réserves de change
Politique budgétaire et monétaire	<ul style="list-style-type: none"> • état des finances publiques • anticipation des agents 	<ul style="list-style-type: none"> • durcissement de la politique monétaire (défense des réserves) • durcissement de la politique budgétaire 	Stiglitz	<ul style="list-style-type: none"> • variation de l'offre de monnaie pendant la crise • variation du taux d'intérêt • déficit budgétaire après la crise • variation du déficit Budgétaire
Autres	<ul style="list-style-type: none"> • effet de richesse • effets redistribués • coûts des impôts 			<ul style="list-style-type: none"> • revenu par tête • taille de l'économie • taux d'intérêt US • taux de croissance des pays industriels • prix du pétrole et taux de L'échange

➤ La coopération internationale réduit l'effet économique des crises

L'effet sur la croissance d'une crise de change est d'autant plus fort que les partenaires commerciaux adoptent des politiques non coopératives de dévaluations compétitives. Ceci explique aussi pourquoi une crise de change est d'autant plus sécessionniste qu'elle frappe un nombre élevé de pays régionalement liés (cf. infra).

➤ Les crises sont injustes

Une crise de change pèse d'autant plus sur le taux de croissance d'un pays que ce pays est pauvre (mesuré par le revenu par tête) c'est-à-dire sans doute que ses marchés sont moins robustes aux chocs, et qu'il est en phase haute de son cycle des affaires.

➤ Un environnement favorable adoucit les crises

Le bas prix du pétrole (mais pas les termes de l'échange), la croissance des exportations, le degré d'ouverture, allègent l'effet des crises sur la croissance.

➤ Les politiques macro-économiques peuvent sans doute amortir les chocs

Une politique monétaire restrictive accentue l'effet récessif des crises, une politique budgétaire expansionniste l'allège. Mais les effets de l'une comme de l'autre sont d'une ampleur marginale, et, à cause des problèmes d'endogénéité, leur portée est difficile à interpréter.

Conclusion

Depuis la fin des années 70, la libéralisation commerciale et financière s'est imposée d'abord au niveau des pays développés avant de se généraliser petit à petit aux autres en développement, impressionnés par les résultats positifs des premiers, et les recommandations des théories ayant lié leurs retard de développement aux politiques appliquées par ces pays privilégiant un système centralisé de gestion et accordant une place prépondérante pour l'Etat, imposant des restrictions et des contrôles se traduisant par la limitation de l'effort de créativité et de concurrence des institutions financières.

Ainsi, la libéralisation a été proposée comme voie de secours pour ces pays, à travers la suppression des restriction et des entraves sur les financements ainsi que les mouvements de capitaux, tout en accordant une réelle autonomie aux institutions leur permettant d'allouer plus efficacement les ressources en réduisant les coûts des et en améliorant les performance du système de financement par la concurrence.

Cependant, si pour certains pays les politiques de libéralisation ont réellement permis d'améliorer les performance de leur systèmes et leurs croissance, pour d'autres au contraire, cela a été une source de déstabilisation et de crise qui n'ont pas manqué de trainer le secteur réel. C'est ainsi que pour les pays en voie de libéralisation, il est impératif de tirer des leçons des expériences des différents pays. L'Algérie s'est engagée dans cette voie il ya déjà près de deux décennies, et cela lui a permis des résultats plutôt satisfaisants. La stabilité macro-économique, la réduction de la dette extérieure et la stabilisation de l'inflation sont le fruit de ce choix. Les crises financières secouent depuis dix ans, presque sans interruption, l'économie mondiale. Elles ont été spécialement fréquentes et profondes pour les économies les plus récemment intégrées aux mouvements financiers internationaux, alors que les économies qui s'inscrivent dans une longue tradition d'intermédiation financière ont été moins sévèrement touchées.

CHAPITRE

2

LA CRISE FINANCIERE INTERNATIONALE 2007 & LA CONTAGION FINANCIERE

Introduction:

Le monde entame le XXI^e siècle avec une crise mondiale qui n'a d'équivalent que celle du siècle dernier, 1929. Aujourd'hui, la crise de la subprime est mondiale, elle n'est pas conjoncturelle mais structurelle par sa gravité et ses effets sur l'économie et la politique. C'est la raison pour laquelle, on la compare, celle de 1929 qui figure en bonne place dans les manuels d'économie et d'histoire. Ce n'est pas le retournement de la conjoncture qui en est la cause, l'instar des crises de 1973/1974, 1986 et 1997. C'est une crise structurelle, profonde, pernicieuse et qui laissera des traces indélébiles.

Le marché hypothécaire résidentiel aux États-Unis a très bien marché au cours des deux derniers siècles, des millions de personnes permettant de réaliser le rêve d'accession à la propriété. En effet, le taux d'accession à la propriété a atteint un niveau record de 69,2 pour cent en 2004 avant de baisser à 68,2 pour cent à la fin du troisième trimestre de 2007. L'épisode le plus récent est survenu à l'été 2007 et est communément appelé l'effondrement du marché hypothécaire subprime. La baisse récente des prix de l'immobilier, la hausse des saisies, et le renforcement des normes de crédit par les prêteurs entraîne par conséquent un ralentissement de la croissance économique, en créant la possibilité d'une récession.

Dans ce chapitre on va analyser les retombées de cette crise financière en partant tout d'abord par les fondements théoriques de la crise, puis un exposé des origines de la récente avec l'explication d'un certain nombre des mécanismes financiers qu'ont joué un rôle important dans sa diffusion, avant de terminer, d'en dénombrer les répercussions sur les marchés financiers et les économies internationales tout en faisant liaison avec l'économie des pays maghrébins. Mais d'abord qu'est-ce que c'est que une crise et comment peut-on l'identifier.

Section1: La crise financière de 2007, du local à l'international:

Le monde connaît une crise financière sans précédent. Cette crise est liée aux « subprimes », ces derniers sont des crédits immobiliers américains à risque. Suite aux attentats du 11 septembre 2001, le gouvernement américain a forcé la baisse des taux pour relancer l'économie. Le marché immobilier a connu un véritable engouement, et les banques ont accordé des crédits immobiliers sans se soucier des garanties.

Dans les années qui suivent, la hausse des taux d'intérêt place certaine famille dans l'incapacité de rembourser leurs mensualités. Les maisons sont mise en vente, le marché immobilier s'écroule, baisse des prix, et les banques n'arrivent pas à retrouver leur argent.

Pour augmenter leur capacité à prêter les banques américaines ont emprunté de l'argent à des banques à travers le monde, et ont glissé ces créances sur le marché des titres. Pour minimiser le risque, les subprimes ont été glissées dans des bundles d'actions.

1. Origines de la crise :

La crise actuelle est le résultat d'un produit financier américain appelé les «subprimes ». Ces derniers sont des crédits immobiliers américains à risque. En effet, suite aux attentats du 11 septembre 2001, le gouvernement américain a forcé la baisse des taux pour relancer l'économie. Le marché immobilier a connu un véritable engouement, et les banques ont accordé des crédits immobiliers sans se soucier des garanties. Dans les années qui suivent, la hausse des taux d'intérêt place certaine famille dans l'incapacité de rembourser leurs mensualités. Les maisons sont mise en vente, le marché immobilier s'écroule, baisse des prix, et les banques n'arrivent pas à retrouver leur argent. Après les attentats du 11 septembre 2001 et pour relancer l'économie et inciter les américains à l'investissement, particulièrement en logement, le gouvernement américain a réduit le taux d'intérêt : durant l'année 2001, le taux d'intérêt directeur de la FED a été abaissé 11 fois le ramenant à 1 % en juillet 2003, soit le niveau le plus bas depuis 1954.

Ce phénomène a permis de déduire les intérêts hypothécaires de l'impôt : incitation à l'endettement, forcé les banques à prêter jusqu'à 110% de la valeur du bien hypothéqué. Dans ce cadre les emprunteurs à risque ont contracté des emprunts immobiliers moyennant un taux d'intérêt directeur de la FED, majoré d'une prime de risque, « subprime », pouvant être très élevée.

Ceci a conduit à une augmentation des crédits immobiliers et à un gonflement de la demande immobilière surtout pour la clientèle moins fortunée. Ainsi, par exemple, en 2005, 52% des hypothèques rachetées par Freddie Mac et Fannie Mae proviennent des ménages assez moyens. Cette hausse de la demande s'est traduite par une hausse de prix qu'on peut qualifier de bulle immobilière. La crise immobilière actuelle est causée par les « subprimes », il convient alors de définir qu'un ce qu'un « subprime »?

2. le concept de la crise :

Il existe aux Etats Unis trois niveau types de crédit qui varient selon le degré de risqué attaché à l'emprunteur :

- 1) **Les crédits « prime »** : leurs taux d'intérêts sont faible vu le niveau de risque bas sous-jacent (emprunteurs aisés)
- 2) **Les crédits « subprime »** : leurs taux d'intérêts sont très élevés vu le degré de risque que présente leur demandeur qui sont simulés à des ninja (no income, no job or asset) c.-à-d. des personne sans revenus, sans emploi et sans patrimoine.
- 3) **les crédit «Alt-A»** : catégorie intermédiaire entre la note peu risquée «prime » et risquée « subprime », il sont octroyé aux ménages à des revenus relativement stables.

3. Le prêt hypothécaire subprime :

Historiquement C'est un terme financier qui a été popularisé par les médias au cours de la "crise financière" de 2007 et implique que les institutions financières accordant des crédits à des emprunteurs considérés comme étant « subprime ».

Les « subprimes » emprunteurs ont une meilleure perception du risque de défaut de paiement, tels que ceux qui ont des antécédents de délinquance ou de prêt par défaut, ceux qui ont enregistré la faillite, ou ceux avec peu de dette d'expérience.

Bien qu'il n'existe pas de définition normalisée, les États-Unis dont les prêts « subprimes » sont généralement classés comme celles où l'emprunteur a un pointage de crédit en dessous d'un certain niveau ou norme. Les Prêts « subprimes » englobent une variété de types de crédit, y compris les hypothèques, les prêts-auto, et les cartes de crédit.

Tab. 1 Les acteurs du marché des prêts à risque¹

<i>Rang</i>	<i>Emprunteurs</i>	<i>Portefeuille de prêts au 4ème trimestre 2006, en milliards d'Euros</i>	<i>Faillite déclarée</i>
1	HSBC Finance	12.3	21 septembre 2007
2	New Century	12.2	2 Avril 2007
3	Country Wide	10.1	Refinancement de 12 milliards le 22 mai 2008
4	WMC Mortgage	9	26 décembre 2007
5	First Franklin (Merrill Lynch)	7.08	5 mars 2008
6	Wells Fargo	7.4	26 novembre 2007
7	Option one	6.1	4 décembre 2007

Les prêts subprime représentent approximativement 20%² des nouvelles émissions de prêts hypothécaires américains en 2006 contre 6% en 2002..50% des emprunteurs concernés par ce type de prêts ne disposent pas des documents complets concernant leur revenu. En langage plus technique des personnes « *aux scorings de crédit insuffisants* » La majorité des emprunteurs concernés on un ratio de dette/revenu (D/R) dépassant 55% et/ou un ratio prêt/valeur du bien (P/V) excédant 85%. Deux tiers de ces prêts sont à taux variables : « adjustable rate mortgages 2/28 ». Ce sont des prêts consentis à taux fixe plus bas que les taux de marché sur les deux premières

¹ Source : les échos

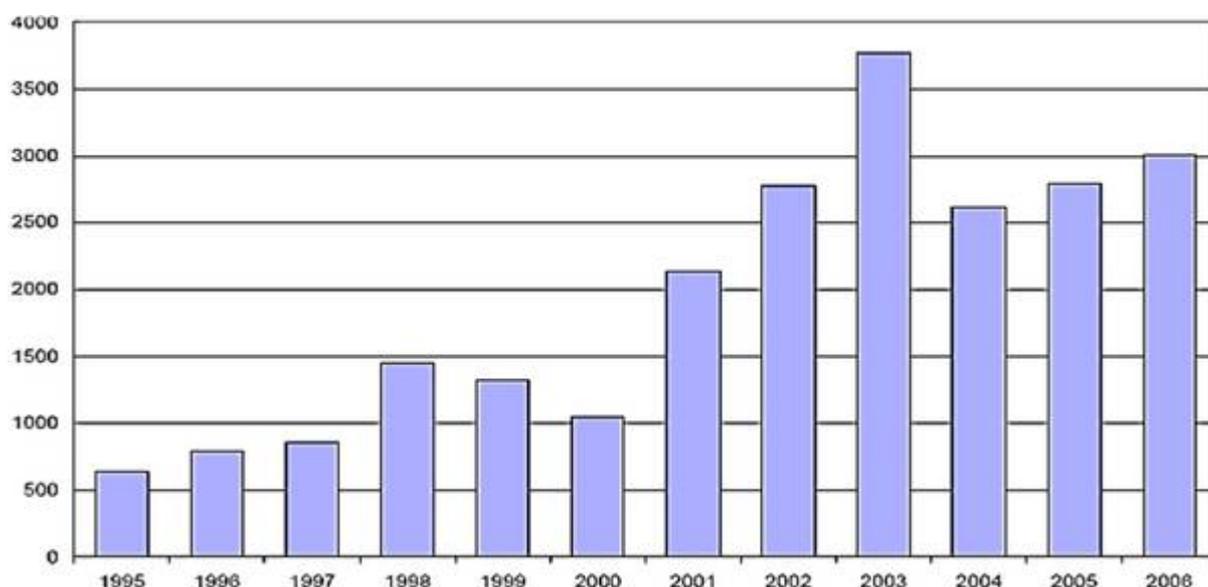
² Source Crédit Suisse, ce chiffre diffère selon les sources qui ont chacune une définition propre des crédits considérés comme « *subprime* »

années (*teaser rates*) et qui sont transformés à l'issue de cette période en prêts à taux variables. Cette modification des taux (*reset*) ayant pour conséquence d'alourdir la charge de la dette pour les emprunteurs.

Le taux révisable est indexé sur le taux directeur de la Fed; il est majoré d'une « *super prime de risque* ». (« *subprime* ») qui peut être très élevée. Certains prêts sont nommés « **Ninja** »: « *No Income, No Job or Asset* » (*pas de revenu, pas d'emploi ni d'actif à mettre en garantie*).

Donc Les "Subprimes" sont des prêts hypothécaires accordés aux foyers dits "à risque", en situation financière précaire. Ces prêts ont permis à toute une catégorie d'Américains d'accéder à la propriété. La crise des subprimes est une crise qui a touché le secteur des prêts hypothécaires américains et qui a participé au déclenchement de la crise financière de 2007-2008, qui s'est aggravée en 2008.

Graphique 1: emission anuelles de prêts hypothécaires aux ménages américains en milliards de dollars (source : inside Mortgage Finance)



Le remboursement des prêts hypothécaires est garanti par une hypothèque sur un bien immobilier, ces hypothèques ont toujours représenté un investissement très sûr. Les banques se sont rendues compte qu'il est très rentable de grouper des prêts hypothécaires dans des "bons", et de les vendre ensuite à des investisseurs. Elles touchent alors une commission et transfèrent le risque à l'acquéreur. Ce système s'est avéré très avantageux et il a fallu trouver de

nouvelles hypothèques. Les banques ont alors commencé à accorder des prêts hypothécaires à des foyers moins riches, donc plus risqués (les "Subprimes").

Les agents économiques, et les ménages en particulier, se sont mis à investir massivement dans l'immobilier, secteur qu'ils ont jugé le plus apte à accueillir des capitaux et le plus sécurisant.

4. La Croissance du marché des subprimes:

Tout a commencé vers la fin de l'année 2000 aux États-Unis. Après plus de 8 ans de croissance tirée par les nouvelles technologies, la bulle Internet a éclaté et mis fin à l'ère de la « nouvelle économie ». Ceci a entraîné la chute des places boursières et enclenché une récession aux États Unis. Une récession qui s'est accentuée avec les événements du 11 septembre 2001 et qui a plongé l'ensemble de l'économie mondiale dans une phase critique.

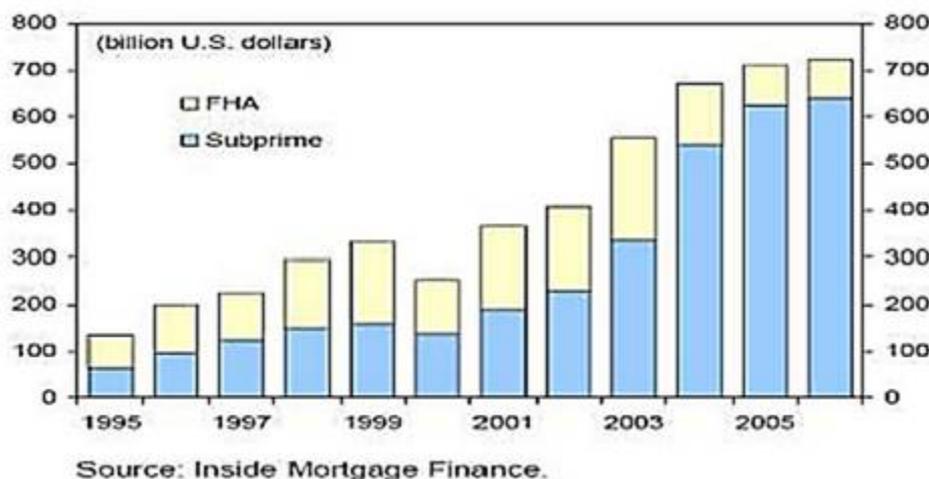
Pour relancer la croissance et rétablir la confiance des consommateurs, la banque centrale américaine : la Federal Reserve (FED) a opéré une série de baisses de taux d'intérêts jumelée à une dérégulation massive du secteur bancaire. Des initiatives qui ont eu les effets escomptés puisqu'elles ont permis au PIB américain de croître de 0.7% en 2001, de 1.5% en 2002 et de 2.5% en 2003.

Profitant de taux fixe/bas, des ménages américains dont le profil de risque était élevé (ninja) ont afflué vers les prêts immobiliers, la chose qui a soutenu la forte croissance des États-Unis, mais a fortement endetté les ménages moyens.

Tant que le prix de l'immobilier n'as pas cessé d'augmenter depuis 1945, les banquiers ne voyaient pas de risque et n'envisageaient même pas un retournement de tendance en s'appuyant sur la loi faible des banquiers "les emprunteurs ne peuvent pas faire défaut ensemble et au le même temps!" Et même au cas de défaut des emprunteurs, cette défaillance devait être plus que compensée par la vente du bien hypothéqué. Les crédits subprime ont ainsi fortement progressé,

en 5 ans, ils ont augmenté à un rythme spectaculaire leur part dans le total des crédits est passée (figure 1) de 10% soit 200 Md\$ en 2001, à 30% soit 640 Md \$ en 2006.

Graphique N°2 :Evolution des crédits subprimes



En plus de prêter à un taux bas dit préférentiel, les crédits subprimes étaient rechargeables, c'est-à-dire que régulièrement on prenait en compte la hausse de la valeur du bien en hypothèque, et on autorisait l'emprunteur à se ré-endetter du montant de la progression de la valeur de son patrimoine.

Exemple : En 2002 M. *Jonhson* a aqvi, à crédit octroyé par sa banque *Leahman Brothers* et remboursable sur 30 ans, une maison à Floride à 150.000,00\$ au taux préférentiel fixe de 2,95% pendant les cinq premières années, la maison est automatiquement mise en hypothèque comme garantie en cas de défaut de remboursement par M, Jonhson. En 2005 on estime une appréciation de la valeur de la maison à 220.000,00\$.

M, Jonhson désire changer sa voiture Ford et acheter un Hummer, Dès lors il peut faire appelle une deuxième fois à sa Banque et percevoir un autre prêt allant jusqu'à 70 000,00\$ (150.000-220.000) tant que la valeur de l'immeuble en hypothèque couvre totalement le crédit entier (Premier et deuxième). Ainsi de suite à chaque fois qu'il y a une estimation à la hausse de la maison M.Jonshon a donc la possibilité de solliciter d'autres crédits de sa banque.

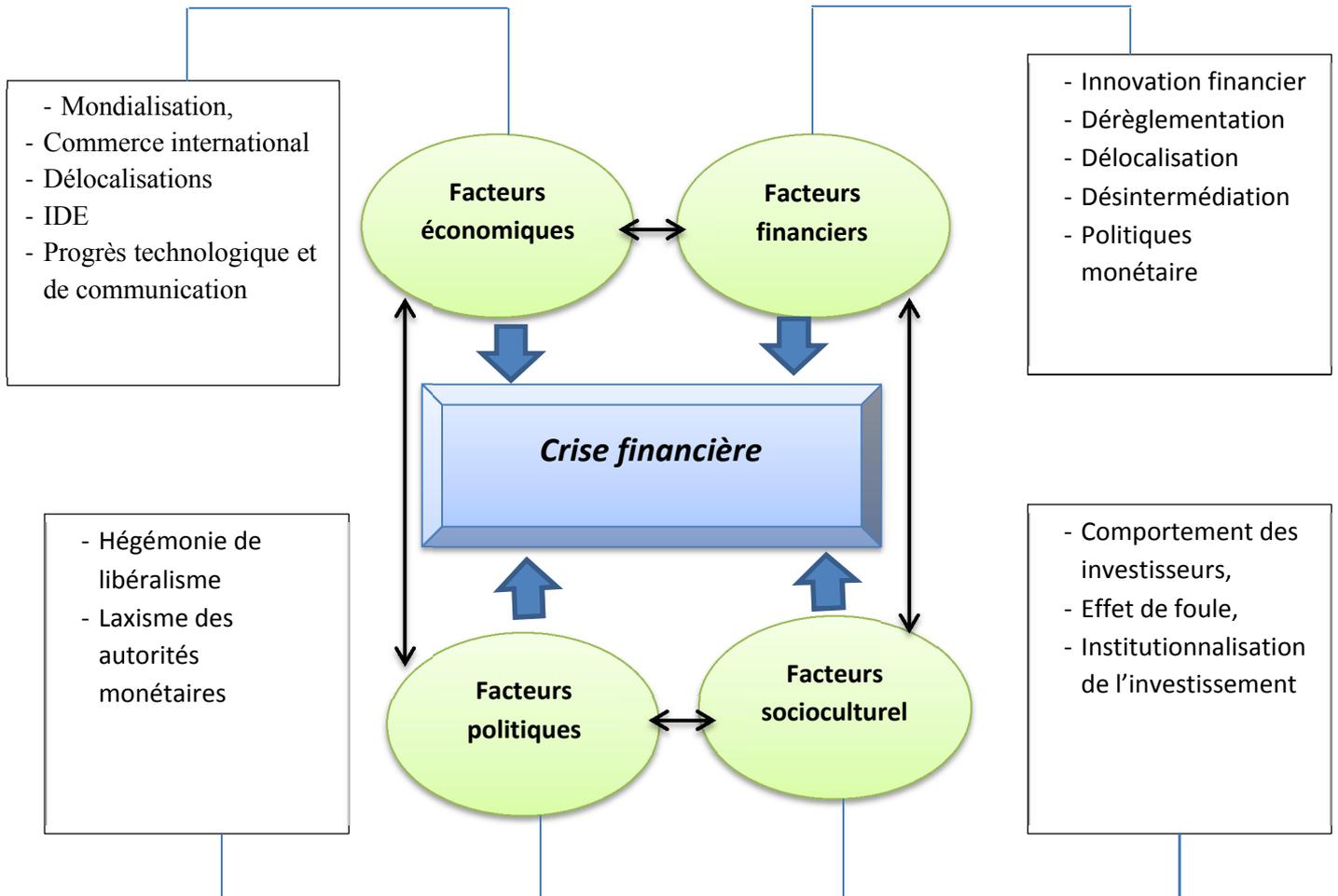
Section 2 : Les facteurs à l'origine de la crise :

La crise actuelle est une crise systémique. La crise des 'subprimes', n'est que l'étincelle qui a failli faire sauter tout le système. Les facteurs déclencheurs ou d'exacerbation sont multiples. Le système financier mondialisé est un système social, ouvert et complexe. Il est de ce fait impossible de déterminer des relations de causes à effets directes. Les relations entre les différents facteurs sont du type circulaire. Chaque facteur est en même temps la cause et l'effet d'une relation causale complexe et dynamique. C'est pourquoi les analystes n'arrivent pas à se mettre d'accord sur telle ou telle cause. Chacun désigne l'autre comme coupable. Pour les institutions qui ont souffert des effets de cette crise, c'est la faute à la normalisation comptable. Pour les investisseurs et les normalisateurs comptables, c'est la faute à l'irresponsabilité des institutions financières.

En faite, les origines de la crise financière actuelle sont nombreuses. Il y a ceux qui relèvent de l'environnement des affaires après la crise des valeurs boursières de 2001 (taux d'intérêt anormalement bas, encouragement de la consommation, donc de l'endettement des ménages, des entreprises et de l'Etat...). D'autres sont dues à l'hégémonie d'un système politique néolibéral au service du capital (mondialisation, déréglementation, recherche du profit, politiques à court terme, lobbying du congrès américain...). Enfin, un certains nombre de facteurs ne sont pas la cause directe de cette crise, mais ont contribué à son exaspération, telle la méthode d'évaluation des actifs financiers ou le déficit décisionnel des autorités américaines.

Sans être exhaustif, le schéma 1 de la page suivante reprend les principaux facteurs qui ont transformé l'éclatement de la bulle immobilière en crise systémique mondiale.

Schéma 1 : les facteurs de la crise financière 2007-2008



1. Facteurs financiers :

Les facteurs financiers sont nombreux, les plus importants sont les innovations financières de plus en plus complexes avec comme objectif de placer les surplus de liquidité à des taux de rentabilité élevés, la déréglementation, la désintermédiation, le décloisonnement et des politiques monétaires conjoncturelles...etc

1.1 Politiques monétaires :

Le taux d'intérêt de référence de la banque fédérale américaine est responsable autant de la formation de la bulle que de son éclatement. En effet, après la crise boursière de 2000, l'économie réelle est durement touchée par une chute importante des investissements et une augmentation du chômage. Pour éviter de rentrer en récession, les autorités américaines ont opté pour une politique de stimulation de la demande par le crédit. La banque fédérale a ramené le taux de référence de 6,5% en 2001 à moins de 1% en 2003. C'est ce taux, anormalement bas (inférieur au taux d'inflation, donc négatif), qui a encouragé l'endettement des ménages, des entreprises et de l'Etat. D'un autre côté, les détenteurs de liquidités (banques, actionnaires, fonds souverains, fonds de pension et bien d'autres) tant interne que ceux venant de l'extérieur à la recherche de rentabilité élevée, ont cherché d'autres sources d'emplois plus rémunérateurs. Cet 'argent facile' associé à la volonté de gagner toujours plus a poussé les institutions financières à prendre des risques excessifs sur les marchés financiers (Davanne, 1998). D'où, la facilité d'octroi de crédits hypothécaires de toutes sortes, et la mise en place de produits dérivés à des conditions très favorables, même à des familles à faible revenu, ce qui a permis la formation de la bulle immobilière.

C'est aussi le même taux d'intérêt qui est à l'origine de l'éclatement de cette bulle et l'effondrement des crédits hypothécaires à risque. A partir de 2006, le taux de référence a repris sa montée (de 1% en 2004 à plus de 5% en 2006). Les charges financières des emprunts se sont considérablement alourdies avec pour certains crédits à risque des taux dépassant les 15%, voir plus.

La Fed a augmenté le taux de référence pour plusieurs raisons. La première est une réaction à la baisse de la valeur du dollar par rapport à d'autres devises, particulièrement l'Euro. La deuxième, pour placer les bonds du trésor US à l'étranger pour financer leur budget, déjà largement déficitaire. Enfin pour tenir compte de l'évolution de l'inflation et de la croissance américaine.

Les emprunteurs, souvent à très faible revenus et fortement endettés se trouvent, pour un grand nombre d'entre eux, dans l'impossibilité d'effectuer le service périodique de leur dette. Cette situation est qualifiée de "payement shock". Avant l'éclatement de la bulle immobilière, l'emprunteur en difficulté arrivait facilement à repousser les échéances en empruntant à nouveau tant que le 'loan to value ratio' est inférieur à un. Mais avec la chute du prix des logements, cela n'a plus été possible. S'il ne pouvait pas payer, son bien est saisi. Environ un million d'emprunteurs ont, fin Août 2007, perdu leur logement. Le taux de défaillance de paiement sur les crédits 'subprime' dépassait, à cette période, les 15%.

La chute des prix s'est ainsi auto alimentée avec l'augmentation des défaillances et des saisies.

1.2 Crédits hypothécaires à risque :

Les crédits hypothécaires à risque appelés 'subprime' sont une innovation financière consentis à des ménages à la solvabilité fragile pour permettre à de petits salariés, voire chômeurs, de devenir propriétaires. Ces crédits, appelés '*adjustable rate mortgages* ou subprime ARMs', sont remboursables, avec des taux qui varient à partir de la deuxième ou la troisième année de l'octroi du crédit. Ils comportent des taux d'intérêt usuraires et des frais élevés, sur des durées très longues pouvant atteindre 50 ans ou plus. En hypothéquant le bien acheté, la banque est, en principe, assurée du remboursement de son prêt en cas de défaillance de l'emprunteur, sauf si le prix du bien hypothéqué chute en dessous du montant de l'emprunt. C'est le cas de la crise des 'subprime' actuelle. Ces prêts sont octroyés par les banques commerciales aux groupes d'emprunteurs qualifiés de *NINJA (no income, no job and no asset)*.

1.3 Titrisation :

La titrisation est un outil de l'ingénierie financière relativement récent qui consiste à adosser des titres à un portefeuille d'actifs divers (le plus souvent des créances), à transformer des actifs financiers en titres qui peuvent ensuite être vendus sur le marché des capitaux. De manière générale, Andreas Jobst définit la titrisation comme une opération « consistant à regrouper certains types d'actifs pour les restructurer en titres portant intérêts ». C'est d'abord aux Etats-Unis que les opérations de titrisation ont débuté au début des années 1970 concernant des prêts hypothécaires, sous l'impulsion des trois grandes agences américaines (Freddie Mac, Fannie Mae, Ginnie Mae) avant de se répandre et de se complexifier depuis la deuxième moitié des années 1980. Les actifs titrisés sont sortis du carcan originel des prêts hypothécaires, l'opération de titrisation s'est considérablement complexifiée et est devenue un outil financier utilisé par les banques comme les entreprises, aux Etats-Unis comme en Europe. Concernant les volumes, la progression a été extrêmement rapide puisque l'on est passé de quelques millions de dollars dans les années 1970 à quasiment un équivalent de 2 000 milliards de dollars d'actifs titrisés aux Etats-Unis et de presque 400 milliards d'euro pour le marché européen il y a quelques années.

Cette innovation financière d'importance considérable a brusquement reçu toutes les attentions en étant l'un des acteurs principal de la crise financière actuelle. Parfois mise en accusation comme principal coupable de la crise, souvent considérée comme un symbole de la complexification et de la perte de contrôle des marchés financiers, l'opération de titrisation est devenue l'objet de toutes les questions. En ce sens : comment comprendre la titrisation à travers le prisme de la crise financière actuelle ?

1.3.1 définition :

Les prêts bancaires vont de plus en plus être transformés en titres de créances négociable TCN sur un marché (aspect principal de la désintermédiation). La titrisation par le premier paragraphe de l'article 2 de la loi N° 10-98 relative à la titrisation des créances hypothécaire : « Titrisation : l'opération financière qui consiste à acheter des créances hypothécaires dont le prix est payé par le produit de

l'émission de parts représentatives de ces créances, et le cas échéant, par le produit de l'émission d'un emprunt obligataire adossé aux dites créances conformément aux dispositions de la présente loi ». Les parts représentatives sont également appelées certificats de titres représentatifs du droit de propriété.

1.3.2 La titrisation, une innovation de grande importance :

Formellement, la titrisation est apparue, pour la première fois aux Etats-Unis dans les années 1970. À cette époque, elle venait répondre à un besoin de financement dans le secteur de l'immobilier résidentiel, caractérisé par une conjoncture de taux d'intérêts élevés et d'une réglementation stricte en matière de rémunération des dépôts (la réglementation Q). Les éléments fondateurs de cette technique, quant à eux, remontent à une phase historique antérieure. Après l'effondrement du système des saving and loans (qui finançaient le logement par la collecte de fonds à court terme et en prêtant à long terme) suite à la grande dépression des années 1930 2, l'administration Roosevelt créa, alors, trois organismes :

- ✓ *En 1932 : La Fédéral Home Loan Bank (FHLB) : qui arrêta la réglementation applicable aux caisses d'épargne, avec pour objectif de créer un marché secondaire.*
- ✓ *En 1934 : La Federal Housing Authority (FHA) : qui proposa une assurance contre les risques de défaillance sur le marché hypothécaire et imposa une standardisation des garanties et des prêts.*
- ✓ *En 1938 : La Federal National Mortgage Association (FNMA) : entité surnommée Fannie Mae, ayant statut d'agence gouvernementale et pouvant acheter les prêts hypothécaires et les Conserver 3. FNMA été, alors, chargée de la stabilisation du marché hypothécaire en achetant les prêts auprès des établissements financiers et en se finançant sur le marché obligataire. La garantie des créances hypothécaires était, de sa part, attribuée à la FHA et la Veteran Administration (VA).*

Après des années de succès, ce modèle a atteint ses limites, pour un ensemble de raisons notamment la croissance de l'encours des créances

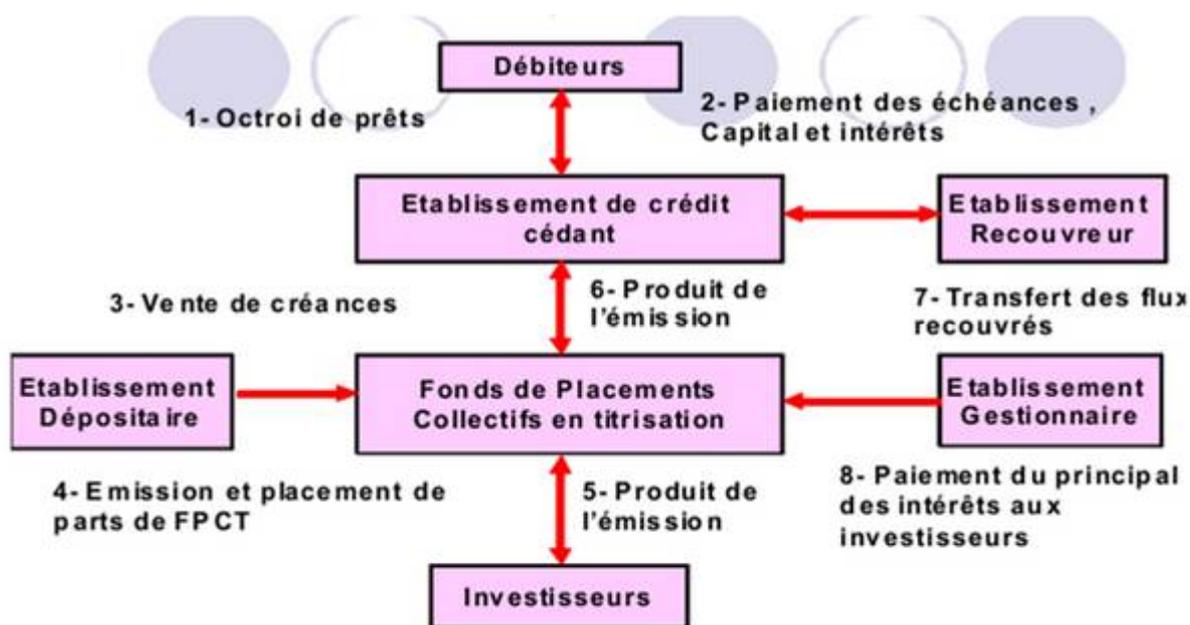
hypothécaires, la hausse des taux d'intérêt ou encore la concurrence qui émergeait sur le marché du logement.

Pour faciliter le refinancement des prêts hypothécaires, les pouvoirs publics ont adopté une réforme à partir de 1968. FNMA a été scindé en deux organismes : l'un conservant son nom et ses fonctions antérieurs et l'autre prenant le nom de *Gouvernement National Mortgage Association (GNMA ou Ginnie Mae)*. Doté d'un statut public, on a lui donné pour mission d'accorder la garantie de l'Etat fédéral aux certificats représentatifs des créances hypothécaires qui étaient émis par les établissements de crédit aux standards FHA ou VA. En 1970, un autre organisme vit le jour, la *Federal Home Loan Mortgage Corporation (FHLMC ou Freddie Mac)*, une agence fédérale qui, sous sa propre signature, assume des tâches proches des deux précédentes (FNMA et GMA). Ce sont ces institutions qui ont permis de faire démarrer la titrisation aux Etats-Unis⁴.

Il est important de souligner à ce stade que le marché de l'immobilier a toujours représenté la véritable motivation pour le démarrage de la titrisation. Qu'il s'agisse de sa version initiale des années 1930 ou de celle des années 1970, la titrisation est venue répondre aux besoins de ce marché. Nous verrons plus loin que cela restera valable pour la troisième phase du développement de la titrisation, c'est-à-dire celle que nous avons connue durant les années 2000.

De manière plus générale, on peut schématiser l'opération de titrisation en la simplifiant :

Schéma N°2 : l'opération de titrisation



Les débiteurs reçoivent des crédits de l'établissement de crédit à long et moyen termes (1) en contrepartie du paiement à l'échéance du prêt principal plus l'intérêt (2). Mais vu que ce prêt est de longue durée, l'établissement de crédit en se basant sur des facteurs, il cherche à se refinancer sur le court terme pour redistribuer de nouveaux crédits. Cet objectif est atteint par la titrisation, où l'établissement de crédit vend un lot de ses créances (3) au FPCT, ce dernier émet des parts représentatives de ces créances, à l'aide de l'établissement gestionnaire (4). Ainsi, ces parts sont placés aux investisseurs, lesquels deviennent copropriétaires du fonds et des flux (intérêts et principal) générés par les créances (5), les flux générés sont affectés à l'établissement cédant (6), ensuite, l'établissement recouvreur assure le recouvrement des créances à l'échéance (7), et l'établissement gestionnaire-dépositaire paie le principal et l'intérêt aux investisseurs (8).

La crise de l'été 2007 va provoquer de nombreuses remises en question et mettre en cause des systèmes déficients :

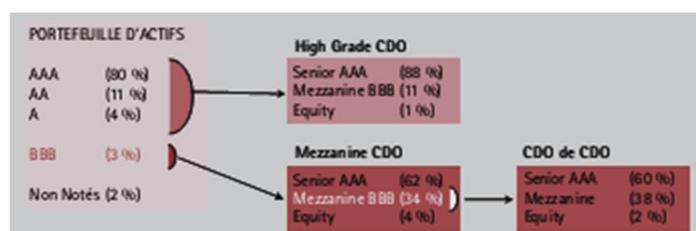
- ✓ L'un des acteurs clés de la finance est pointé du doigt, il s'agit des agences de notation qui n'ont pas su anticiper la baisse du marché immobilier américain et abaisser la note des organismes de crédits à risque.

- ✓ Le non transparence des véhicules financiers liés aux subprimes et leur mauvaise catégorisation sont également remis en cause : certains véhicules étaient classés en produit monétaire correspondant à des produits à risque faible.

1.3.3 Typologie des titres de la titrisation :

MBS (Mortgage-Backed Securities) : titres adossés à prêts hypothécaires liés au finance-ment de biens immobiliers. **RMBS** : prêts immobiliers résidentiels (dont les subprimes). **CMBS** : prêts immobiliers d'entreprises. **ABS** (Asset-Backed Securities): titres adossés à un portefeuille de créances non hypothécaires (prêts à la consommation, encours de cartes bancaires, prêts étudiants, prêts automobiles...). **CDO** (Collateralized Debt Obligations) : titres adossés à des portefeuilles divers. **CMO**: prêts hypothécaires (dont les subprimes). **CLO** : prêts bancaires (loans). **CBO** : obligations (Bonds). CDO de CDO (**CDO2**) voire de CDO 2(CDO3). **CSO** (Collateralized Synthetic Obligations) : dérivés de crédit (**CDS** : Credit Default Swaps).

Schéma N°3: Construction de CDO



Le développement de la titrisation a été particulièrement rapide. Si l'on considère le marché des MBS/CMO et des ABS obligataires, l'encours fin 2007 aux États-Unis s'élève à près de 10 000 milliards de dollars, soit une multiplication par trois en dix ans (figure 1.12). Ce marché représente près de 40 % du marché obligataire, loin devant les obligations émises par les entreprises (5 800 milliards de dollars) ou par le Trésor (4 500 milliards de dollars).

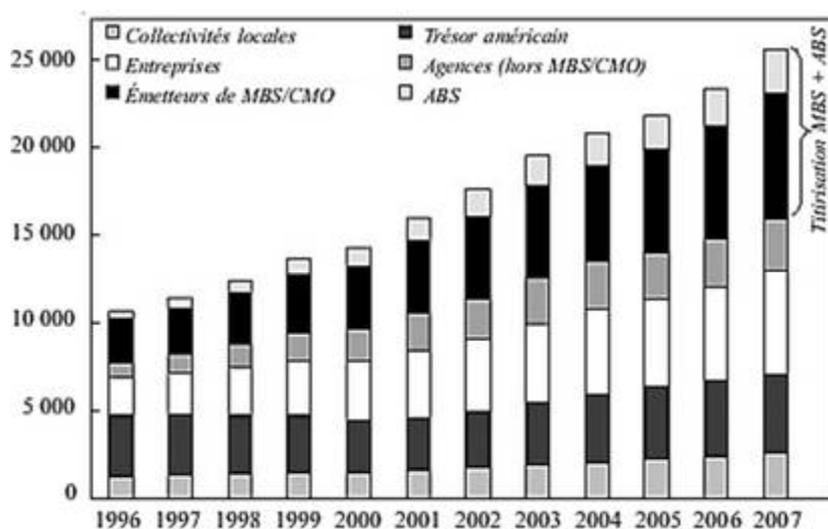
En Europe, le marché de la titrisation est différent du marché américain. On distingue en effet les covered bonds (Pfandbriefe en Allemagne obligations foncières en France...) qui composent environ la moitié du marché, et les ABS qui composent

l'autre moitié. Pour ce qui est du marché des ABS, le marché européen est relativement modeste comparé au marché américain : au maximum, les émissions d'ABS ont atteint 100 milliards d'euros au deuxième trimestre 2007, contre 238 milliards d'euros(21) aux États-Unis sur la même période.

Graphique N°3 : Le marché de la titrisation aux États-Unis

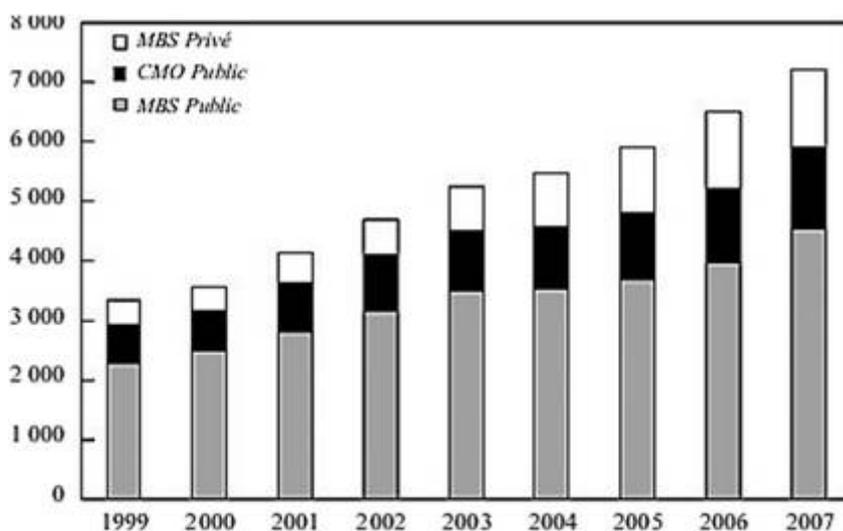
a. *Marché obligataire par type d'émetteurs*

Encours en milliards de dollars



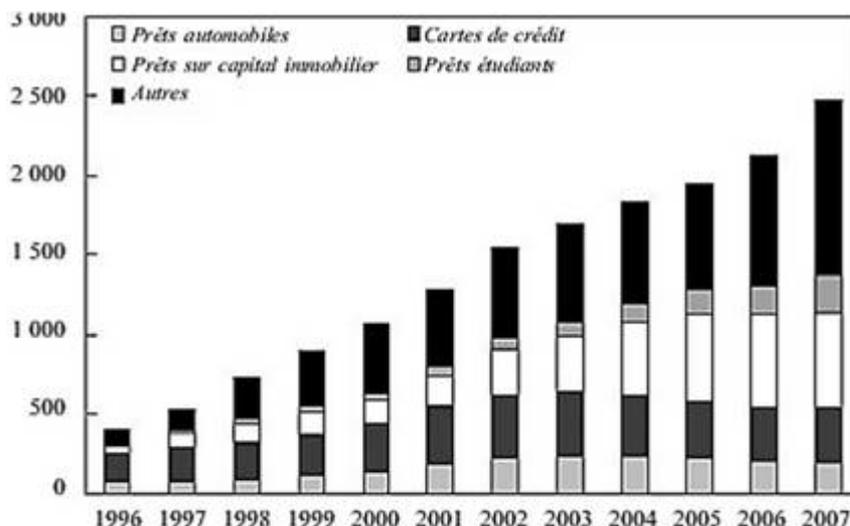
b. *Marché des MBS*

Encours en milliards de dollars



c. Marché des ABS

Encours en milliards de dollars



Source: Securities Industry and Financial Markets Association (SIFMA)

1.3.4 Avantages de la titrisation :

La titrisation permet aux initiateurs de diversifier leur refinancement, de gérer au mieux leur bilan et les risques qui s’y trouvent.

Point de vue des organismes initiateurs

✓ Diversification du refinancement

Traditionnellement pour pouvoir octroyer des prêts immobiliers les «initiateurs» de ces crédits se refinaient sur les marchés financiers. Pendant longtemps cette base de refinancement a existé mais s’est révélé trop étroite, avec peu d’intervenants et donc trop peu liquide. Aux Etats Unis, le financement des prêts immobiliers avait une base essentiellement locale. L’émission de titres adossés à des créances a permis d’amener de nouveaux investisseurs qui en achetant ces titres refinaient les prêts immobiliers. Le marché sur lequel se refinaient les initiateurs est ainsi devenu plus large et plus liquide.

✓ Gestion du bilan

Les initiateurs de crédits sont soumis à des contraintes de ratio de fonds propres de l’ordre de 4% sur les prêts hypothécaires. S’ils disposent de créances, ils doivent détenir un montant associé de fonds propres. La cession de leurs créances au

SIV (qui n'a pas d'obligation de fonds propres), permettent aux initiateurs de bénéficier d'un assouplissement des contraintes de fonds propres.

✓ Outil de gestion des risques

Avec la titrisation, on est passé du modèle traditionnel *buy and hold* au modèle *originate to distribute*³, de ce fait les risques encourus sur les engagements sont redistribués sur les marchés. Cette réduction des risques portés au bilan concerne aussi bien les risques de liquidité, que les risques de défaillance, ces derniers étant tous les deux transférés au détenteur de titres. La titrisation constitue donc un outil de gestion de risques pour l'initiateur qui en cédant ses créances à un « véhicule » sort du bilan tout ou partie des risques concernés.

Point de vue des investisseurs : acquéreurs de produits titrisés

La titrisation assure aux investisseurs la possibilité de diversifier leur portefeuille avec des produits présentant un profil risque rendement intéressant.

✓ ***Diversification de leur portefeuille***

Il existe une large gamme de produits titrisés aussi bien du point de vue des profils que du terme⁴ de remboursement, ce qui fait de la titrisation un outil de diversification de portefeuilles pour les investisseurs ; outil de diversification garanti par la notation des agences, le réhaussement des monoline ou encore les swap qui protègent les investisseurs contre les chutes de la valeur de marché des produits titrisés.

✓ ***Rentabilité***

Historiquement les titres adossés à des créances ont une rentabilité plus élevée que celle des bons du trésor ou des obligations d'entreprise pour un même rating, écart du principalement à l'incertitude sur le calendrier des flux de remboursement. Historiquement, la rémunération aux Etats Unis des créances notés AAA titrisés, a été de 100 à 200 points de base au dessus des bons du trésor, quand celle des obligations d'entreprises notée AAA n'étaient que de 30 à 90 points de base.

³ Créer un actif et transférer les risques sur d'autres gens.

⁴ La titrisation classique est représentée par les émissions de billets de trésorerie (asset backed commercial paper) (court terme) et d'asset backed securities (Moyen Long terme)

L'opération de titrisation s'apparente donc à une opération « gagnant- gagnant », toutefois cette opération, comme l'aura révélé la crise de 2007, engendre des risques dont certains sont de nature à causer de grands troubles financiers du fait de l'opacité entourant l'opération de titrisation.

1.4 Déréglementation, désintermédiation:

« *La désintermédiation, la déréglementation et la libéralisation financières ainsi que la titrisation sont probablement les évolutions les plus marquantes observées sur les marchés de capitaux au cours de la dernière décennie. Elles ont non seulement profondément modifié le paysage financier mais également le contour de la liquidité.* » (CLERC L., 02-2008) La déréglementation financière initiée au cours des années 1980 ainsi que la fin des parités fixes de change sont à l'origine de plusieurs crises : le krach de Wall Street en octobre 1987, la crise des caisses d'épargne américaines 5, la crise du système monétaire européen de 1993, la débâcle russe ainsi que celle du Mexique en 1995, celle de nombreux Etats d'Asie du sud-est et d'Amérique latine (1997-1998), de la « nouvelle économie » en 2001 avec l'éclatement de la « bulle Internet » en 2001-2002 (Le Monde Diplomatique, mercredi 8 août 2007). Pour Plihon (2000), « l'origine des crises peuvent être expliquées, en grande partie, par les comportements spéculatifs des banques induits par la libéralisation financière». En effet, les plus grandes banques à travers le monde ont créé leurs '*dealing rooms*', à l'exemple de la Société Générale, où des centaines de milliards de dollars sont quotidiennement engagés dans des opérations spéculatives.

Avec la désintermédiation, le système bancaire n'est plus seul à offrir du crédit. D'autres institutions financières non bancaires sont venues concurrencer les banques en mettant de la liquidité en circulation. « *Cette 'finance facile' a, d'un autre côté, exacerbé la tentation des investisseurs de prendre davantage de risques et d'avoir plus largement recours à l'endettement, alimentant ainsi l'expansion du crédit et de la monnaie.* » (Clerc,02-2008).

1.5 Mondialisation :

«*La mondialisation a contribué à la crise financière actuelle et servira sans aucun doute également à sa solution.* » (Geisst, 2009) C'est une crise

systémique dans un monde de plus en plus complexe. Aucun facteur ne peut seul provoquer une telle crise. C'est le cas de la mondialisation des échanges. En effet, l'abolition des frontières au déplacement des capitaux avec la dérèglementation, la désintermédiation, les innovations financières, le développement sans précédent des moyens de transport et de communication dans une économie mondialisée, ont exacerbé la crise et ensemble ont permis l'apparition et propagation à une vitesse inattendue de cette crise à tous les pays du monde. C'est dans ce contexte qu'il est devenu impossible de localiser les risques créés par la complexité des produits structurés et la dégradation des standards d'octroi de crédits. C'est aussi pour cette raison qu'une simple crise de crédits hypothécaires (qui représentent moins de 50% des actifs des banques les plus exposées), a augmenté l'incertitude relative à la valeur réelle des actifs financiers détenus par toutes les banques quelque soit leur pays de domiciliation. Par effet de contagion (Aglietta, 1999), même celles qui ne sont pas exposées au marché des crédits immobiliers sont soupçonnées de détenir des produits 'toxiques'. Cette incertitude s'est transformée en crise de confiance majeure.

2. Facteurs économiques :

Dans le fordisme, la croissance et l'activité économique sont déterminées suivant une logique productiviste de création de valeur ajoutée dans l'entreprise non financière (la période des trente glorieuses). Avec les politiques macroéconomiques des dernières décennies, la croissance est déterminée par la consommation rendue possible par l'endettement des ménages, des entreprises et de l'Etat. Le modèle financiarisé actuel est entretenu par le crédit. *« C'est l'anticipation de la richesse future, telle que mesurée par la bourse, qui déclenche le processus de production. Les anticipations et la confiance en la finance sont donc déterminantes quant à la possibilité d'un tel régime (Boyer, 2009) »*. Il a suffi un assèchement soudain de ce dernier ('*credit-crunch*'), déterminant de l'activité économique, pour que la crise financière se transforme rapidement en crise de l'économie réelle et en dépression. La crise actuelle a fait ressortir les limites d'une accumulation tirée par la finance, mettant ainsi fin aux certitudes de ceux qui annoncent la

suprématie de la financiarisation comme mode d'accumulation en remplacement du fordisme (Aglietta, 1998).

3. Facteurs politiques :

La crise actuelle est de cette ampleur en raison de l'obstination du gouvernement américain refusant d'admettre que ses politiques sont à l'origine de la crise de confiance.

Les autorités politiques américaines ont souvent alimenté la crise. Qu'il s'agit de l'exécutif ou du congrès, le lobbying a poussé les autorités à prendre des décisions qui, sans évaluer leurs conséquences ont constitué des éléments du déséquilibre. «Des avertissements ont été donnés aux autorités de réglementation de l'imminence d'une crise, mais ils ont choisi de les ignorer, pensant que le marché peut s'autoréguler.» (Baily et Litan ,05-2009).

Les contradictions dans la politique économique et financière des autorités américaines sont apparues avec la crise et la recherche du coupable. La crise économique s'est transformée en crise idéologique entre les partisans de l'intervention de l'Etat et les libéraux, partisans du marché et de la mondialisation. (Sorman, 2009). Pour les partisans de l'intervention de l'Etat, la crise est née d'une insuffisance de réglementation, du laxisme et de l'inexistence d'un système de contrôle avec des pouvoirs étendus (Olivier Davanne, 1998). Alors que les libéraux accusent l'Etat d'interventionnisme à travers des décisions qui ont encouragé la spéculation, en favorisant l'endettement excessif des ménages. C'est en fait l'Etat et ses démembrements qui ont faussé le marché en inondant le marché de liquidité sans contrôle. « Anna Schwartz (cofondateur avec Milton Friedman, de la théorie monétariste) accuse Alan Greenspan et son successeur Ben Bernanke d'avoir inondé le marché d'une quantité de monnaie incontrôlée ». Elle rappelle en outre que « toutes les crises américaines ont toujours été générées par la surabondance de monnaie : elle seule permet la spéculation et les bulles. Réglementer les marchés financiers lorsque ceux-ci croulent sous l'argent, dit Anna Schwartz, est techniquement impossible. Pour cette raison, Milton Friedman recommandait que la monnaie soit gérée selon des critères arithmétiques et non pas au gré de l'humeur des banquiers centraux et des gouvernements » (Sorman, 2009).

Section 3 : La gestion et Le traitement de la crise de 2007

La crise de 2007 a eu l'effet de deux électrochocs dans le cadre de la gestion des politiques monétaire et de financement. D'une part, les banques centrales ont été amenées à revoir leurs fonctionnements traditionnellement reconnus et d'autre part, le tabou de l'intervention massive des autorités publiques dans les processus de financement des économies a été de facto levé. En effet, des mesures interventionnistes de sortie de crise ont été initiées autant par les banques centrales que par les autorités publiques. Ces deux aspects sont respectivement présentés ci-dessous.

1. Les banques centrales à l'œuvre :

Le dysfonctionnement des marchés interbancaires, dans le sens d'une sévère rareté de la liquidité, a amené les banques centrales à revoir leurs modes traditionnels d'intervention.

Pour bien comprendre cette redéfinition des modalités d'intervention des institutions en charge de la gestion des moyens de paiements et des systèmes financiers, un bref rappel de la politique monétaire conventionnelle est suivi d'un exposé sur les mesures de politiques monétaires de sortie de crise.

1.1 La politique monétaire conventionnelle

On désigne par politique monétaire conventionnelle les mesures prises par les banques centrales pour rendre opérationnel l'effet du taux directeur sur les activités d'intermédiation financière. Une banque centrale dispose de nombreux instruments pour mener une politique monétaire dont la gestion influe sur l'économie réelle à travers des canaux de transmission.

1.1.1 Les instruments de la politique monétaire

Le premier instrument de politique monétaire est l'open-market. Il s'agit pour la banque centrale de moduler la masse monétaire à partir de la vente ou des achats de titres, le plus souvent à court terme, sur le marché monétaire. Avec l'adoption du ciblage de l'inflation, l'encadrement de la croissance des agrégats monétaires a été progressivement complété par l'utilisation du second instrument : les taux directeurs. En fixant le taux directeur à un niveau souhaité, la banque centrale intervient

périodiquement à travers *l'open-market* pour influencer sur les taux interbancaires ; c'est-à-dire le taux auquel les banques se réfèrent pour leur besoin ou leur excès de liquidité. Les institutions financières parties prenantes à l'open-market sont souvent limitées en nombres. Par ailleurs, les opérations sont conduites sous forme d'enchère avec diverses modalités, que ce soit pour les opérations d'ajustements fins (*fine tuning*), pour le court et/ou le long terme.

Les banques centrales ont aussi recours aux réserves obligatoires. Il s'agit d'une fraction des dépôts des clients des institutions financières que celles-ci doivent constituer auprès de la banque centrale. Lorsque les réserves obligatoires ont un impact effectif, elles jouent autant comme un facteur régulateur de la masse monétaire que comme un instrument de régulation prudentielle. Dans le premier cas, elles permettent de contrôler le marché monétaire en accroissant ou en réduisant la demande de monnaie fiduciaire et donc, en dernier ressort d'influer sur les taux d'intérêt. Dans le second cas, à travers la contrainte d'avoir une écriture permanente dans les livres de la banque centrale, elles sont plutôt dissuasives pour les banques qui souhaiteraient, par exemple, s'engager dans une création monétaire excessive.

Par ailleurs, certaines banques centrales se présentent explicitement comme les prêteurs en dernier ressort afin d'assurer, au besoin, la stabilité des systèmes financiers. Pour ce faire, elles mettent à la disposition des banques ayant un besoin en ressources financières des fonds dits d'escompte, généralement rémunérés à un taux supérieur au taux directeur de base. Aussi, il semble important d'indiquer que les interventions des banques centrales sont souvent adossées sur des actifs. La nature de ces collatéraux, contreparties des emprunts des banques, s'avère être aussi un instrument de régulation monétaire. En effet, en relevant ou en abaissant les contraintes d'éligibilité de ces actifs, les banques centrales peuvent réguler la quantité de monnaie mise en circulation. Enfin, les banques centrales disposent de toute une gamme de mesures de réglementation prudentielle afin de mieux encadrer les établissements de crédits et éviter ainsi que le défaut des systèmes de paiements.

1.1.2 Les canaux de transmission de la politique monétaire

Les interventions de la banque centrale influent sur l'activité économique principalement à partir des variations des taux directeurs. Les mécanismes d'enchaînement de ces impacts sur l'économie réelle sont appelés les canaux de transmission de la politique monétaire. De façon simplifiée, la séquence de base des impacts est la suivante : les variations des taux d'intérêt jouent sur les comportements des ménages, des entreprises et des intermédiaires financiers, soit en modifiant le patrimoine des agents non financiers soit en affectant les équilibres sur les différents marchés autant des biens que des services.

Lorsque ces impacts sur l'économie réelle passent par les investissements ou la consommation, on parle du canal du taux d'intérêt. Quant au canal du taux de change, il illustre la transmission des signaux de la politique monétaire sur l'économie réelle à travers les échanges internationaux. Les effets de la politique monétaire se transmettent aussi via la valeur des titres financiers. Lorsqu'ils passent par l'effet de levier (voir Encadré 2), suite à la hausse des prix des actions des entreprises, il s'agit du canal du Q de Tobin. Le canal de l'effet de richesse en est le complémentaire. Il se met en place lorsqu'il est admis que les ménages lissent leur consommation par rapport à leur cycle de vie. Ainsi, une hausse de leur richesse se traduira par un accroissement de leur niveau de consommation favorisant ainsi les investissements. À ces trois mécanismes de transmission, généralement appelés le canal du prix des actifs, s'ajoute le canal du crédit qui se décline sous deux formes : le canal strict (ou étroit) et le canal large.

Le canal du crédit illustre la transmission de la politique monétaire sur l'économie réelle à travers les opérations d'intermédiation financière des banques. Ayant été établi que les conditions de refinancement des banques dépendent des variations des taux directeurs, ces institutions les répercutent sur les conditions de financement des économies. Dans ce cas, on parle du canal du crédit strict. Dans les économies soumises à une large intermédiation financière de marché, les variations des taux directeurs modifient les structures des bilans des entreprises à travers leurs dettes ou le coût de capital. Les effets induits sur les primes de risque déterminent les comportements sur les marchés financiers. Ce mécanisme de transmission est appelé

canal large, car il amplifie dans le canal du Q de Tobin et celui des taux d'intérêt. Par exemple, dans le cas d'une hausse des taux directeurs, l'endettement d'une entreprise s'accroît et entraîne ainsi une hausse des primes de risques associés à la valeur des titres qu'elle a émis. Une évolution défavorable sur les marchés boursiers aura in fine un impact négatif sur les investissements des entreprises et la consommation des ménages.

La première année du déclenchement de la crise (2007-2008), les banques centrales ont eu recours aux instruments traditionnels de gestion de la politique monétaire. À partir de septembre 2008, l'ampleur de la crise et la relative inefficacité des interventions conventionnelles des banques centrales ont amené celles-ci à repenser leurs méthodes d'action.

1.2 La politique monétaire de sortie de crise :

L'ampleur du dysfonctionnement des marchés interbancaires a rendu inopérants les instruments traditionnels d'intervention des banques centrales. Ni les injections de liquidité à travers l'open-market, ni l'assouplissement des conditions d'escompte n'ont pu enrayer la panique.

Des nouvelles stratégies monétaires pour la sortie de la crise financière internationale de 2007 se sont imposées. Les différentes mesures mises en œuvre ont visé à pourvoir en liquidités suffisantes les institutions financières, à soutenir ces dernières contre un éventuel défaut et à rétablir la confiance dans le fonctionnement du marché interbancaire.

1.2.1 Les mesures monétaires non conventionnelles

La crise financière de 2007 a ouvert la voie à de nouvelles formes d'intervention et de gouvernance de la politique monétaire appelées les mesures non conventionnelles.

Les mesures non conventionnelles sont principalement de trois ordres. La première mesure fut couramment appelée « la doctrine Bernanke » du credit easing. Il s'agit des circonstances où une banque centrale se substitue aux institutions financières pour financer indirectement les économies. Les modes opératoires de la banque centrale sont pour l'essentiel l'élargissement du refinancement et l'achat des actifs financiers. Du fait du nouveau rôle actif de la banque centrale comme intermédiaire financier au premier plan, les mesures constituant le crédit easing ont conduit à la modification de

la composition de bilan des banques centrales, tant à l'actif qu'au passif. Elles sont résumées dans le tableau ci-dessous.

Les banques centrales ont acheté des titres financiers auprès des banques afin de mettre à la disposition de ces dernières de la liquidité. Cela s'est traduit par une augmentation de la base monétaire, d'où la modification du passif des banques centrales. L'assouplissement des conditions de refinancement ainsi que l'acquisition des titres financiers à la suite de l'élargissement des collatéraux exigibles ou celui des contreparties éligibles aux opérations d'open market, ont permis l'amélioration des conditions et des possibilités de financement bancaire. En même temps, cela c'est traduit par une modification de l'actif des banques centrales.

A ce jour, il est à souligner qu'il semble n'y avoir aucune étude proposant une évaluation de l'exposition des banques centrales aux risques inhérents au crédit easing.

La deuxième plus importante mesure non conventionnelle est la fixation des taux directeurs à un niveau quasiment nul. Par ce faisant, les banques centrales espèrent ainsi ancrer les anticipations des ménages et des entreprises afin de réduire les incertitudes sur les taux courts et donc sur le niveau des taux longs. En effet, lorsque la banque centrale annonce qu'elle laissera inchangés ses taux directeurs, surtout lorsqu'ils sont bas ou presque nuls, elle permet aux intervenants de fixer leurs anticipations de façon à ce que les rendements de titres obligatoires à long terme suivent le mouvement à la baisse. Ces anticipations sont contenues aussi longtemps que la banque centrale tiendra ses engagements, surtout lorsque cette dernière indique clairement les conditions dans lesquelles elle modifiera ses taux directeurs. La Réserve Fédérale américaine a adopté cette mesure au cours du dernier trimestre 2008. Elle a été suivie par les principales banques centrales des pays industrialisés.

Mises à part ces deux mesures non conventionnelles, la crise de 2007 a amené les banques centrales à établir des collaborations inédites, souvent considérées comme la troisième série de mesures non conventionnelles. D'abord, il y a la technique du swap de devises qui vise à fournir de la liquidité à des banques étrangères autrement impossible en temps normal.

En effet, en règle générale, les textes réglementaires ne permettent pas aux banques centrales de fournir de la liquidité à des banques étrangères implantées dans leurs

juridictions monétaires. Pour contourner cette contrainte, la Réserve Fédérale américaine a initié avec les banques centrales partenaires, un programme d'accord de swap de change (ou de devises). Le principe de ces opérations consiste, pour une banque centrale, à ouvrir à d'autres banques centrales une ligne de crédits libellés dans sa monnaie (voir encadré). C'est ainsi que le 12 décembre 2007, dans le cadre de son programme de facilité d'escompte (Term Auction Credit Facility), la Réserve Fédérale américaine a ouvert à la Banque Centrale Européenne (BCE) et à la Banque Centrale Suisse des lignes de crédits en dollars. De ce fait, les banques centrales européenne et suisse ont pu répondre au besoin de liquidité, en dollars, des banques qui relèvent de leur juridiction monétaire mais implantées aux États-Unis.

L'année 2008 a vu la généralisation de ces accords d'opérations de swap. Ils ont été ouverts à la plupart des banques centrales des pays industrialisés et de certains pays émergents comme le Brésil, avec des lignes de crédits allant de 15 milliards de dollars US pour la Banque Centrale Norvégienne à un montant illimité pour la BCE. De son côté, la BCE a conclu des accords d'opérations de swap avec d'autres banques centrales de pays européens non communautaires.

Toujours dans le troisième groupe des mesures non conventionnelles, la collaboration entre les banques centrales devait connaître un nouvel essor avec le risque de contagion financière à grande échelle et la récession économique latente. Il fut alors développé la politique des taux directeurs coordonnés. En l'occurrence, les banques centrales, américaine, anglaise, européenne, canadienne, suisse, et suédoise ont convenu de baisser d'un demi-point, leur taux directeur de façon concertée le 8 octobre 2008. La banque centrale japonaise, avec un taux à 0,5 % ne pouvait que supporter l'initiative.

1.2.2 Les mesures prises pour assurer la liquidité bancaire

L'ensemble des mesures adoptées par les banques centrales, conventionnelles ou non, visait d'abord à garantir un minimum d'intermédiation bancaire et ensuite à restaurer la solvabilité des systèmes bancaires (Dziobek et Pazarbasioglu, 1997). Au nombre de ces mesures, il peut être retenu :

Les opérations de refinancement exceptionnelles, qui sont des interventions de refinancement par la procédure d'open market de cession temporaire

(pensions ou prêts garantis) ou exceptionnellement d'échange de devises et de reprise de liquidité. Les opérations ont été offertes plus systématiquement et aussi pour des échéances plus longues. Aussi, les allocations de liquidités aux opérations principales de refinancement ont été étendues.

L'élargissement des collatéraux éligibles. Les collatéraux éligibles, c'est-à-dire les actifs admis en garantie des opérations de crédit, ont été élargis. Le seuil des qualités de ces collatéraux ont été abaissés pour satisfaire les demandes de refinancement.

L'élargissement du nombre de contreparties éligibles. Les banques centrales ont élargi leurs listes de contreparties éligibles, c'est-à-dire les institutions financières remplissant des conditionnalités spéciales, telles la constitution des réserves obligatoires. Cette mesure devait permettre à ces nouvelles contreparties d'avoir accès aux facilités de refinancement à travers les opérations d'open market.

Les modifications du système de constitution de réserves. Des conditions liées à la constitution de réserves obligatoires ont été adaptées à la situation de la crise de liquidité. Elles ont pris diverses formes, notamment les exigibilités exclues de l'assiette des réserves ou la constitution des réserves sur une base consolidée.

Les modifications du système de facilités permanentes. Les procédures de facilités permanentes, c'est-à-dire les mises à disposition par la banque centrale de prêts marginaux aux contreparties éligibles, ont été aménagées afin de prendre en compte les nouvelles conditions assouplies de refinancement. Le but a été de fournir un support de refinancement temporaire.

Enfin, il y a lieu de noter que toutes ces mesures, largement mises en œuvre dans le cadre du crédit easing, ont pris tout leur sens parce que le financement de ces pays par les marchés financiers est prépondérant et ce, en plus de la marchandisation assez avancée des activités bancaires. En un sens, ces mesures ont apporté une solution au manque de liquidité des banques car elles ont permis de faciliter les crédits bancaires et surtout de faire baisser les écarts de taux dans le cadre d'une politique de taux directeurs nuls.

Les différentes mesures de fourniture de liquidité ont commencé à donner des signaux positifs dès la fin de l'année 2009. Néanmoins, les effets des politiques

monétaires de sortie de crise auraient sans doute été largement limités sans le soutien des autorités publiques.

2. Les plans de sauvetage :

La crise est le résultat de trois principaux échecs à savoir : (1) un échec des mécanismes de régulation et de supervision bancaires des pays développés; (2) un échec des institutions financières privées dans la gestion des risques qui est une des fonctions des institutions financières; (3) un échec des mécanismes de discipline de marché : le marché autorégulateur n'a pas fonctionné (FMI, 2008). En d'autres termes, la gestion des risques, l'information, la régulation et le contrôle n'ont pas suivi le rythme de l'innovation, favorisant la prise de risques excessifs et l'inflation des actifs (Sacasa, 2008).

2.1 Le plan américain : Certains principes ont guidé le travail des parlementaires américains : soutenir les marchés financiers pour stabiliser l'économie, rembourser le contribuable, préserver la propriété, promouvoir la croissance économique et maximiser le retour sur investissement, mieux superviser *Wall street* et réformer la rétribution des dirigeants. Le tout s'appelle le *plan Paulson*, et ne fait pas l'unanimité à travers le monde. Ce plan pour la finance américaine a été adopté vendredi 3 octobre 2007 par la chambre des représentants après l'accord du Sénat mercredi.

Ce texte de 106 pages s'ouvre sur un exposé du secrétaire au Trésor *Henry Paulson*, indiquant que l'Etat va racheter 700 milliards d'actifs douteux liés au crédit hypothécaire. Appelé aussi "**Loi de stabilisation économique d'urgence**", le projet vise à "fournir immédiatement le pouvoir et les moyens dont le secrétaire au Trésor pourra faire usage pour rétablir la liquidité et la stabilité du système financier des Etats-Unis".

Les principales mesures décidées sont :

- Une 1ère enveloppe de 250 milliards dollars : Henry Paulson, avait demandé 700 milliards de dollars. Le congrès n'était près à autoriser qu'une 1ère enveloppe de 350 milliards de dollars en vue d'acheter les actifs invendables,

toute rallonge supplémentaire devra à nouveau être examinée par les parlementaires. Une 1^{ère} tranche était immédiatement disponible, suivie d'une autre de 100 milliards.

- Assurer les produits litigieux : Afin de réduire la facture pour l'Etat, les républicains n'ont eu de cesse que de faire adopter l'idée d'une assurance pour les produits litigieux. Le gouvernement pourrait créer un programme d'assurance auquel souscrivaient les banques.

- Contrôles renforcés : Pour assurer le maximum de transparence, un comité bipartisan de parlementaires supervisait l'exécution du plan et quatre agences sont impliquées pour assurer la protection du contribuable. La Cour des comptes américaine, le *Government Accountability Office*, sont en lien direct avec le Trésor et conduit des audits afin de renforcer les contrôles internes mais aussi d'éviter les abus et les fraudes.

- Restrictions sur les rémunérations des dirigeants : Les dirigeants dont les établissements céderont des actifs à l'Etat verront des restrictions imposées sur leur rétribution. Les parachutes dorés à plusieurs millions de dollars seront interdits. Il leur sera même demandé de rendre les bonus versés si les gains promis par le management n'ont pas été au rendez-vous.

- Restructuration de la dette des particuliers et aides aux PME : Devenu propriétaire des actifs douteux, l'Etat aura toute latitude pour modifier les crédits immobiliers des particuliers qui peinent à rembourser, il pourra changer le taux d'intérêt imposé comme prolonger la période de remboursement. Il s'agit d'éviter les 2 millions de saisies anticipées pour l'année 2009. Afin d'aider les petites entreprises à accéder au crédit, l'Etat autorise les petites banques à déduire les pertes qu'elles ont encourues en détenant des actions des deux agences hypothécaires, Fannie Mae et Freddie Mac.

- Prise de participation dans le capital des banques : En échange de ces liquidités pour racheter les créances douteuses des banques, l'Etat prend une participation dans les établissements financiers qui participent à son programme. En cas de défaillance de la banque, les contribuables seront les premiers remboursés sur

les actifs de la société. Toute les banques, fonds de pension et collectivités locales peuvent céder leur actifs à l'Etat.

Un mandat accordé au secrétaire au Trésor pour se coordonner avec les autorités et les banques centrales d'autres pays pour mettre en place des plans similaires. D'où il y avait également d'autres plans de sauvetage notamment pour les plus touchés de cette crise comme le plan de sauvetage Européen.

2.2 - Plan de sauvetage européen

L'Europe a mis la main à la poche. Mieux, la crise a amené les Etats à s'entendre politiquement autour des dispositions de la constitution européenne pour assainir les finances et renflouer les banques. Les Européens ont serré les rangs comme promis lors du sommet des sept grands pays riches (G7), tenu le 10 octobre à Washington. D'un commun accord, ils ont décidé

de débloquer 1700 milliards d'euros pour venir au secours de leurs banques et redresser l'économie en sept points que sont :

- Garanties des prêts interbancaires : De nombreux Etats européens ont annoncé la garantie des prêts interbancaires pour relancer ce marché totalement bloqué par la crainte de faillites de banques. Plusieurs milliers d'euros sont injectés, mais le coût réel et total pour les Etats ne sera connu qu'à postériori.

- Aides directes pour la recapitalisation des banques : Pour reconstituer les capitaux des banques et leur permettre d'assumer de nouveau leur rôle de financement des ménages et des entreprises, plusieurs Etats européens ont prévu d'aider à leur recapitalisation. En contrepartie, les gouvernements exigent par exemple une suppression des bonus des dirigeants, ou une suspension des dividendes aux actionnaires.

- Nationalisation partielle ou totale des banques : Plusieurs banques ont tout simplement été partiellement ou totalement nationalisées, par le biais de leur rachat par un ou plusieurs Etats, présenté comme mesure temporaire. C'est le cas par exemple en Grande-Bretagne.

- Injections de liquidités : Les principales banques centrales européennes prêtent quotidiennement aux banques des centaines de milliards d'euros

supplémentaires depuis le début de la crise. On présente les liquidités injectées au suivant :

2.2.1- Le plan du Royaume uni ; Le coût du plan s'élève à 22,5 milliards d'euros (1,3% du PIB). Il comprend la baisse de la TVA, des aides directes aux PME (pour 1,2 milliard), l'augmentation de la retraite minimum, des allocations familiales ou des crédits d'impôts pour les revenus les plus faibles. Le Trésor a aussi dépensé 120 milliards d'euros depuis un an en nationalisations et recapitalisations de banques.

2.2.2- Le plan de la France : Le plan français se chiffre à 26 milliards d'euros (1,3% du PIB) et étalé sur deux ans. Il est presque totalement centré sur l'investissement public (4 milliards d'euros à la charge de l'Etat) et l'aide aux entreprises. Ce plan fait suite à une aide de 22 milliards d'euros pour les PME et un plan massif de soutien aux banques (320 milliards sous forme de garantie) et 40 milliards de prêts pour reconstituer les fonds propres.

2.2.3- Le plan de l'Allemagne : Le plan de relance 2 est de 50 milliards d'euros sur deux ans (2% du PIB), et s'ajoute au plan, jugé insuffisant, de 31 milliards adopté en novembre 2008. Les baisses d'impôts atteindront 9 milliards. Les bas revenus seront les plus concernés. Les cotisations maladie passeront de 15,5% à 14,9%. Cela coûtera à l'Etat 11,5 milliards sur deux ans.

2.2.4- Le plan de l'Espagne. L'Etat va injecter 17 milliards d'euros (1,7% du PIB), dont 11 milliards d'euros versés aux municipalités pour qu'elles lancent des chantiers et créent des emplois au plus vite, sans compter le plan d'aide aux banques, notamment sous forme de garantie de l'Etat (jusqu'à 100 milliards d'euros).

■ Rachat de créances par l'Etat : on a prévu la possibilité de racheter douteuses des banques, comme le font les USA avec le plan Paulson.

■ Garantie des dépôts : L'Union Européenne a décidé de relever, pendant une période initiale d'un an, de 20000 à 50000 euros le seuil minimal de garantie bancaire des dépôts par personne en cas de faillite d'un établissement. Certains pays ont décidé d'une garantie totale.

■ Normes comptables: les pays de la zone euro ont recommandé un assouplissement des normes comptables pour les banques pour rendre leurs bilans moins sensibles aux variables des marchés.

Section 4 : L'impact de la crise financière dans le monde

les mécanismes de transmission du stress financier des économies avancées aux pays en développement (dont les émergents) sont passés par deux autres types de facteurs (FMI, 2009). Le premier type concerne les facteurs globaux qui ont trait à des effets prix (y compris de taux d'intérêt) ou à une augmentation de l'aversion pour le risque ou de l'augmentation des primes de risque qui réduisent les volumes des prêts dans les pays en développement (*common-lender effect*). Ce facteur est d'autant plus important que les marchés financiers sont fortement intégrés. Le deuxième type concerne des facteurs spécifiques aux pays qui dépendent de l'intensité des liens commerciaux et financiers entre les pays où est née la crise et les pays qui la subissent par contagion (on comprend alors que le Mexique soit plus touché par la crise que le Brésil), mais également des vulnérabilités que connaissent les pays en développement au niveau de situation macroéconomique globale.

C'est en effet la capacité de réponse macroéconomique des pays en développement et émergents aux chocs financiers qui, tout en rassurant (ou pas) les investisseurs, permet d'adoucir voire parfois d'éliminer les effets de la crise. On utilise alors comme indicateur de cette vulnérabilité aux chocs le solde des comptes courants, l'endettement et le déficit public, l'endettement extérieur et le niveau des réserves de change. Ces indicateurs lorsqu'ils sont « au vert » sont alors autant de degré de liberté dans l'autonomie des politiques macroéconomiques de ces pays.

1. Impact de la crise sur les grandes économies :

La crise financière de 2008 avec toutes ses répercussions sur la croissance mondiale a remis en question la vulnérabilité souvent synonyme d'économie émergente. En effet, l'épicentre de la crise est cette-fois un pays développé et quel pays, c'est la métropole du capitalisme et l'organisation la plus rigoureuse. Ce ne sont donc pas uniquement les pays émergents qui sont la source de dysfonctionnement et de

fragilité, mais toute économie ne respectant pas les régulations prudentielles et l'éthique des affaires. On peut donc dire que de ce côté, les pays émergents ont tiré parti de cette crise à travers un rétrécissement des portées de l'aléa moral qui lie toujours les crises aux économies émergentes.

1.1 Aux Etats-Unis

L'analyse de l'impact de la crise des « subprimes » sur les principales économies mondiales fait recenser certaines constatations. En effet, de janvier à octobre 2008 : Aux États-Unis, le Dow Jones a baissé de 36,83%. Le 7 Septembre 2008 : Freddie Mac et Fanny Mae qui assurent 40% de l'encours de crédit immobilier américain sont mis sous tutelle. Le Trésor américain envisage d'y investir 200 milliards de \$ pour les sauver. Le 15 Septembre : Lehman Brothers se déclare en faillite. Cette faillite a été considérée comme la banqueroute la plus importante de toute l'histoire financière des Etats-Unis. Cette faillite a provoqué un affolement des bourses mondiales. Tout le monde accuse la FED et le Trésor américain d'avoir aggravé la crise puisque ces institutions n'ont pas sauvé Lehman Brothers. Le 16 Septembre : AIG premier assureur américain, est sauvé par l'Etat et nationalisé à raison de 80%. Le 19 Décembre : Dans le cadre du plan Paulson, le gouvernement américain a débloqué 17,4 milliards de \$ pour sauver les constructeurs de voitures General Motors, Chrysler et Ford, proches de la faillite. Le 6 Janvier 2009 : Le producteur américain d'aluminium, N°1 mondial, annonce qu'il va supprimer 13 500 emplois et réduire 18% de sa production. Le marché immobilier américain n'est d'ailleurs pas le seul à percevoir des lueurs d'espoir : les choses s'arrangent aussi au Royaume-Uni. Les prix de l'immobilier y ont en effet augmenté de 0,9% durant le mois de mars, leur première hausse depuis octobre 2007, d'après les données de Nationwide. Même si comme aux Etats-Unis, les analystes estiment cependant que, bien que la hausse des prix en mars soit la bienvenue, il est encore trop tôt pour considérer ces données comme une preuve que le marché ait abordé un nouveau tournant. Mais l'espoir renaît, et pour les investisseurs, cela fait toute la différence.

1.2 A l'Angleterre :

Le FTSE 100 -ou Footsie-reflète la valeur des 100 plus importantes entreprises cotées. Parmi les entreprises les plus touchées, Anglo-American a perdu depuis un an 59,08% de sa valeur, British Airways 64,55%. La laboratoire pharmaceutique Glaxosmithkline résiste mieux, avec une chute de 9,29% de son cours sur 12 mois. Le 28 Septembre : La banque britannique Bradford & Bingley, spécialisée en crédit immobilier, est nationalisée. Le 8 Octobre : 8 banques britanniques (HSBC, Barclays, HBOS, Royal Bank of Scotland, Lloyds TSB, Standard Chartered, Nationwide et Abbey) sont partiellement nationalisées.

1.3 **Allemagne** : Le Dax, principal indice boursier allemand, liste les 30 plus importantes entreprises de la bourse de Francfort. Les valeurs qui ont le plus chuté depuis le début de l'année sont la banque Hypo Real Estate (-86,45%) et Infineon Technologies (-75,85%). Volkswagen, en revanche, a vu sa cotation grimper de 124%.

1.4 **Chine** : Le SSE composite, principal indice de la bourse de Shanghai.

1.5 **Inde** : Le BSE Sensex, composé des trente sociétés les plus importantes et les plus actives de la place financière de Bombay, a ainsi vu sa valeur tomber de 47%.

2.2 L'impact de la crise sur les pays arabes

Ses réserves financières mettent le Golfe à l'abri de la crise et en font un acteur clef de la recomposition du capitalisme mondial.

Croissance dans la zone en 2009 : + 4.6%

Rang	Pays	croissance 2009	croissance 2008	croissance moyenne 2000-2007	Population en millions en 2007	PIB2007 en milliards de dollars en 2007	Revenu par habitant en dollar en 2007	Richesse créée en 2008 en milliards de dollars
------	------	--------------------	--------------------	------------------------------------	--------------------------------------	---	---	---

En volume et en %

PLUS DE 8% DE CROISSANCE								
1	Qatar	11.0	15.0	9.4	0.8	66.7	79387	10.0
2	Libye	8.5	8.8	4.9	6.0	56.0	9083	4.9
ENTRE 6 ET 7.9% DE CROISSANCE								
3	yémen	7.5	4.1	3.8	21.6	21.3	950	0.9
4	Egypte	6.0	7.1	5.0	75.0	132.5	1755	9.4
-	Emir.arab unis	6.0	7.2	7.1	4.6	211.0	48161	15.2
-	Oman	6.0	6.7	5.2	3.0	40.5	15614	2.7

ENTRE 4 ET 5.9 % DE CROISSANCE								
7	Bahrein	5.5	6.3	6.2	0.7	19.7	26140	1.2
-	Koweït	5.5	5.8	8.1	2.7	113.9	39953	6.6
9	Jordanie	5.0	5.5	6.1	5.7	16.3	2748	0.9
-	Maroc	5.0	6.5	4.4	30.4	73.7	2326	4.8
-	Tunisie	5.0	5.5	4.8	10.3	34.7	3558	1.9
12	Algérie	4.5	4.9	5.0	33.0	131.9	3895	6.5
13	Arabie Saoudite	4.0	4.8	4.1	24.0	384.4	15542	18.5
-	Iran	4.0	5.8	5.7	69.0	222.9	3000	12.9
-	Syrie	4.0	4.0	4.6	19.0	36.2	1815	1.4
ENTRE 2 ET 3.9% DE CROISSANCE								
16	Turquie	3.8	4.2	5.2	73.0	485.0	6477	20.4
17	Liban	3.5	3.0	1.7	4.4	23.4	5715	0.7
18	Chypre	3.0	3.4	3.2	0.8	21.1	27271	0.7

NON COMMUNIQUE								
	Irak	NC	NC	-4.0	25.7	47.0	1647	NC
	Terr.palestiniens	NC	NC	-1.5	3.6	3.8	966	NC
	ZONE	4.6	5.4		420.3	2301.7	5477	124.4

Les systèmes financiers des pays arabes en général et de la région MENA en particulier (évidemment, à l'exception de quelques rares pays très intégrés au sein du marché financier mondial avec le pétrodollar, comme le Kuweit et l'Arabie Saoudite) n'ont pas été exposés directement à la crise financière en raison de leur intégration plus ou moins limitée pour ne pas dire très limitée : Tunisie, Algérie, Libye, dans les institutions financières mondiales. Cependant, les effets sur l'économie réelle de la grande récession subie par les pays occidentaux se sont fortement sentis dans de nombreux pays de la région. Plusieurs canaux qu'on pourra qualifier « d'indirects » sont à l'origine d'un phénomène de contagion dont principalement :

1/ La chute de la demande mondiale de matières premières et de produits de consommation (textiles, produits informatiques, mécaniques et électricité...). Selon des études, le commerce international a chuté de 10% durant cette année, suivi d'un effondrement des flux de capitaux du secteur privé qui atteindront 363 milliards seulement contre 707 milliards de dollars en 2008.

2/ La chute du tourisme qui est impliquée par la récession apparue dans les pays occidentaux et les vagues de chômage qui en est résultées.

3/ L'effondrement des prix de quelques produits exportables par les pays arabes : à leur tête le pétrole, le textile, le phosphate, le coton...

4/ La baisse des transferts financiers des migrants qui constituent pour quelques pays, un moteur principal de la croissance (quatrième ressource de devises pour le cas de la Tunisie après le textile, les industries mécaniques et électriques et le tourisme et troisième pour le Maroc). De même, la raréfaction des IDE et de l'aide au développement, deux sources principales pour l'équilibre financier et commercial de plusieurs pays, s'est fortement ressentie en menaçant leur processus de développement.

Ainsi, les effets surtout de la crise de l'économie réelle dans les pays développés qui étaient à l'origine du marasme tant économique que social des pays de la région MENA. C'est cela qui explique en partie la faible réduction, par rapport à ceux des PD, du taux de croissance enregistré durant cette année. Selon des estimation, ce taux sera de 3,3% contre 5,5% réalisés en 2008, ce qui n'est pas très catastrophique à

comparer avec la majorité des autres régions du Sud comme, notamment l'Asie centrale ou l'Europe de l'Est ou encore l'Asie orientale et le Pacifique.

Si le Qatar et le Yémen ont connu un taux de croissance accru en raison de leur importante capacité de production de gaz naturel liquéfié (GNL), d'autres pays de la région, connus par leur grande intégration dans le marché mondial comme l'Égypte, la Tunisie, le Maroc, ont ressenti davantage les effets de cette crise. La croissance trimestrielle de l'Égypte n'a enregistré que 4,1% en décembre 2008 contre 7,7% en 2007 et la création d'emplois a chuté de 30% aggravant par là le taux de chômage.

Les cours du pétrole ont cédé plus de 40%, passant de presque 150 dollars à environ 80 dollars le baril. Si l'on ajoute à cela la crise des marchés boursiers, où est investi tant d'argent arabe, il est clair que les revenus – courants et investis – sont en forte baisse. Cela devrait mettre un frein à l'une des tendances les plus prometteuses que la région ait connue depuis les trente dernières années : l'afflux de jeunes Arabes instruits, hommes et femme, attirés par des emplois dans les économies pétrolières. Parallèlement, il faut s'attendre à un ralentissement des investissements régionaux et étrangers et donc à une baisse de la création d'emplois. Si, au contraire, le prix du pétrole devait repartir à la hausse, la vie serait encore plus dure pour la plupart des gens de la région, en raison de l'inflation généralisée qui s'ensuivrait. Ainsi, le Moyen-Orient est dans une situation vulnérable et peu enviable. Que les cours du pétrole augmentent ou qu'ils diminuent, la plus grande partie de sa population souffrira.

Ce problème est le résultat de décennies d'une mauvaise gestion économique camouflée par les recettes pétrolières et par la fièvre de la mondialisation. Avec le récent éclatement de la bulle financière, il a bien fallu rendre à l'évidence : le monde arabe ne fait pas que subir les conséquences de la crise mondiale, il est aussi pénalisé par la faiblesse de ses économies.

Les pays de la région seront touchés à des degrés divers par des phénomènes tels que la baisse des envois d'argent des émigrés, la stagnation de l'aide étrangère, l'aggravation du chômage, le fléchissement du commerce et du tourisme. tel sera le prix à payer pour avoir développé des économies fondées

sur les revenus pétroliers, sur l'aide étrangère, sur les investissements immobiliers et sur des échanges commerciaux tournés vers l'importation en l'absence de production locale. Cela pourrait aussi être l'occasion pour tous les pays arabes – qu'ils soient exportateurs ou importateurs de pétrole – de tirer les leçons de cette crise et de comprendre qu'ils ont tout intérêt à développer leur secteur productif par des participations croisées dans l'industrie, l'agriculture, les technologies de l'information et l'éducation ; au lieu de se laisser happer par les marchés financiers mondiaux, qui nous entraînent aujourd'hui dans leur minikrach. Il s'agit d'un problème de gestion économique, mais, plus profondément, c'est un échec politique. Comme par hasard, ceux qui représentent les principaux mouvements au Moyen-Orient – islamistes, tribalistes, populistes, nationalistes vieillissants, milices et autres – n'ont aucune solution à proposer. Mais nous sommes peut-être à l'aube d'un changement historique, où des leaders honnêtes auront le courage de dire la vérité aux Arabes sur leurs échecs et proposeront une voie plus rationnelle vers le renouveau.

2.3 Impact de la crise sur les pays du Maghreb :

2.3.1 L'impact de la crise sur l'Algérie :

La Banque Mondiale rejoint le constat positif élaboré récemment par le Fonds monétaire international (FMI) sur les tendances macro-économiques et financières du pays. Dans son dernier rapport sur les perspectives économiques mondiales (Global economic survey), le FMI prévoit des perspectives favorables pour l'économie algérienne notamment dans les agrégats macro-économiques relatifs à la croissance économique, à l'inflation et à la balance des paiements. Il relève l'accélération de la croissance hors hydrocarbures, la réduction du chômage et la quasi-élimination de l'endettement extérieur, mais tout en soulignant la nécessité de la diversification de l'économie algérienne, «encore très dépendante du secteur des hydrocarbures».

Si l'impact direct de la crise financière est restreint dans la plupart des pays de la région Maghreb et Moyen-Orient, notamment l'Algérie, en raison de leurs liens limités avec le système financier mondial, l'impact sur l'activité réelle

est bien là. L'économie nationale risque en effet de pâtir du ralentissement de l'économie mondiale. L'impact indirect sur la région se manifeste déjà par la baisse des exportations hydrocarbures, la réduction des envois de fonds et la baisse des investissements directs étrangers.

Si la récession sera plus longue, il y a risque de contagion. A court terme, l'on s'attend à ce qu'il y ait des effets négatifs. Premier indice, selon *Amor Tahari*, directeur adjoint du Fonds monétaire international (FMI) pour la région *MENA*, la disparition des excédents budgétaires dans les pays producteurs de pétrole de la région comme c'est le cas pour l'Algérie même si cette catégorie de pays a accumulé des réserves par le passé pourra continuer les dépenses les dépenses d'investissement.

L'impact de la crise financière sur l'Algérie, suscite encore des interrogations. Selon le discours officiel, on constate une ambiguïté par rapport à cette question, des fois rassurante, et des fois inquiétante. Par ailleurs, et selon l'expert international Abderrahmane Mebtoul⁵, le gouvernement algérien ne devrait pas prendre à la légère la profondeur de cette crise, qui est structurelle et non conjoncturelle.

L'Algérie devrait parvenir à limiter l'impact de la crise économique mondiale, c'est en tout cas ce qu'estime la Banque Mondiale. Pour l'institution, l'Algérie dispose d'un avantage de taille avec ses importantes réserves de change.

2.3.2 L'impact de la crise sur le Maroc

Le Maroc a été épargné par la crise financière internationale au moment où plusieurs pays sont entrés en profonde récession.

Le Maroc a un secteur financier solide, avec des banques et des assurances qui n'ont pas été touchées par la crise financière internationale, alors que les bourses mondiales ont été durement frappées par cette crise", soulignant que la situation financière et économique du Royaume est "saine et enviable. Dans ce cadre, Maroc a été cité par l'hebdomadaire britannique, "The Sunday Times", parmi sept pays qui ont

⁵ Docteur Abderrahmane MEBTOUL Expert international Professeur des Universités en sciences économiques (Algérie) ;

pu réaliser des résultats financiers positifs durant les 12 derniers mois en ce temps d'agitations économiques mondiales. Se basant sur des chiffres du MSCI World1, principal indice boursier couvrant le monde entier, l'hebdomadaire britannique indique que la Bourse de Casablanca a enregistré durant cette période un taux de croissance de 2%.

Revenant sur la bonne performance des marchés marocain et tunisien, le "Sunday Times" cite parmi les raisons de leur croissance la hausse des flux d'investissement, notamment en provenance de la région du Golfe. Ces pays, ajoute la même source, sont parmi les rares pays qui ont pu réaliser "des résultats décents" dans une période de crise des marchés des crédits hypothécaires qui n'a pas épargné même les nouveaux géants comme le Brésil, la Russie, l'Inde et la Chine. Rappelant la chute des valeurs boursières dans plusieurs pays en Afrique dont le Nigeria et le Kenya, le Sunday Times souligne que le Maroc et la Tunisie représente "l'exception" sur le continent africain.

Comme pour tous les autres chocs financiers, la place casablancaise est restée à l'écart de la crise internationale de subprime. « Heureusement », se félicite le DG de Maghreb Titrisation. « Le marché marocain n'est pour le moment pas sensible à de tels chocs ».

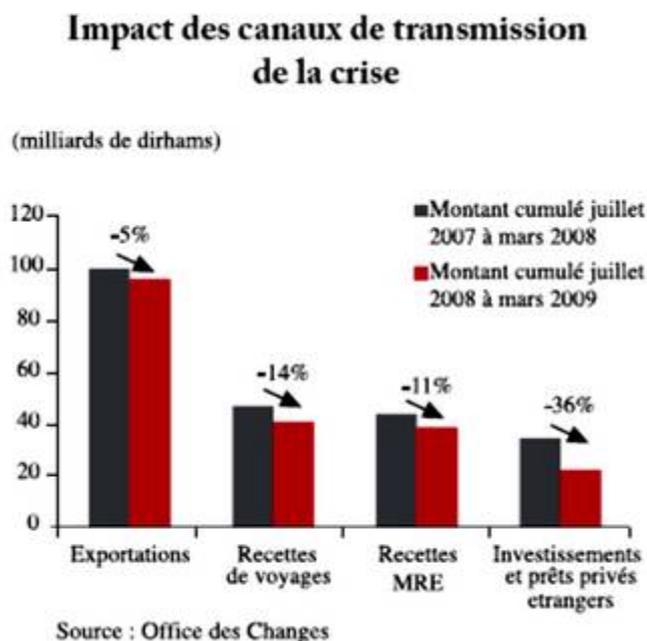
- Le secteur du Tourisme:

✓ L'impact de la crise sur le secteur du tourisme :

Le secteur touristique n'échappe pas à ce mouvement général, les nuitées globales ont baissé près de 2.3% en 2008.

Selon les professionnels, outre la crise évidente, le secteur ne fait pas exception et souffre aussi d'un déficit de communication et absence d'une stratégie claire.

Graphique n°4 : impact des canaux de transmission de la crise



✓ **L'impact de la crise sur les Transferts des MRE :**

la crise financière mondiale aura des répercussions sur le Maroc, notamment sur les transferts d'argent des MRE qui est l'un des tout premiers indices de cette crise sur l'économie marocaine, ces transferts se sont élevés en 2008 à 53,65 milliards de DH, en baisse de 2,4% par rapport au niveau enregistré en 2007.

Les premiers indices commencent à apparaître l'impact de l'actuelle crise financière internationale sur l'économie marocaine, la baisse des transferts d'argent des MRE sera l'un des tout premiers indices de cette crise sur l'économie marocaine, selon l'office des changes qui vient de publier sa note mensuelle des indicateurs de commerce international du royaume, ces transferts se sont élevés en 2008 à 53,65 milliards de DH, en baisse de 2,4% par rapport au niveau enregistré en 2007. Une baisse assez faible mais qui risque d'augmenter considérablement dans les mois à venir, puisque selon plusieurs observateurs syndicalistes européens, les premiers salariés à être remerciés lors d'un processus de réduction de masse salarial dans les entreprises européennes c'est des immigrés.

L'évolution conjoncturelle défavorable des transferts des MRE et des recettes touristiques, observée depuis le troisième trimestre 2008, ne permettrait

pas d'atténuer l'impact du déficit commercial sur la balance courante, comme ce fut le cas pour les années antérieures.

En effet, les recettes MRE et les recettes voyages ont affiché, à fin mai 2009, un recul respectif de 13,8% et 16,6%, en variations annuelles. S'agissant des recettes des investissements directs étrangers, elles ont enregistré un repli de 25% au terme de la même période. Ainsi, les avoirs extérieurs nets, chiffrés à 194,1 milliards de dirhams, en recul de 7,2% par rapport à fin mai 2008, permettent la couverture de près de sept mois d'importations de marchandises, contre huit mois un an auparavant. Le recul des transferts d'argent faits par les immigrés s'est fait ressentir avec plus d'acuité durant le dernier trimestre de 2008 avec une chute de 20%. La crise a rogné dans la capacité des émigrés à envoyer des devises dans leur pays d'origine.

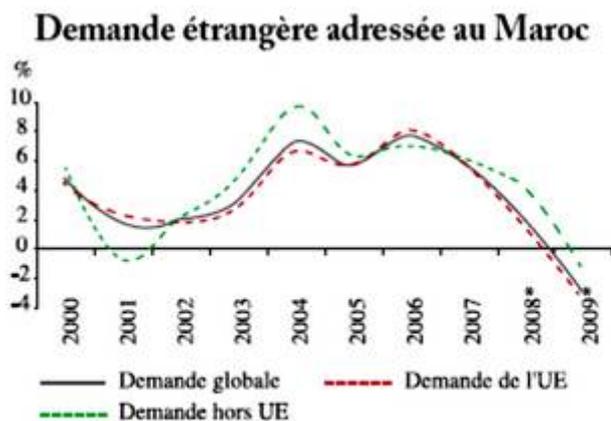
Les transferts d'argent constituent notamment une source significative d'investissement dans l'immobilier et contribuent à l'accumulation de réserves de change et à la stabilité de la monnaie.

✓ **Les effets sur la croissance :**

- L'économie marocaine subit les effets de la récession de l'activité économique dans les pays de la zone euro qui s'élève à 4.8% selon les prévisions du FMI ;
- L'impact sur l'économie marocaine s'est reflété sur les activités non agricoles, où le taux de croissance devrait se situer à 3.2% au 2009, ce taux s'élevait à 5% en moyenne durant les 5 dernières années. (Parmi les amortisseurs de la crise, figure en 1^{er} lieu la bonne compagne agricole).
- L'économie marocaine devrait afficher une croissance soutenue de l'ordre de 5.7%, dû aux bons résultats du secteur agricole.
- Le recul du niveau des transferts des MRE.
- La baisse tendancielle des IDE durant l'année 2008.
- La perte d'emploi constatée dans un certain nombre de secteurs exportateurs.

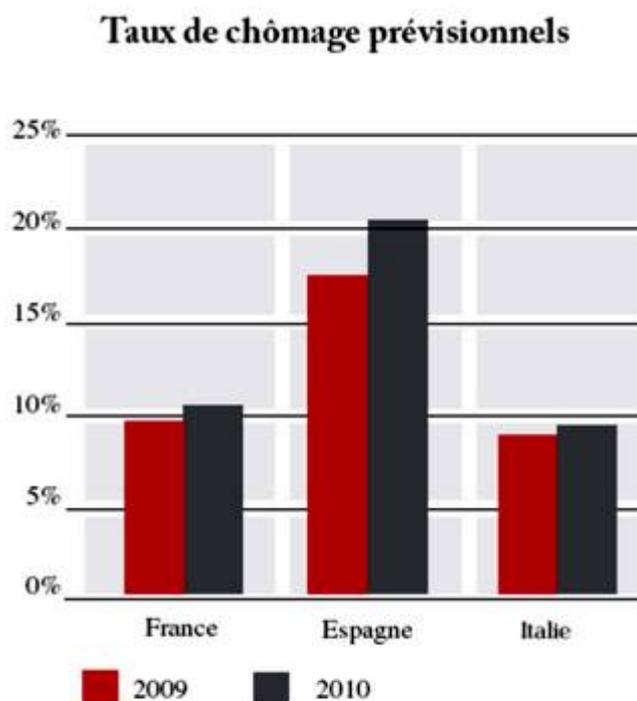
- Le déficit de la balance commerciale se creuse de plus en plus, cela est dû essentiellement à la baisse de la demande étrangère adressée au Maroc.

Graphique n° 5 : Demande étrangère adressée au Maroc



Source : Ministère de l'Economie et des Finances

Graphique n° 6 : Taux de chômage prévisionnels



Source : Commission Européenne (2009)

✓ **Les effets de la crise sur le secteur bancaire :**

L'impact de la crise financière sur le système bancaire est limité, car :

- Les banques marocaines ne détiennent pas de créances hypothécaires,
- Les avoirs des banques marocaines à l'étranger restent modestes.
- La participation des investisseurs financiers étrangers dans la BVC demeure très limitée.

✓ **L'impact de la crise sur l'industrie du textile :**

- le secteur textile habillement, secteur clé de l'industrie nationale, a perdu près de 50.000 emplois en 2008 (enquête du ministère d'emploi).
- La masse salariale du secteur a chuté de 15.5%.
- Selon l'AMITH, on a assisté à « une baisse inhabituelle de l'activité et de visibilité ».

✓ ***L'impact de la crise sur l'industrie automobile au Maroc :***

- La production destinée à l'exportation n'échappe pas à la crise financière mondiale.
- Réduction du temps de travail des employés du secteur, et de la masse salariale.
- La sous-traitance a été touchée aussi par la récession, la perte d'emploi....

2.3.3 L'impact de la crise sur la Tunisie

Selon certains analystes, comme le marché financier tunisien n'est pas au même niveau que ceux des Américains, des Européens et des Asiatiques, nos entreprises ne peuvent pas subir de chocs et les établissements financiers et les banques ne seront pas touchés. En ce qui concerne les retombées de la crise financière sur l'investissement, il y a lieu de remarquer que les banques tunisiennes sont peu tournées vers le marché financier international et disposent de peu d'actifs à l'étranger. Elles ne sont pas directement concernées par la crise des crédits et des « subprimes ».

Les institutions financières tunisiennes n'utilisent pas de façon massive les techniques qui ont été à l'origine de la crise et du décalage entre la sphère réelle et la sphère financière à l'instar des produits de titrisation structurés. La Tunisie n'a aucun placement auprès des établissements tombés en faillite, en raison de leur précarité, de leur position vis-à-vis de la crise des « subprimes ».

Il importe de souligner, par ailleurs, que les investissements américains en Tunisie et les échanges commerciaux entre les deux pays restent très faibles.

Enfin, en ce qui concerne la Bourse de Tunis, il y a lieu de noter que la part des étrangers dans la capitalisation boursière, évaluée à seulement 25%, est détenue par des actionnaires de référence et non par des investisseurs financiers, ce qui lui confère une certaine stabilité et la met à l'abri des risques de contagion.

A tous ces facteurs, il faut ajouter que le dispositif financier du crédit immobilier jouit d'une solidité reconnue, étant donné que la majorité des Tunisiens sont propriétaires de leurs logements et que l'acquisition d'un logement peut se faire au moyen d'une épargne à moyen ou à long terme.

Dans ce même ordre d'idées, il importe de souligner la gestion rigoureuse du système financier par l'Etat. Au niveau de la gestion des réserves en devises du pays, les autorités bancaires ont déjà décidé de ne pas programmer de sortie sur les marchés financiers internationaux en 2008 et en 2009. L'objectif est d'orienter les placements en devises de la Banque Centrale de Tunisie vers les instruments d'investissement les plus sûrs, à savoir les bons et obligations du Trésor en euros et accessoirement en dollars émis par les principaux pays industrialisés disposant d'une notation financière AAA.

On peut estimer, en effet, que plus l'économie croît plus une administration publique, active et pragmatique a un rôle crucial à jouer, avec notamment des investissements publics dans les infrastructures, l'éducation et la santé, ainsi que contre l'insécurité économique. C'est là qu'il faut saisir toute la dimension humaniste du choix politique consistant à allouer près de 80% du budget de l'Etat à l'éducation, à la santé, à l'habitat, à l'alimentation, à la sécurité sociale, à la formation professionnelle, à

l'emploi et à l'animation culturelle. La Tunisie est, en effet, un pays où 80% de la population fait partie de la classe moyenne, 99% des enfants sont scolarisés, où le taux de pauvreté est réduit à moins de 3,8%, où les augmentations salariales ont été maintenues tout au long des deux dernières décennies et où la croissance économique dépasse les 5% pendant la décennie.

La Tunisie connaît depuis le début de l'année 2008 une situation de surliquidité. Les banques continuent à s'échanger des liquidités couramment. Les cours boursiers n'ont pas évolué à des niveaux excessifs les exposant aux risques d'un krach.

La Société Générale et BNP touchés par la crise, ont des filiales en Tunisie : l'UIB et l'UBCI. Nos échanges se font à 80% avec l'Europe, le rythme de croissance de l'économie tunisienne risque de ralentir surtout que notre schéma de croissance est soutenu par les exportations vers l'UE. Concernant les IDE : il y a le risque de voir des entreprises qui avaient l'intention de venir s'installer en Tunisie décaler leurs investissements ailleurs. Les principales Bourses dans les pays du Golfe ont été affectées par une chute des principales compagnies immobilières soit une perte d'environ 200 milliards de \$. Les nouveaux projets, notamment Sama Dubai, risquent d'être touché et par conséquent de grand projet en Tunisie risque d'être interrompu. Le textile ou les phosphates pourraient se retrouver de nouveau en crise, suite à la diminution des commandes en provenance de l'étranger.

Le secteur du tourisme

En ce qui concerne le secteur du tourisme : les touristes européens, confrontés à une baisse de leur pouvoir d'achat pourraient décaler leurs vacances en Tunisie. Néanmoins, comme le démontre le rapport mondial sur la compétitivité 2008-2009 du Forum de Davos :

- Compétitivité : La Tunisie est classée 1^{ère} au Maghreb et en Afrique
- Priorité accordée aux TIC : La Tunisie est classée 8^{ème}
- Environnement des affaires : La Tunisie est classée 2^{ème} en Afrique, 3^{ème} dans le monde arabe et 40^{ème} au niveau mondial.

➔ Le secteur touristique pourrait tirer profit de cette récession : les clients européens devenant plus regardants à leurs dépenses, pourraient se rabattre sur les destinations « low cost » comme la Tunisie.

le secteur du tourisme en Tunisie s'il n'est pas touché il est en stagnation en terme d'entrées des non-résidents, (voir tableau N° 03) ainsi que le nombre de nuitées est quasiment le même entre l'année 2008 et 2007 malgré les efforts et les plans de soutien et de promotion touristique.

Tableau N° 03 : Entrées mensuelles des non-résidents

	2005	2006	2007	2008	2009
<i>JANV</i>	299.0	287.9	307.5	306.5	314.5
<i>FEV</i>	312.9	31.0	314.4	334.6	344.1
<i>MARS</i>	416.1	387.1	414.7	515.1	432.9
<i>AVRIL</i>	476.9	565.8	552.3	598.8	562.3
<i>MAI</i>	554.8	540.3	670.1	734.5	594.2
<i>JUIN</i>	641.8	636.5	910.1	960.6	718.5
<i>JUIL</i>	841.8	866.2	1056.3	1094.4	
<i>AOUT</i>	948.8	1025.1	706.1	634.7	
<i>SEPTEMBRE</i>	676.4	714.5	604.5	649.5	
<i>OCTOBRE</i>	520.8	578.0	347.3	376.6	
<i>NOUVOMBRE</i>	333.7	333.0	332.0	384.0	
<i>DECEMBRE</i>	355.5	314.0			
TOTAL	6378.5	6549.4	6757.5	7041	2966.5

Source : INS Tunisie.

Tableau N° 04 : Nuitées touristiques mensuelles des non-résidents par nationalité

TOTAL	2007												
	JAN	FEV	MAR	AVR	MAI	JUIN	JUI	AOT	SEP	OCT	NOV	DEC	TOT
	948.8	1118.6	1821.3	2474.0	2722.3	3897.3	5271.1	5990.9	4358.8	3415.0	1514.8	962.8	34495.7

TOTAL	2008												
	JAN	FEV	MARS	AVR	MAI	JUIN	JUI	AOT	SEP	OCT	NOV	DEC	TOT
	1035.7	1180.9	1717.9	2165.7	3072.6	4126.7	5387.5	5959.1	4456.6	3445.9	1461.5	932.8	34942.9

SECTION 5 : LA RÉALITÉ DU PHÉNOMÈNE DE CONTAGION FINANCIÈRE

La contagion fait référence à l'extension des perturbations des marchés financiers d'un pays vers les marchés financiers d'autres pays. Plus précisément, on oppose traditionnellement la contagion fondamentale, induite par les interdépendances réelles et financières entre pays (fundamentals-based contagion, Kaminsky et Reinhart [30], Calvo et Reinhart [9]) à *la contagion psychologique/pure* qui met en jeu le comportement des investisseurs (Masson [35, 34]). Forbes et Rigobon [24] font également référence à la shift contagion lorsque les comouvements entre marchés augmentent après un choc. Le choc et sa propagation provoquent une rupture structurelle dans le mécanisme de transmission des chocs entre pays, de telle sorte que les chocs se propagent à travers des canaux qui n'existent pas durant les périodes tranquilles.

Ainsi, la question majeure en matière de contagion est de savoir si les liens entre marchés sont modifiés durant les crises ou si ils sont élevés quelque soit l'état de la nature et reflètent une interdépendance normale entre les marchés.

1. Contagion fondamentale versus contagion pure

La théorie a identifié plusieurs canaux possibles de contagion au sens large (Eichengreen et alii, 1996, Kaminsky et Reinhart, 2000, Forbes et Rigobon, 2001). Dornbusch et alii (2000) et Claessens et alii (2001) en dressent un panorama d'ensemble récent :

- 1) **Le premier canal** est double, c'est celui, via la demande, des échanges commerciaux et des prix intérieurs ; il s'appuie classiquement sur l'approche monétaire de la balance des paiements et sur l'approche Keynésienne des interdépendances entre économies sous hypothèse de rigidités des prix nominaux. Il recoupe l'analyse de Nurkse de la dévaluation compétitive et a été développé récemment par les travaux de Gerlach et Smets (1993).
- 2) **Le deuxième canal** est celui des taux d'intérêt dans un système de change fixe asymétrique, c'est-à-dire avec une économie « centre » dont la monnaie est monnaie ancre et des économies périphériques dont les monnaies sont stabilisées par les autorités monétaires des pays périphériques par rapport à la

monnaie ancre. Un choc sur la monnaie du pays centre peut conduire celui-ci à augmenter les taux d'intérêt, ce qui peut inciter un certain nombre – la totalité éventuellement – de pays de la périphérie, dont la situation économique aurait à souffrir intolérablement de cette hausse, à quitter collectivement le système d'ancrage. En retour, ce fractionnement réduit les pressions s'exerçant sur le centre. Dans ce modèle la contagion peut être positive ou négative. Ce modèle peut intégrer des arguments d'économie politique (Drazen, 1998, pour la crise européenne des changes de 1992-1993) fondés sur l'hypothèse qu'une dévaluation (ou une sortie d'un régime de change) dans un pays diminue le coût politique de la dévaluation (sorties du régime) pour les autres pays.

- 3) **Le troisième canal** est celui de la liquidité dans un système interconnecté de systèmes bancaires nationaux exposés au risque de transformation (ou de liquidité). La défaillance d'un système bancaire national (à la suite par exemple d'un reflux de capital étranger produisant un assèchement total de la liquidité et des pertes de change, quelle que soit la cause de ce reflux, qu'il y ait ou non un run) induit des tensions sur la liquidité des autres systèmes bancaires (Goldfajn et Valdes, 1996). Ces tensions sur la liquidité bancaire peuvent s'accompagner de tensions sur les marchés financiers par le canal de la liquidité des investisseurs (Valdes, 1996). Cet argument de la liquidité peut être appliqué spécifiquement aux investisseurs qui sont soumis à des appels de marge les obligeant à vendre d'autres titres afin de ne pas vendre à prix trop bas tous les titres en cause (Calvo, 1998). Cet effet peut être accru en cas d'asymétrie d'information des investisseurs (les investisseurs non informés interprétant comme une dégradation des marchés induisant une augmentation de leur prime de risque les ventes d'actifs des investisseurs informés).
- 4) **Le quatrième canal** est celui des interdépendances d'interprétation des informations relatives aux marchés nationaux, l'interprétation pessimiste d'une information relative à un marché national s'imposant aux autres marchés par pur mimétisme (Schiller, 1995, Orléan, 2001) ou effet de résonance d'interprétations pessimistes en cascade (Masson, 1998). Ce mimétisme peut être regardé comme rationnel s'il est lié à des coûts d'informations ou des

asymétries d'informations (Calvo et Mendoza, 1998). Il peut provenir du « réveil général » de la mémoire du passé sur les marchés nationaux consécutif à une crise dans un pays (Mullainathan, 1998). Il peut provenir de l'utilisation de mêmes modèles d'évaluation de la composante non anticipée du risque de marché (value-at-risk) par les intermédiaires financiers, plus spécifiquement bancaires. Ces modèles qui complètent les modèles de gestion de portefeuille ne prenant pas en compte la dépendance temporelle des événements aléatoires et des interdépendances stratégiques ne sont pas pertinents en période de stress (Aglietta, 2001). Les mêmes modèles induisent évidemment des comportements d'ajustements de portefeuille (rationnels) ou des restructurations de bilans obligatoires identiques ou convergents en cas de choc non anticipé (choc sur prix d'actif) renforçant le choc initial (baisse du prix des actifs induit par une vague de vente à la baisse) et entraînant un assèchement de la liquidité sur les marchés financiers

- 5) **Le cinquième canal** est la concurrence des fonds d'investissements pour la captation de l'épargne par les résultats de la gestion (Caplin et Leahy, 1995). Même lorsqu'une crise est certaine, l'incertitude concernant le moment de son déclenchement peut inciter des investisseurs rationnels soumis à des pressions concurrentielles fortes à retarder le plus tard possible les réaménagements de portefeuille qu'elle exige, dès lors que ceux-ci pèseraient sur la rentabilité à court terme des fonds qui leur sont confiés si elles étaient prises avant le marché, c'est-à-dire avant le déclenchement de la crise.
- 6) **Le sixième canal** est directement lié aux arbitrages des investisseurs entre les marchés nationaux et les risques pays (Kodres et Pritsker, 1999). Cette contagion est d'autant plus intense que les rendements nationaux sont corrélés et les marchés nationaux liquides. Dornbusch et alii (2000) ont classé ces différents canaux en trois grands types : la contagion par les fondamentaux (en distinguant le commerce, la finance et le change), la contagion par les comportements des investisseurs (en distinguant le canal des arbitrages de portefeuilles, de la liquidité et des asymétries d'information) et enfin par les

changements institutionnels induits par une crise dans un pays (tableau « Les modèles de contagion »).

Les différents canaux de contagion peuvent être « mécaniques », ils peuvent aussi transiter par les anticipations des investisseurs (par exemple une crise dans un pays peut amener les investisseurs à considérer qu'elle va entraîner une contraction de la demande étrangère des pays qui sont ses partenaires commerciaux, ce qui va les conduire à réviser leur anticipation de taux de change ou leur appréciation de la capacité des autorités à maintenir une politique de change). Dans ce cas, ils peuvent être plongés dans des modèles à équilibres multiples et dans des modèles de run ou de détresse.

1.1 Des définitions divergentes :

La contagion ne fait pas encore l'objet d'une définition unique. Certains économistes considèrent qu'il y a contagion dès qu'il y a influence mutuelle et que les voies de la contagion sont celles de l'interdépendance. Dans cette veine Masson distingue trois types de contagion, ce qui lui permet de faire ressortir une forme de contagion non « mécanique », la contagion « pure ». D'autres économistes rejettent cette définition et n'acceptent l'idée de contagion que si elle est associée à une augmentation exceptionnelle et transitoire de l'intensité des interdépendances économiques, pendant une crise. Introduite par King et Nadhwani (1990), elle a été appelée « shift contagion » par Forbes et Rigobon. Elle soulève des problèmes d'estimation statistique spécifiques difficiles.

Ce débat est loin d'être seulement doctrinal. Les études qui retiennent la première définition concluent toutes à l'existence de la contagion, celles qui s'appuient sur la seconde sont beaucoup moins unanimes, sur le marché des actions en tout cas, celui qui est privilégié.

Pristker (2000) résume les différents liens financiers entre deux pays i et j pouvant engendrer de la contagion fondamentale, principale responsable du caractère régional des crises, dans le tableau suivant :

TABEAU 5. LES DIFFERENTS CANAUX DE CONTAGION FINANCIERE FONDAMENTALE (2000)

$CR_i \rightarrow Banques_k \rightarrow CR_j$	Contagion du fait d'une institution bancaire commune.
$CR_i \rightarrow Banques_k \rightarrow Banques_l \rightarrow CR_j$	Contagion par l'intermédiaire des institutions bancaires.
$CR_i \rightarrow Banques_k \rightarrow MF_j \rightarrow CR_j$	} Interaction des marchés bancaires et financiers.
$CR_i \rightarrow MF_i \rightarrow Banques_k \rightarrow CR_j$	
$CR_i \rightarrow MF_i \rightarrow AFNB_l \rightarrow MF_j \rightarrow CR_j$	Contagion par l'intermédiaire des agents financiers non bancaires.
$CR_i \rightarrow MF_i \rightarrow Banques_k \rightarrow MF_j \rightarrow CR_j$	Contagion par l'intermédiaire des banques sur les marchés financiers

CR = choc réel, Banques = institutions bancaires, MF = marchés financiers, AFNB = agents financiers non bancaires.
Sources : Pristker (2000).

1.2 Les formes de contagion classiques et la contagion « pure » :

La revue rapide des modèles théoriques de contagion montre bien que le concept de contagion recouvre des réalités fort différentes et largement étrangères, allant des interdépendances traditionnelles appartenant au fonds de l'économie internationale et transitant par les échanges de marchandises, de services, de capitaux et de monnaie, jusqu'aux formes les plus insaisissables d'influences transfrontalières passant par les échanges d'informations, d'interprétations de ces informations, voire de panique en période de crise violente.

Masson (1998) pour clarifier la notion de contagion a suggéré d'en distinguer trois formes principales selon les causes possibles de la concomitance, éventuellement décalée, d'évènements identiques ou semblables dans des pays différents, proches géographiquement et économiquement, sans que cette proximité soit générale.

- Une même série d'évènements se développe dans des pays différents parce que ces évènements découlent d'une même série de causes communes aux deux pays. Exemples: la hausse brutale des taux d'intérêt américains dans la période précédant la crise de la dette des pays en développement au début des années quatre-vingt qui a débuté par la déclaration de défaut du Mexique en août 1982 ; la dépréciation du dollar par rapport au yen peu avant la crise asiatique de 1997. Masson appelle « monsoonal » ce type de contagion.

- Des perturbations, identiques ou non, affectent des économies différentes parce que ces économies entretiennent des relations d'échanges nourries, commerciales ou financières. Exemple : la crise des changes en Europe en 1992 et 1993 s'explique, pour une part, par le caractère fortement intégré des économies européennes. Cette forme de contagion est dite « spill-over ».

Tableau N° 06 : LES MODÈLES DE CONTAGION

LA CONTAGION PAR LES FONDAMENTAUX

(choc commun ou choc idiosyncrasie)

Type de Contagion	Commerce	Finance	Change	
			coopératif	Non coopératif
Canal Effet indirects	Diminution de la demande internationale du pays en crise (et des pays touchés par la contagion)	Diminution des flux de capitaux du pays en crise (et des pays touchés par la contagion)	Baisse de la compétitivité sur le marché du pays en crise (et sur les marchés tiers)	Reflux des capitaux internationaux de toute la région
	Gerlach et Smets (1995)			Corsetti et alii (1998)

LA CONTAGION PAR LES CHANGEMENTS INSTITUTIONNELS

Économie politique (la concurrence des fonds d'investissement)	Modification de l'aléa moral (anticipation d'un changement des systèmes d'assurance explicites ou implicites)	Coût de sortie D'un arrangement International (régime)	Nouveaux comportements des autorités (défaut sur la dette)
Caplin et Leahy (1995)		Drazen (1999)	

COMPORTEMENT DES INVESTISSEURS

	Comportement					
	Arbitrage de portefeuille	Liquidité		Asymétrie d'information		
Canal	Rééquilibrage régional	Appel marges (investisseurs)	Rééquilibrage du risque de portefeuille (banque)	Réévaluation du risque local (asymétrie d'information)	Coût d'information (asymétrie d'information)	Incertitude Radicale
	Kodres et Pritsker (1999)	Calvo (de 1998)	Goldfajn et Valdes (1995)	Mullainathan (1998)	Calvo et Mendoza (1998)	Schiller(1995) Orlean (2003)

Les propagations internationales d'effets qui ne sont ni des effets « monsoonal » ni des effets de « spill-over », qui restent largement inexplicables par les théories courantes et pour lesquelles il faut faire appel à des causes subjectives (le sentiment des opérateurs, le climat des affaires...) ou objectives (le coût de l'information, la concurrence des intermédiaires financiers, etc.), relèvent pour Masson de la contagion « pure ». Elles peuvent être intégrées dans des modèles à équilibres multiples (par l'effet « sun spot ») ou non. Elles sont rapportées au comportement des investisseurs et en général associées à des comportements moutonniers, mais pas toujours, ce qui est très important d'un point de vue théorique et politique.

Les deux premières formes de contagion sont appelées « fundamentals-based contagion » par Calvo et Reinhart (1996).

1.3 La « shift contagion » :

Cette « shift contagion » est distinguée de toutes les formes régulières d'interdépendances. Elle est mesurée par l'augmentation exceptionnelle de la corrélation des rendements des titres financiers, des flux financiers, de la vitesse de propagation d'un choc, de la probabilité d'une attaque spéculative, ou, enfin, de la volatilité des marchés. Cette « shift contagion » est en réalité la contagion du stress et de la panique financière.

Forbes et Rigobon (2000) considèrent qu'elle remet en cause les conclusions politiques traditionnelles sur la contagion. Si la contagion est la transmission à un pays d'un choc subi par un autre pays par les voies traditionnelles de l'interdépendance, ses effets ne peuvent être durablement soulagés par les moyens de l'aide extérieure, notamment celle des institutions de Bretton Woods. L'équilibre ne peut être en effet restauré que par un ajustement réel aux nouvelles conditions de l'activité économique dans le pays contaminé. Il ne sert à rien d'intervenir. Il en va tout autrement si la contagion désigne une augmentation brutale et transitoire des interdépendances. Un soutien extérieur peut contrecarrer utilement, pendant le temps qu'il faut, ces

externalités négatives dont les effets peuvent produire des dommages durables ou temporaires sur l'économie exposée aux risques de contagion.

Cette distinction entre contagions (« shift contagion » et interdépendance) invite à faire la différence entre deux grandes catégories d'approches de la contagion (Forbes et Rigobon (2001). L'approche contingente aux crises d'une part (crisis-contingent theories) qui traite de l'effet du stress sur les interdépendances structurelles et qui peut être partagée en trois grandes branches : les modèles d'équilibres multiples, la liquidité endogène et l'économie politique. L'approche non-contingente aux crises (non-crisis contingent theories) d'autre part qui traite des transmissions des chocs par les canaux des interdépendances stables.

2. Canaux de transmission de la crise en pays maghrébins « MAT »

2.1 Canaux de transmission de la crise en l'Algérie :

L'effet mousson, Masson (1998, 1999), l'Algérie subit la crise en raison d'un choc commun lié à une chute des prix des matières premières, le prix du pétrole a chuté de 147 dollar jusqu'à 34 dollars décembre 2008, l'Algérie est très exposée à cette crise vu les pertes en terme d'entrées des devises ce qui est expliqué ici par l'Effet Mousson.

Le deuxième facteur selon Masson, est lié aux interdépendances entre l'Algérie et les pays touchés par la crise, en raison des liens commerciaux avec, notamment, l'Europe, les exportations hors hydrocarbures de l'Algérie baissent de 44% début 2009, ainsi que les exportations générales ont baissés de 42%, ces chiffres montrent la très forte vulnérabilité de la balance commerciale et de l'économie en générale.

Le troisième facteur proposé par Ahluwalia (2000) où on trouve que la crise en Algérie est non discriminante vu l'ampleur de cette crise sur certains secteurs, mais l'absence de certains secteurs comme une bourse qui fonctionne normalement, l'Algérie ne peut avoir des effets négatifs sur un secteur inexistant. Les canaux financiers de transmission de la crise sont limités, et divulguent le retard

de l'Algérie en matière d'intégration financière internationale. L'économie algérienne par rapport à ses voisins (le Maroc et la Tunisie) est beaucoup moins diversifiée, il est temps de revoir les politiques économiques et mettre d'autres plans et programmes à l'instar du PIP afin de diversifier l'économie du pays.

2.2 Canaux de transmission de la crise en Tunisie :

Commençant par le secteur du tourisme l'un des plus importants secteurs économiques, où on trouve une baisse des recettes et de nombre de nuitées et cela malgré les entrées des non-résidents dont le nombre est inchangé, contrairement au Maroc où le nombre ne cesse d'augmenter ce qui se présente comme un Effet Mousson sur la Tunisie, les touristes venant des pays développés touchés par cette crise ne dépensent pas comme avant la crise et le nombre n'augmente pas.

Le deuxième facteur selon Masson, est lié à l'interdépendance commerciale et financière, la Tunisie se trouve en difficulté en raison de la baisse (-19%) de ses exportations.

Le troisième facteur proposé par Ahluwalia (2000) est dans certains secteurs comme la Bourse de Tunis ne suit pas la tendance mondiale et les places financières internationales car elle enregistre une hausse de presque 30% au moment où les bourses ont chuté de moitié, la crise dans le secteur financier est discriminante or dans le reste de l'économie elle est bien non discriminante vue la nature et la profondeur de la crise mondiale qui se propage à travers plusieurs canaux de transmission.

2.3 Canaux de transmission de la crise au Maroc.

L'effet mousson, Masson (1998, 1999), le Maroc subit les mêmes crises en raison d'un choc commun lié à une chute des prix des matières premières les prix du phosphate ont chuté comme nous l'avons vu, le Maroc qui a perdu une partie de ses entrées en devises mais la chute des prix du pétrole a minimisé les pertes, étant donné que le Maroc importe le pétrole et le Gaz. Vue la nature de la dette extérieure le Maroc ne profite pas de la dépréciation du dollar si on compte les opportunités perdues, le Maroc continue à rembourser ses dettes libellées en grande partie en Euro ce dernier qui s'est apprécié durant la crise par rapport au dollar. Le secteur du tourisme avec la diminution des recettes et le nombre des nuitées dans plusieurs départements,

montre bien l'Effet Mousson sur le Maroc, les touristes venant des pays développés touchés par cette crise ne dépensent pas comme avant la crise même si le nombre des touristes augmente.

Le deuxième facteur selon Masson, est lié aux interdépendances entre le Maroc et les pays touchés par la crise, en raison des liens commerciaux avec, notamment, l'Europe, les exportations du Maroc baissent de 8,6% à la fin de 2008, ainsi que les transferts des émigrés qui ont chuté de 2,4%.

Le troisième facteur proposé par Ahluwalia (2000) où on trouve que la crise au Maroc est non discriminante vue l'ampleur de cette crise, chaque pays est touché d'une façon ou d'une autre car la multiplication des canaux ainsi que la profondeur de la crise n'épargne aucun pays, les 15% perdue à la bourse de Casablanca semble touchée par un effet de contagion pure ou non discriminante, car les arguments avancés montre que le secteur est loin d'être influencé par la chute des indices boursiers dans le reste du monde, mais on analysant les autres composantes de l'économie marocaine comme ci-dessus nous donne plus d'informations qui peuvent nous donner des explications plus exactes sur le ralentissement de l'économie marocaine.

Conclusion :

La crise financière qui couvait depuis plusieurs mois aux Etats-Unis a fini par éclater au grand jour pour atteindre les principales places financières mondiales. Si les mécanismes économiques et financiers qui ont conduit à cette crise tout à fait surprenante de par sa soudaineté, son ampleur et sa propagation rapide à travers le monde, apparaissent aujourd'hui relativement bien identifiés, ses répercussions immédiates et à terme sur l'activité et les échanges demeurent encore entachées de fortes incertitudes et suscitent beaucoup d'appréhensions.

La crise actuelle n'est pas une crise financière classique, mais une crise du secteur "bancassurance" mondial, aujourd'hui à la limite de s'effondrer car mité par une épidémie de "créances toxiques". Cette situation ne peut pas ne pas avoir de répercussions sur le secteur "bancassurance" marocain, de par ses relations de maisons-mères à filiales, ou tout simplement de prêteur à emprunteur face au système mondial ; d'où une très probable restriction des conditions de crédit au Maroc en 2009, qui aura un impact direct sur l'activité des ménages et des entreprises.

Les fondamentaux de l'économie marocaine sont très bons grâce à l'aboutissement d'un travail initié depuis des dizaines d'années et que les réformes structurelles ont conforté.

CHAPITRE

3

Etude Analytique & Econométrie : La crise Financière Internationale et les Pays Maghrébins

Introduction :

A l'occasion de la conférence des Nations Unies sur la crise financière et économique mondiale et son incidence sur le développement, tenue à New York du 24 au 26 juin 2009, les chefs d'Etats et de gouvernements et les hauts représentants ont déclaré que "le monde traverse la pire crise financière et économique qu'il ait connue depuis la grande dépression. Cette crise, en évolution constante et qui a débuté sur les principales places financières du globe, s'est propagée à toute l'économie mondiale et elle a de graves incidences dans les sphères sociale, politique et économique" (Nations Unies, 2009a : p.2). Cette déclaration résume la profonde préoccupation du monde entier quant à la dimension géographique de la crise et l'ampleur de ses effets néfastes sur les perspectives de développement socioéconomique. En effet, les projections récentes montrent qu'aucune région du monde n'est épargnée par les effets de la crise. Sans aucune action internationale urgente, ces projections considèrent que la crise pourrait réduire à néant des années de progrès et neutraliser des avancées difficilement réalisées dans la mise en œuvre des Objectifs du Millénaire pour le Développement (OMD) (Banque mondiale, 2009c). Pour les pays maghrébins, en particulier, les incidences de la crise sont plus marquées que ne les laissaient entrevoir nombre des prévisions faites initialement. Ces incidences se sont amplifiées du fait la fragilité et la volatilité des économies maghrébines et la faiblesse de leurs ressorts internes de croissance. Ainsi, bien qu'ils fussent épargnés par les effets directs de la crise en raison de leur faible taux d'intégration financière, les pays maghrébins ne pouvaient pas échapper de ses effets indirects. Ces derniers se sont transmis vers ce groupe de pays suite à la récession économique de principaux pays partenaires. En effet, "le groupe de pays maghrébins a ressenti les effets de la crise sur son économie réelle dès le dernier trimestre 2008, période où la récession se propageait dans toute l'Europe" (Banque mondiale, 2009e). Malgré l'ampleur des effets de la crise, les institutions internationales estiment que les pays maghrébins¹ sont capables de dépasser ces effets

¹ Surtout les pays maghrébins non exportateurs de pétrole

avec le minimum de dégâts²; cela nécessite la mise en œuvre des politiques de gestion efficaces permettant de calmer les incidences de la crise et de soutenir le processus de développement.

Section1 : LA CRISE DANS LES PAYS MAGHREBINS:

En raison de leur faible taux d'intégration financière, les pays maghrébins furent épargnés par les effets directs de la crise. Toutefois, du fait la volatilité et la fragilité de leurs économies et la faiblesse de leurs ressorts internes de croissance, ces pays semblent plus exposés à ses effets indirects. Ces derniers se sont propagés vers le groupe de pays maghrébins suite à la récession des pays partenaires et la dégradation de leur bilan socioéconomique. Dans ce que suit, nous nous proposons de présenter un aperçu sur les effets actuels de la crise dans les pays maghrébins. Cet aperçu sera enrichi par une étude empirique en données de panel. L'étude empirique visera à estimer les effets prévisionnels de la crise sur les économies maghrébines et à apprécier l'impact des politiques de gestion sur ses effets. Dans ce travail, une attention particulière sera accordée aux canaux de transmission des effets et des politiques de gestion, vers les pays maghrébins en provenance des pays partenaires.

1.1. La crise dans les pays maghrébins: aperçu sur les effets actuels

Pour bien apprécier les effets de la crise financière internationale sur les économies maghrébines, il convient de distinguer entre les effets directs et les effets indirects. Pour les effets directs, il semble que les canaux de contagion purement financiers sont limités; ceci est expliqué par le faible niveau d'intégration des pays maghrébins dans le système financier international. Egalement, les investisseurs étrangers dans les principales bourses maghrébines (celle de Tunis et de Casablanca) sont des actionnaires de référence et non par des investisseurs financiers, ce qui confère à ces bourses une certaine stabilité et les met à l'abri des risques de contagion directe (Chafiki, 2008).

² Conférence de presse du Directeur Général du FMI, à l'occasion de la célébration de 50 anniversaire de la Banque Centrale de la Tunisie, 18 novembre 2008.

Toutefois, il apparaît que les pays maghrébins ne pouvaient pas échapper des effets indirects de la crise. Ses effets se sont propagés en raison de la vulnérabilité des économies maghrébines qui ne disposent que d'une faible capacité d'absorption des chocs externes. Les incidences indirectes de la crise, dans les pays maghrébins, peuvent être analysées selon le clivage pays maghrébins producteurs du pétrole (Algérie et Libye) et pays maghrébins non producteurs du pétrole (Mauritanie, Maroc et Tunisie). Les prévisions sur l'évolution de certains indicateurs économiques montrent que les premiers seront plus affectés par les effets de la crise (tableau n°1). Les économies diversifiées seront, cependant, moins touchées que les économies basées sur un nombre limité des produits. La déclaration du Directeur général du FMI³ "les pays maghrébins non producteurs de pétrole sont capables de dépasser les impacts de cette crise avec le minimum de dégâts" confirme cette prévision. A titre d'exemple, les prévisions concernant les recettes publiques en Tunisie au cours de 2009 ont été révisées à la baisse de 1,2%. Par ailleurs, les économies hautement spécialisées telles que celles de la Libye et de l'Algérie connaîtront une forte baisse des recettes publiques en 2009, de l'ordre de, respectivement, 17% et 16%, à cause de la chute du prix du baril de pétrole de plus que la moitié en quelques mois (BAD, 2009a).

**Tableau n° 1: Evolution de quelques indicateurs économiques en 2009:
prévisions avant et après la crise financière**

	Croissance du PIB réel		Exportations (en milliards de \$)		Solde du compte courant	
	A	B	A	B	A	B
Algérie	4.8	0.2	84.4	43.6	19.8	5.6
Libye	7.8	3.4	67.9	30.8	29.4	3.3
Maroc	6.1	5.4	21.5	17.1	-0.3	-1.9
Mauritanie	5.0	3.4	2.1	1.5	-2.9	-13.1
Tunisie	5.6	4.1	22.0	16.9	-3.4	-3.2

³ Conférence de presse du Directeur Général du FMI, à l'occasion de la célébration de 50 anniversaire de la Banque Centrale de la Tunisie, 18 novembre 2008.

Dans l'ensemble, les effets de la crise financière internationale se sont propagés vers les pays maghrébins dès le dernier trimestre 2008, période où la récession se propageait dans toute l' Europe (Banque mondiale, 2009e). Les principaux canaux de transmission de ses effets peuvent être résumés par l'enchérissement des crédits et le reflux des IDE, la chute des échanges commerciaux et la baisse de transferts de fonds des migrants et de l' aide publique au développement (APD). Ainsi, en raison de la crise, les pays maghrébins commençaient d'avoir des difficultés pour accéder au financement extérieur. A titre d'exemple, dès 2007, la Tunisie a confronté des exigences très restrictives lors de sa tentative de lever des fonds sur le marché financier japonais (BAD, 2009 : p.5). Le Maroc a enregistré, en 2008, une baisse de 7% de flux des d'entrants d'IDE (Nations Unies, 2009b). Pour les échanges commerciaux, il semble que les pays maghrébins sont durement affectés par la baisse de la demande extérieure et la chute des exportations (tableau n° 1). L'exemple de la Mauritanie est représentatif: ce pays est énormément touché par la chute du prix du Fer de 60%, depuis la crise (pour ce pays, le Fer représente 50% des exportations) (BAD, 2009b : p.15).

Les effets de la crise dans les pays maghrébins risquent de s'amplifier en raison de baisse des transferts de fonds des migrants et de l' Aide Publique au Développement (APD). En effet, même si les envois de fonds par les travailleurs maghrébins à l' étranger ne représentent pas, dans l' ensemble des pays, une part importante du PIB, ils contribuent directement à financer la consommation des ménages et à la réduction de la pauvreté. On craint que ces transferts de fonds ne s' amenuisent sous l' effet du ralentissement économique à mesure que les travailleurs migrants perdront leur emploi. Pour l' APD, on s' attend à ce que ces flux baissent à cause de la crise financière. La baisse de cette aide aura un effet dévastateur sur les économies qui sont tributaires de cette aide dans la région comme la Mauritanie où l' aide extérieure représente 35% des recettes publiques et 90% des dépenses d' investissements publics (Perspectives Economiques en Afrique, 2009). 2.2. Effets prévisionnels et politiques de gestion: étude empirique Dans notre étude empirique

nous nous proposons de soulever deux points essentiels. Le premier est d'estimer les effets indirects de la crise financière internationale sur la croissance des économies maghrébines. Le deuxième est de voir si les politiques de gestion suivies sont capables de calmer ses effets. Dans cette étude empirique une attention particulière sera accordée aux canaux de transmission des effets et des politiques de gestion de la crise, vers les pays maghrébins et en provenance des pays partenaires. L'étude empirique, en données de panel, concernera un échantillon de trois pays maghrébins: Algérie, Tunisie, et Maroc au cours de la période 1981-2010.

1.2. L'impact des IDE sur l'économie des pays Maghrébins:

L'Union européenne est à la fois le premier fournisseur et client du Maghreb. Elle est étai à l'origine de 70% des investissements au Maroc et en Tunisie alors que les Etats Unis occupent une position dominante en Algérie.

En ces termes, le Maroc occupe la première place parmi les pays maghrébins, enregistrant 2,57 milliards de dollars en 2007 contre 2,4 milliards en 2006. Cette performance est le résultat de programme de privatisations et d'incitations fiscales. L'origine des IDE fait ressortir que l'UE représente plus de 75% du total des flux, avec une prédominance de ceux en provenance de la France (41% des flux) et de l'Espagne (20%). Les investissements arabes connaissent, pour leur part, une progression de plus en plus importante, atteignant 19,3% du total des investissements en 2007 contre 9,9% en 2006. Le Koweït a été le principal investisseur avec 983 MDH devant l'Arabie Saoudite (322 MDH). Concernant les investissements marocains à l'étranger, le pays est devenu de plus en plus un pays émetteur, notamment au niveau africain avec 652 millions de dollars en 2007.

Les IDE en Tunisie ont progressé de 35,7% en 2007, totalisant 1,6 milliards de dollars. Plus de la moitié de ces investissements ont été fait dans le secteur de l'énergie grâce à l'octroi d'une dizaine de permis de recherche d'hydrocarbures et à l'exploitation de nouveaux gisements pétroliers. L'industrie manufacturière a attiré 485,7 millions de dinars tunisien (MDT) d'investissements, suivie par les services, le textile et le tourisme, a-t-on ajouté. Ces investissements ont contribué pour 24% dans la création

d'emplois et ont permis l'implantation de 270 entreprises étrangères et l'extension de 222 autres. Actuellement, 2900 entreprises étrangères opèrent en Tunisie. Les membres de l'Union européenne confirment leur 1^{ème} place en tant qu'émetteurs des IDE en direction de la Tunisie. Ainsi, les flux des IDE en provenance respectivement de la Grande Bretagne (825,6 MDT), l'Italie (180,4 MDT) et la France (160,4 MDT) ont représenté un peu plus de la moitié des flux entrants en 2007 et près des 2/3 du total Union européenne.

L'Algérie apparait le seul pays du Maghreb qui n'attire pas assez d'investisseurs étrangers. Pourtant son potentiel pourrait le permettre dans la mesure où il y a plusieurs secteurs qui sont jugés porteurs. Parmi ceux-ci, on trouve : Le système financier qui est en plein changement, des réformes entamées au début des années 90, sont toujours en cours. Les banques sont caractérisées par un faible taux couverture de la demande de services (une agence pour 30000 habitants). Le marché des assurances est loin d'être saturé. La bourse offre également de grandes perspectives. Les projets de privatisation sont les plus attractifs pour les IDE, le secteur des télécommunications offre aussi un potentiel important aux étrangers, notamment dans la téléphonie fixe où la connectivité n'atteint que 30 %. Le secteur agroalimentaire affiche, quant à lui, des insuffisances dans les domaines de transformation, de conservation, de valorisation.

Section 2 : Etude Econométrique

1. Présentation du modèle linéaire sur données de panel

1.1 Économétrie

Si la statistique descriptive est capable de décrire les relations existantes entre plusieurs variables et de préciser leur niveau de corrélation, elle ne permet pas de comprendre les liens de cause à effet qui pourraient exister entre ces variables. L'économétrie permet de pallier cette insuffisance.

L'équation théorique de vérification de la causalité peut se résumer comme suit
 $Y = a + Xb + e$ où

- Y représente la variable à expliquer (ou variable endogène ou dépendante);
- X représente une une matrice de variables explicatives (ou variables exogènes ou indépendantes);
- a : constance de l'estimation;
- b : coefficient de contribution de X à l'explication de Y ;
- e : erreur de l'estimation.

L'objectif de l'économétrie est de déterminer la constance a , le coefficient b et l'erreur e . Pour cela, différents modèles peuvent être choisis suivant la nature des données et l'échantillon constitué.

1.2 Données de panel

Le terme « *données de panel* » est utilisé pour désigner plusieurs types d'informations concernant un échantillon d'individus sur un certain nombre de périodes (année, semestre, trimestre, mois, etc). Il s'agit d'une structure de données à deux dimensions à savoir :

- Nombre d'individus (N) : dans notre cas, il s'agit du nombre des pays couverts par l'étude $N = 3$ (Algérie, Maroc, Tunis);
- Nombre de périodes de référence (T). Dans notre cas, il s'agit du nombre d'années d'observation $T = 30$ (1980, 1981,....., 2009 et 2010);

Le modèle est cylindré c'est-à-dire qu'il n'y a pas de donnée manquant pour un pays ou pour une année. Le nombre de variables est $K = 4$.

1.3 Econométrie de modèle linéaire sur données de panel :

Il existe deux modèles économétriques de traitement des données de panel que sont le modèle linéaire et le modèle dynamique. Ce dernier est caractérisé par la présence de variables endogènes retardées. Ces variables retardées sont en fait des formes décalées dans le temps de la variable dépendante qui figurent dans les variables explicatives. Nous décrivons ici le modèle linéaire.

L'utilisation du modèle linéaire de données de panel dans une étude économétrique se fait en trois étapes :

Etape 1 : Spécification du modèle ou tests d'homogénéité

Cette étape consiste à vérifier la capacité du modèle à interpréter les données disponibles. Le but est de voir si le modèle théorique est homogène pour tous les individus étudiés ou au contraire, il existe des spécificités (Hurlin C.). Si les tests révèlent une hétérogénéité totale entre les individus étudiés, la structure en panel est mauvaise et ne pourra être estimée. Dans le cas contraire, on peut l'estimer en présentant selon le cas, les effets communs à tous les individus (structure de panel entièrement homogène) ou les effets individuels (structure partiellement homogène). Dans ce dernier cas, les tests devront permettre de spécifier la nature de l'effet individuel (fixe ou aléatoire).

Etape 2 : Estimation du modèle

L'estimation se fait par la régression de la variable endogène sur les variables exogènes et la mesure des principaux indicateurs que sont d'une part le coefficient de détermination (R^2) et le test de Fisher qui permettent de juger de la qualité globale du modèle et d'autre part du test de Student qui atteste de la validité statistique et de la qualité individuelle des variables explicatives.

Etape 3 : Validation du modèle

La dernière étape consiste à étudier le comportement des erreurs (résidus) issues du modèle. A ce niveau, il est nécessaire de réaliser trois tests à savoir le test d'autocorrélation des erreurs qui permet de vérifier l'existence de relation entre les erreurs d'une année à une autre, le test de l'homoscédasticité qui permet de

déterminer si le risque de l'amplitude de l'erreur est le même quelle que soit l'année et enfin le test de normalité qui est une propriété de la méthode des moindres carrés ordinaires (MCO).

2. Méthodologie :

La présence des problèmes d'hétéroscédasticité et de corrélation, nous a amené à estimer le modèle de croissance par la méthode des moindres carrés généralisés (MCG). Nous avons effectué au préalable les tests de spécification de Breusch et Pagan (1980) d'Hausman (1978). Chaque fois que nous avons estimé le modèle retenu, nous avons testé les hypothèses d'homoscédasticité et de corrélation. Toutefois, nous avons toujours constaté la présence d'hétéroscédasticité et parfois des problèmes de corrélation et/ou d'autocorrélation. Ainsi, nous étions amenés à estimer le modèle à l'aide de la méthode MCG en utilisant le logiciel eviews.

Notre analyse porte sur un échantillon de 03 pays maghrébins « MAT »: Algérie, Tunisie, et Maroc. La période d'étude est 1980-2010. Les données annuelles sont tirées des bases de données « *Statistiques Financières Internationales* » du Fonds Monétaire International et « *World Development indicators* » de la Banque Mondiale, et Bases de données de statistiques CNUCED « *UNCTADstat* ».

2.1 Spécification et estimation du modèle :

Notre modèle économétrique repose sur une équation standard de croissance inspirée des travaux sur ce sujet. Cette équation est donnée comme suit:

$$GYPM_{it} = C + \alpha X_{it} + \varepsilon_{it}$$

Dans cette équation

" $GYPM_{it}$ " désigne le taux de croissance du PIB réel par tête de pays maghrébin "i" au temps "t".

"C" et " α " désignent, respectivement, la constante et le vecteur des coefficients.

"X" est un vecteur des variables reflétant, principalement, les canaux susceptibles de transmettre les effets et les politiques de gestion de la crise vers les pays maghrébins.

" ε_{it} " erreur ou résidu d'explication pour le pays i au temps t.

Ce vecteur est représenté par :

- *Le taux de croissance du PIB réel par tête des pays maghrébins. (GYPM),*
- *L'investissement direct étranger aux pays maghrébins (IDE),*
- *Dette extérieure à long terme par catégories de prêt, annuel, (DE)*
- *L'ouverture des commerce des marchandises et de services, annuel (OC)*

Tableau n°2 : les variables à expliquer et explicatives :

Type de variable	Variables	Définitions	Sources des données
<i>Variable à expliquer</i>	GYPM	Taux de croissance du PIB réel par tête des pays maghrébins.	www.worldbank.org
<i>Variables explicatives</i>	IDE	Investissement Direct Etranger aux pays maghrébins (en % du PIB).	www.unctad.org
	OC	L'ouverture des commerces des marchandises et de services, (oc)	www.unctad.org
	DEP	Dette extérieure à long terme par catégories de prêt.	www.unctad.org

Le modèle de panel gère des données à deux dimensions (individu, période). Nous avons constitué un échantillon de 3 pays (N= 3). Les observations sont étalées sur 31 années (T = 31): de 1980 à 2010. Cela donne au total 31 observations. Le modèle est cylindré; c'est-à-dire qu'il n'y a pas de donnée manquant pour un pays ou pour une année.

Les tests préliminaires nécessaires effectués, surtout les tests d'autocorrélation et d'Hausman, sont parvenus à conclure que le modèle devrait être estimé par la méthode de MCO à effets fixes et nous avons introduit un processus autorégressif d'ordre pour corriger le problème d'autocorrélation des erreurs.

2.2 - Résultats économétriques

Les résultats des estimations sont reportés aux tableaux suivant:

Algérie

Dependent Variable: PIB

Method: Least Squares

Date: 05/02/12 Time: 11:37

Sample: 1980 2010

Included observations: 31

PIB=C(1)+C(2)*OC

	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C(1)	0.304483	1.317601	0.231089	0.8189
C(2)	0.076675	0.041727	1.837545	0.0764
R-squared	0.104291	Mean dependent var		2.609677
Adjusted R-squared	0.073404	S.D. dependent var		2.330287
S.E. of regression	2.243131	Akaike info criterion		4.515963
Sum squared resid	145.9174	Schwarz criterion		4.608478
Log likelihood	-67.99743	Hannan-Quinn criter.		4.546121
F-statistic	3.376572	Durbin-Watson stat		1.314199
Prob(F-statistic)	0.076396			

Testes de stabilité

Null Hypothesis: PIB has a unit root

Exogenous: Constant

Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=7)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.357365	0.0209
Test critical values:		
1% level	-3.670170	
5% level	-2.963972	
10% level	-2.621007	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(PIB)

Method: Least Squares

Date: 05/02/12 Time: 11:39

Sample (adjusted): 1981 2010

Included observations: 30 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
PIB(-1)	-0.563775	0.167922	-3.357365	0.0023
C	1.544965	0.584230	2.644447	0.0133
R-squared	0.287022	Mean dependent var		0.086667
Adjusted R-squared	0.261559	S.D. dependent var		2.490358
S.E. of regression	2.140030	Akaike info criterion		4.423857
Sum squared resid	128.2324	Schwarz criterion		4.517271
Log likelihood	-64.35786	Hannan-Quinn criter.		4.453741
F-statistic	11.27190	Durbin-Watson stat		1.841665
Prob(F-statistic)	0.002279			

Null Hypothesis: OC has a unit root

Exogenous: Constant

Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=7)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.936319	0.5707
Test critical values:		
1% level	-3.670170	
5% level	-2.963972	
10% level	-2.621007	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(OC)

Method: Least Squares

Date: 05/02/12 Time: 11:41

Sample (adjusted): 1981 2010

Included observations: 30 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
OC(-1)	-0.139479	0.099890	-3.936319	0.1736
C	4.323138	3.130574	1.380941	0.1782
R-squared	0.065099	Mean dependent var		0.166667
Adjusted R-squared	0.031710	S.D. dependent var		5.395294
S.E. of regression	5.309062	Akaike info criterion		6.241048
Sum squared resid	789.2120	Schwarz criterion		6.334461
Log likelihood	-91.61572	Hannan-Quinn criter.		6.270932
F-statistic	1.949706	Durbin-Watson stat		2.022974
Prob(F-statistic)	0.173591			

Null Hypothesis: IDE has a unit root

Exogenous: Constant

Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=7)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	0.021048	0.9534
Test critical values:		
1% level	-3.670170	
5% level	-2.963972	
10% level	-2.621007	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(IDE)

Method: Least Squares

Date: 05/02/12 Time: 11:44

Sample (adjusted): 1981 2010

Included observations: 30 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
IDE(-1)	0.001618	0.076885	0.021048	0.9834
C	63.91601	71.33313	0.896021	0.3779
R-squared	0.000016	Mean dependent var		64.76667
Adjusted R-squared	-0.035698	S.D. dependent var		316.3549
S.E. of regression	321.9520	Akaike info criterion		14.45102
Sum squared resid	2902287.	Schwarz criterion		14.54444
Log likelihood	-214.7653	Hannan-Quinn criter.		14.48091
F-statistic	0.000443	Durbin-Watson stat		2.094195
Prob(F-statistic)	0.983356			

Null Hypothesis: DEP has a unit root

Exogenous: Constant

Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=7)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	0.222193	0.9694
Test critical values:		
1% level	-3.679322	
5% level	-2.967767	
10% level	-2.622989	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(DEP)

Method: Least Squares

Date: 05/02/12 Time: 11:46

Sample (adjusted): 1981 2009

Included observations: 29 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DEP(-1)	0.016819	0.075697	0.222193	0.8258
C	-825.5270	1636.197	-0.504540	0.6180
R-squared	0.001825	Mean dependent var		-482.7586
Adjusted R-squared	-0.035144	S.D. dependent var		2886.182
S.E. of regression	2936.461	Akaike info criterion		18.87427
Sum squared resid	2.33E+08	Schwarz criterion		18.96857
Log likelihood	-271.6769	Hannan-Quinn criter.		18.90380
F-statistic	0.049370	Durbin-Watson stat		1.188247
Prob(F-statistic)	0.825836			

TUNISIE

Null Hypothesis: PIB2 has a unit root

Exogenous: Constant

Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=7)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-6.092652	0.0000
Test critical values: 1% level	-3.670170	
5% level	-2.963972	
10% level	-2.621007	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(PIB2)

Method: Least Squares

Date: 05/02/12 Time: 11:47

Sample (adjusted): 1981 2010

Included observations: 30 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
PIB2(-1)	-1.113338	0.182735	-6.092652	0.0000
C	4.618352	0.873877	5.284897	0.0000
R-squared	0.570027	Mean dependent var		-0.113333
Adjusted R-squared	0.554671	S.D. dependent var		3.288405
S.E. of regression	2.194450	Akaike info criterion		4.474081
Sum squared resid	134.8372	Schwarz criterion		4.567494
Log likelihood	-65.11121	Hannan-Quinn criter.		4.503965
F-statistic	37.12041	Durbin-Watson stat		1.953875
Prob(F-statistic)	0.000001			

Null Hypothesis: OC2 has a unit root

Exogenous: Constant

Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=7)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.107654	0.6995
Test critical values:		
1% level	-3.670170	
5% level	-2.963972	
10% level	-2.621007	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(OC2)

Method: Least Squares

Date: 05/02/12 Time: 11:48

Sample (adjusted): 1981 2010

Included observations: 30 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
OC2(-1)	-0.117740	0.106297	-1.107654	0.2774
C	5.050632	4.130423	1.222788	0.2316
R-squared	0.041978	Mean dependent var		0.533333
Adjusted R-squared	0.007763	S.D. dependent var		3.598212
S.E. of regression	3.584217	Akaike info criterion		5.455298
Sum squared resid	359.7052	Schwarz criterion		5.548711
Log likelihood	-79.82947	Hannan-Quinn criter.		5.485181
F-statistic	1.226898	Durbin-Watson stat		2.040123
Prob(F-statistic)	0.277436			

Null Hypothesis: IDE2 has a unit root

Exogenous: Constant

Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=7)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.743164	0.4002
Test critical values:		
1% level	-3.670170	
5% level	-2.963972	
10% level	-2.621007	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(IDE2)

Method: Least Squares

Date: 05/02/12 Time: 11:49

Sample (adjusted): 1981 2010

Included observations: 30 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
IDE2(-1)	-0.230619	0.132299	-1.743164	0.0923
C	168.7254	104.1044	1.620732	0.1163
R-squared	0.097898	Mean dependent var		42.20000
Adjusted R-squared	0.065680	S.D. dependent var		422.8774
S.E. of regression	408.7542	Akaike info criterion		14.92845
Sum squared resid	4678240.	Schwarz criterion		15.02186
Log likelihood	-221.9267	Hannan-Quinn criter.		14.95833
F-statistic	3.038622	Durbin-Watson stat		1.988938
Prob(F-statistic)	0.092278			

Null Hypothesis: DEP has a unit root

Exogenous: Constant

Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=7)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	0.222193	0.9694
Test critical values:		
1% level	-3.679322	
5% level	-2.967767	
10% level	-2.622989	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(DEP)

Method: Least Squares

Date: 05/02/12 Time: 11:51

Sample (adjusted): 1981 2009

Included observations: 29 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DEP(-1)	0.016819	0.075697	0.222193	0.8258
C	-825.5270	1636.197	-0.504540	0.6180
R-squared	0.001825	Mean dependent var		-482.7586
Adjusted R-squared	-0.035144	S.D. dependent var		2886.182
S.E. of regression	2936.461	Akaike info criterion		18.87427
Sum squared resid	2.33E+08	Schwarz criterion		18.96857
Log likelihood	-271.6769	Hannan-Quinn criter.		18.90380
F-statistic	0.049370	Durbin-Watson stat		1.188247
Prob(F-statistic)	0.825836			

Maroc

Null Hypothesis: PIB3 has a unit root

Exogenous: Constant

Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=7)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-11.31995	0.0000
Test critical values:		
1% level	-3.670170	
5% level	-2.963972	
10% level	-2.621007	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(PIB3)

Method: Least Squares

Date: 05/02/12 Time: 11:53

Sample (adjusted): 1981 2010

Included observations: 30 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
PIB3(-1)	-1.641415	0.145002	-11.31995	0.0000
C	6.223793	0.861557	7.223893	0.0000
R-squared	0.820675	Mean dependent var		-0.030000
Adjusted R-squared	0.814271	S.D. dependent var		8.402264
S.E. of regression	3.621066	Akaike info criterion		5.475754
Sum squared resid	367.1392	Schwarz criterion		5.569167
Log likelihood	-80.13631	Hannan-Quinn criter.		5.505638
F-statistic	128.1413	Durbin-Watson stat		2.126285
Prob(F-statistic)	0.000000			

Null Hypothesis: DEP3 has a unit root

Exogenous: Constant

Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=7)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-2.222904	0.2027
Test critical values:	1% level	-3.670170	
	5% level	-2.963972	
	10% level	-2.621007	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(DEP3)

Method: Least Squares

Date: 05/02/12 Time: 11:54

Sample (adjusted): 1981 2010

Included observations: 30 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DEP3(-1)	-0.124725	0.056109	-2.222904	0.0345
C	2677.078	1036.524	2.582746	0.0153
R-squared	0.150003	Mean dependent var		438.6667
Adjusted R-squared	0.119646	S.D. dependent var		1434.440
S.E. of regression	1345.895	Akaike info criterion		17.31185
Sum squared resid	50720097	Schwarz criterion		17.40526
Log likelihood	-257.6777	Hannan-Quinn criter.		17.34173
F-statistic	4.941304	Durbin-Watson stat		1.371563
Prob(F-statistic)	0.034470			

Dependent Variable: PIB3**Method: Least Squares****Date: 05/02/12 Time: 11:55****Sample: 1981 2010****Included observations: 31****PIB3=C(1)+C(2)* DEP3**

	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C(1)	4.719902	3.549650	1.329681	0.1940
C(2)	-5.13E-05	0.000191	-0.268449	0.7903
R-squared	0.002479	Mean dependent var		3.793548
Adjusted R-squared	-0.031918	S.D. dependent var		4.560258
S.E. of regression	4.632465	Akaike info criterion		5.966396
Sum squared resid	622.3322	Schwarz criterion		6.058911
Log likelihood	-90.47914	Hannan-Quinn criter.		5.996554
F-statistic	0.072065	Durbin-Watson stat		3.286146
Prob(F-statistic)	0.790254			

2.3. Interprétations des résultats

Nous allons essayer de montrer l'effet individuel de chaque pays du Maghreb « MAT » et ne pas utiliser l'effet total de ces derniers. La raison principale de cela est que le modèle global ne donne pas des résultats concrets, parce que l'économie de chaque État est différente de l'autre,

L'Algérie dépend des hydrocarbures, tandis que le Maroc ce basée sur l'agriculture, les services et le tourisme, et la même chose pour la Tunisie.

1. L'impact individuel de l'Etat économique Algérienne :

On remarque d'après le tableau N1 : que la valeur statistique calculée de toutes les variables est supérieur à la valeur critique tabulée aux niveaux 1% ; 5% ; 10%. Donc Les indicateurs utilisés dans cette étude confirment que tous les variables ne sont pas stables, Sauf pour: le produit intérieur brut «PIB » et l' L'ouverture des commerces « OC», Cela nous amène à construire un composant standard du modèle de ces deux variables. Et la forme de ce modèle est la suivante: $PIB_a = -0.027 + 0.089 OCT$

Grâce à ce modèle qui montre que le taux de croissance en Algérie est en baisse, et a une faible relation à l'ouverture commerciale, en raison de la fragilité du système financier de l'Algérie.

Dependent Variable: PIB

Method: Least Squares

Date: 05/02/12 Time: 12:02

Sample (adjusted): 1980 2009

Included observations: 30 after adjustments

PIB=C(1)+C(2)*OC+C(3)*IDE+C(4)*DEP

	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C(1)	1.122669	2.645101	0.424433	0.6747
C(2)	0.094605	0.063512	1.489559	0.1484
C(3)	-0.000720	0.000940	-0.765427	0.4509
C(4)	-4.93E-05	7.89E-05	-0.625305	0.5372
R-squared	0.123680	Mean dependent var		2.586667
Adjusted R-squared	0.022567	S.D. dependent var		2.366539
S.E. of regression	2.339684	Akaike info criterion		4.661475
Sum squared resid	142.3272	Schwarz criterion		4.848301
Log likelihood	-65.92212	Hannan-Quinn criter.		4.721242
F-statistic	1.223180	Durbin-Watson stat		1.397401
Prob(F-statistic)	0.321167			

	OC	IDE	DEP	Constant
PIB ₁	0.094605	-0.000720	-4.93E-05	1.122669
F- <i>statistic</i>	1.223180	1.223180	1.223180	1.223180
T	1.489559	-0.765427	-0.625305	0.424433
DW	1.397401	1.397401	1.397401	1.397401

En effet, pour Algérie les résultats estiment que, dans l'ensemble, une baisse de 1% de la IDE aurait réduire la croissance du PIB réel par tête de 0.72.

La baisse du taux de croissance du PIB réel par tête aurait de 4.93si la Dette extérieure à long terme « DEP » baisse de 1%. Une Augmentation de 1% de L'ouverture des commerces « OC », Augmenté la croissance du PIB réel par tête à 9,4.

2. L'impact individuel de l'Etat économique Tunisienne :

En remarque d'après les tableaux que les valeurs statistiques calculée de toutes les variables est supérieure à la valeur critique tabluée aux niveaux 1% ; 5% et 10% ce qui fait qu'on accepte l'hypothèse nulle donc l'existence d'une racine unitaire. En conséquence nous pouvons dire que toutes les séries temporelles des variables étudiées sont non stationnaires.

Dependent Variable: PIB2

Method: Least Squares

Date: 05/02/12 Time: 12:05

Sample (adjusted): 1980 2009

Included observations: 30 after adjustments

PIB2=C(1)+C(2)*OC2+C(3)*II+C(4)*DTP

	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C(1)	0.924053	4.106070	0.225046	0.8237
C(2)	0.055700	0.128342	0.433998	0.6679
C(3)	0.000330	0.001342	0.245711	0.8078
C(4)	5.13E-05	8.47E-05	0.605762	0.5499
R-squared	0.047287	Mean dependent var		4.250000
Adjusted R-squared	-0.062642	S.D. dependent var		2.230007
S.E. of regression	2.298792	Akaike info criterion		4.626211
Sum squared resid	137.3956	Schwarz criterion		4.813037
Log likelihood	-65.39316	Hannan-Quinn criter.		4.685978
F-statistic	0.430157	Durbin-Watson stat		2.277268
Prob(F-statistic)	0.733124			

	<i>OC</i>	<i>I□E</i>	<i>□EP</i>	<i>Constant</i>
<i>PIB₂</i>	0.055700	0.000330	5.13E-05	0.924053
<i>F-statistic</i>	0.430157	0.430157	0.430157	0.430157
<i>T</i>	0.433998	0.245711	0.605762	0.225046
<i>DW</i>	2.277268	2.277268	2.277268	2.277268

En effet, pour la Tunisie les résultats estiment que, dans l'ensemble, une baisse de 1% de la IDE aurait réduire la croissance du PIB réel par tête de 0,33.

La baisse du taux de croissance du PIB réel par tête aurait de 5,13 si l'DEP baisse de 1%. Une Augmentation de 1% de L'ouverture des commerces « OC », Augmenté la croissance du PIB réel par tête à 5,57.

3. L'impact individuel de l'Etat économique Marocaine :

En remarque d'après les tableaux que les valeurs statistiques calculée de toutes les variables est supérieure à la valeur critique tabluée aux niveaux 1% ; 5% et 10%, Sauf le Produit Intérieur Brut « PIB » et Dette Total « DT ».

Et la forme de ce modèle est la suivante $PIB_M = 0,12 + 0,01DEP$

A partir de ce modèle nous pouvons dire que le Maroc dépend sur les dettes extérieures et des aides financières,

Dependent Variable: PIB3

Method: Least Squares

Date: 05/02/12 Time: 12:07

Sample: 1980 2010

Included observations: 31

PIB3=C(1)+C(2)*OC3+C(3)*IDE3

	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C(1)	3.350451	5.056911	0.662549	0.5130
C(2)	-0.000751	0.251803	-0.002984	0.9976
C(3)	0.000554	0.001653	0.335526	0.7397
R-squared	0.012566	Mean dependent var		3.793548
Adjusted R-squared	-0.057964	S.D. dependent var		4.560258
S.E. of regression	4.690563	Akaike info criterion		6.020748
Sum squared resid	616.0388	Schwarz criterion		6.159521
Log likelihood	-90.32160	Hannan-Quinn criter.		6.065985
F-statistic	0.178170	Durbin-Watson stat		3.319437
Prob(F-statistic)	0.837742			

	<i>OC</i>	<i>IDE</i>	<i>DEP</i>	<i>constant</i>
<i>PIB₃</i>	0.000751	0.000554	-3.350451	3.350451
<i>F-statistic</i>	0.178170	0.178170	0.178170	0.178170
<i>T</i>	-0.002984	0.335526	0.662549	0.662549
<i>DW</i>	3.319437	3.319437	3.319437	3.319437

En effet, pour le Maroc les résultats estiment que, dans l'ensemble, une baisse de 1% de la IDE aurait réduire la croissance du PIB réel par tête de 0,55.

La baisse du taux de croissance du PIB réel par tête aurait de 3,35 si l'DEP baisse de 1%. Une Augmentation de 1% de L'ouverture des commerces « OC », Augmenté la croissance du PIB réel par tête à 0,75.

Les résultats inscrits dans les tableaux précédant permettent d'envisager trois principales conclusions. Ces conclusions mettent l'accent, principalement, sur les canaux de transmission des effets et des politiques de gestion de la crise vers les pays maghrébins. La première conclusion considère que le retour des échanges commerciaux et le reflux des IDE contribuent significativement à défavoriser la croissance des pays maghrébins. En se référant aux projections du FMI (2009a) sur l'évolution des échanges commerciaux et aux projections de Nations Unies (2009b) sur l'évolution des flux des IDE pour les pays en développement, du fait la crise financière internationale, les résultats retenus prévoient que le PIB réel par tête des pays maghrébins devrait enregistrer, en 2009, un recul de 0,7% à 1%, environ.

La deuxième conclusion, envisagée par les résultats des régressions, est l'existence d'un effet significativement important des politiques de gestion suivies par les pays partenaires sur le taux de croissance du PIB réel par tête des pays maghrébins. L'ensemble de ces résultats montre une dépendance significative des économies maghrébines aux économies partenaires. Cette dépendance se justifie par la faiblesse des ressorts internes de croissance et la vulnérabilité des économies maghrébines; les marges de manœuvre dont disposent ces économies pour faire face aux chocs externes sont, ainsi, limitées. Les pays maghrébins risquent d'être incapables de neutraliser les effets néfastes, sur la demande globale et la croissance économique, de la fuite des capitaux étrangers et la baisse des échanges commerciaux...etc. Toutefois, afin d'assurer une reprise solide et protéger leurs économies contre les crises, les pays maghrébins sont appelés à renforcer leurs ressorts internes de croissance et à dynamiser la participation des privés dans l'activité économique; cela nécessite, entre autre, la mise en place d'un cadre institutionnel favorisant la bonne gouvernance. A court terme, il est important que les pays maghrébins stimulent leurs investissements dans l'infrastructure et augmentent leurs aides aux plus pauvres. Il est intéressant que cette politique soit menée tout en veillant à assurer une dette publique tolérable. Cette politique devrait être accompagnée par des mesures visant à réduire les coûts des crédits. La pratique de ces politiques devrait être suffisamment efficiente pour assurer une reprise de la demande intérieure, en terme de l'investissement et de la consommation privés, et compenser le retour de la demande extérieure.

La troisième conclusion considère que les canaux financiers ne semblent pas affecter les économies du Maghreb, en raison du faible degré d'intégration financière de leurs économies. Cependant, les canaux économiques se sont traduits par une baisse des exportations, des difficultés au niveau du secteur touristique et un rétrécissement des investissements directs étrangers. Les pays du Maghreb, producteurs du pétrole, se sont trouvés à l'abri de la crise en raison des surplus générés par trois années de flambée des prix du pétrole.

3. CONCLUSION

La crise s'est muée à un rythme extrêmement rapide d'une crise financière locale liée au secteur immobilier américain en une crise financière et économique mondiale. Sa propagation est en grande partie attribuée aux opérations de titrisation réalisées par les institutions financières américaines qui ont commercialisé des instruments d'investissement complexes et opaques; l'objectif est de doper des rendements, sans pour autant se conformer aux normes prudentielles requises.

Ces développements ont conduit à une crise de confiance généralisée dans le système financier international et à l'apparition d'une crise de liquidité accompagnée d'une forte baisse des principales places boursières internationales. La crise s'est transmise ensuite à des pays a priori peu intégrés dans les marchés financiers internationaux, notamment les pays en développement.

Dans ce chapitre nous avons rappelé, dans un premier lieu, les dimensions de la crise financière internationale dans les pays maghrébins ainsi que les politiques de gestion suivies pour calmer ses effets. Dans un second lieu, à travers une étude empirique en données de panel, nous avons intéressé aux conséquences et à l'état des prévisions de la croissance économique pour les pays maghrébins. L'étude empirique a proposé, également, d'évaluer l'impact des politiques de gestion sur la croissance économiques des pays maghrébins. Dans l'ensemble, les principaux résultats retenus sont parvenus à montrer que la crise s'est propagée vers les pays maghrébins à travers deux canaux: la baisse des échanges commerciaux et le reflux des IDE. Ces facteurs ont significativement contribué à ralentir la croissance des économies maghrébines. Les principaux

résultats retenus sont parvenus, également, à montrer une dépendance significative de la croissance des pays maghrébins aux politiques.

Toutefois, afin d'assurer une reprise solide de leurs économies et être protégés contre les crises, les pays maghrébins sont appelés à mettre en place de nouvelles règles de jeu qui doivent viser à renfoncer les ressorts internes de croissance et à dynamiser la participation des privés dans l'activité économique. Il est important que ces pays poursuivent des programmes et des réformes contribuant à stimuler la compétitivité et la diversité de leurs économies. Il serait judicieux d'intensifier les efforts de coopération entre les secteurs financiers maghrébins afin de favoriser davantage la solidité des organismes financiers, d'enraciner la culture de la transparence et d'assurer l'implantation d'un secteur financier maghrébin intégré dans son environnement extérieur et capable de se prémunir contre les crises mondiales. La réalisation de ces objectifs nécessite une stratégie maghrébine commune favorisant la coopération et la coordination.

CONCLUSION GENERALE

Certes, les crises financières ont une ampleur importante sur les pays émergents ainsi que sur ceux développés. En fait, ces crises ont eu tendance à être chronologiquement et parfois géographiquement groupées, c'est-à-dire, s'étendre entre pays et ceci indépendamment des fondamentaux macroéconomiques des pays concernés. La contagion reste désormais un sujet de grand débat sur le plan académique. Plusieurs travaux ont été présentés, ayant pour objectif de rechercher les causes et les défaillances à l'origine de ce phénomène.

Suite à l'occurrence de la crise de « subprime » qui a pris naissance aux Etats-Unis en Juillet 2007, l'objectif de notre recherche était d'analyser les mécanismes de leur apparition et de leur propagation ainsi de prouver la présence d'un éventuel effet de contagion entre différents marchés développés, traduisant par une transmission en moyenne et en volatilité des chocs. A cet effet, cinq marchés financiers de trois continents (Europe, Amérique du Nord, et Asie) sont considérés.

Nous avons préféré dans un premier temps de passer en revue les différents modèles de crise présentés dans la littérature avant d'étudier par la suite les théories de la propagation des crises, ensuite faire une profonde analyse sur la crise de subprime. Enfin, nous avons mis en évidence empirique en données de panel, nous avons intéressé aux conséquences et à l'état des prévisions de la croissance économique pour les pays maghrébins. L'étude empirique a proposé, également, d'évaluer l'impact des politiques de gestion sur la croissance économiques des pays maghrébins.

L'analyse de la crise de subprime présente, en premier lieu, les nouveaux instruments inhérents à cette crise. En deuxième lieu, nous encadrons théoriquement cette crise afin d'expliquer leurs facteurs de déclenchement ainsi pour la rapprocher aux modèles des crises précédentes. Nous avons constaté que cette crise est principalement une crise de fonds propres bancaires ou il y a un manque accru de liquidité interbancaire issue du non application de la réglementation prudentielle rigide au sein des banques lors de l'utilisation des nouveaux produits financiers notamment la titrisation des créances

Les interventions des gouvernements n'ont pas réussi à éviter la crise, pour une simple raison : les institutions financières, sous-capitalisées et en proie à cet effet de deleveraging, offrent du crédit uniquement à des taux de plus en plus élevés, et menacent

de fermer le robinet entièrement. La décision de la Fed et du Trésor d'ouvrir, et d'agrandir progressivement, la fenêtre de réescompte (ce qui donne des prêts à court terme à certaines institutions, avec pour contrepartie, entre autres choses, ces mêmes obligations titrisées), ainsi que de jouer le rôle de courtier dans la vente de Bear Stearns, et de mettre sous tutelle ou de nationaliser Fannie, Freddie et AIG, n'ont pas pu ré inspirer la confiance au marché interbancaire.

Certains économistes estiment que les liquidités nécessaires à «racheter» la confiance interbancaire s'élèvent plutôt à 5 000 milliards de dollars. Chaque jour de la dernière semaine de septembre 2010, les banques ont emprunté en moyenne la somme record de 368 milliards à la Fed, et ce uniquement pour pouvoir continuer leur activité ; des montants analogues sont sortis de la BCE. 700 milliards de dollars ne sont donc qu'une goutte d'eau en comparaison du montant total des difficultés que connaissent les institutions en perte de confiance.

Dans l'Euro zone, les principes abstraits annoncés par le G7 se sont concrétisés dimanche soir lors de la réunion à l'Élysée des ministres de finance des 15. Les montants colossaux (1 700 milliards d'euros jusqu'au moment présent, annoncés par Paris, Berlin, Madrid, La Haye, Vienne et Lisbonne) seront essentiellement affectés à la garantie des prêts interbancaires pendant un an, et dans un moindre degré, à la recapitalisation des banques.

Dans ce sens, les interventions des États peuvent être classées en trois catégories :

1. Venir en aide aux ménages pour limiter l'augmentation des défauts de paiement ; ex. plan Paulson aux États-Unis (le gel pendant cinq ans des taux d'intérêt sur les prêts sub primes à taux variables, améliorer l'accès au crédit pour les emprunteurs qui vont faire face au réalignement de leur taux d'intérêt ; problème : les clauses de prêts qui ont été titrisés ne peuvent pas être modifiées par les banques ou les institutions qui ont octroyé les prêts)
2. Assouplir la politique monétaire en injectant des liquidités et en jouant sur les taux d'intérêt (cf. les baisses récentes des taux directeurs de la banque centrale américaine, anglaise et de la Banque Centrale Européenne)
3. Intervenir en tant que prêteur en dernier ressort, voire en tant qu'acheteur en dernier ressort (cf. les plans de garantie des systèmes bancaires et financiers aux États-Unis et en Europe, les nationalisations (AIG aux États-Unis, Northern Rock en Angleterre, Fortis en Belgique/Pays-Bas, Dexia), les recapitalisations (Bear Stearns, Freddie Mac et Fannie Mae (les deux principales agences de refinancement de l'immobilier aux États-Unis) les grandes banques dans de nombreux pays européens)).

La plupart des économistes et des experts s'accordent à ce que les actions préconisées qui permette d'atténuer ou même d'éviter une crise pareille doivent découler dans ce sens :

1. Limiter l'octroi des crédits « spéculatifs » en imposant des coûts supplémentaire aux banques quand leur crédits prennent des proportions excessives d'un secteur, un pays, à l'égard d'acteurs financiers (Hedge funds) ou lors d'opérations à fort effet de levier (LBO);

2. Développer des instruments de contrôle interne des risques dans les banques qui devraient pouvoir disposer de système d'information capable de leur fournir rapidement l'état de leur exposition total aux risques pris ;

3. En matière du renforcement de la réglementation prudentielle internationale des banques. Il faut augmenter les pondérations des «lignes de liquidité » par lesquelles les banques s'engagent à racheter des crédits qu'elles auraient titrisés, obliger les banques à conserver une partie de leurs risques, renforcement de la coopération entre autorités internationales de surveillance afin de responsabiliser davantage les banques dans l'octroi de crédits ;

4. Encadrer les marchés de produits dérivés en favorisant les marchés organisés plutôt que les marchés de gré à gré qui souffrent d'opacité. Cela pourrait passer par une chambre de compensation où les acteurs en position débitrice seraient obligés de laisser une garantie ;

5. Révision des rémunérations en supprimant les parachutes dorés, et par l'imposition des primes de départ, des compléments de retraite, des stocks options des dirigeants, et récupération des rémunérations antérieures en cas de lourdes pertes et limitation de la partie variable (bonus) des rémunérations des traders ;

6. Réformer les agences de notation : en les rendant plus transparente dans leurs pratiques de notation, en imposant que les agences de notation intègrent dans leurs évaluations le risque de liquidité et les risques opérationnels, à coté des risques de crédit, en créant plus de concurrence entre agences de notation, par la création d'agences de notation publiques

7. Réformer les normes comptables : par l'abandon partiel (lisser les plus ou moins values jusqu'à l'échéance) ou total du principe de juste valeur ;

8. Réguler les fonds spéculatifs en interdisant la revente à découvert en cas de crise et renforçant les obligations d'information ;

9. Lever le voile sur les paradis fiscaux. Cela nécessite une coopération internationale renforcée pour ne pas se retrouver dans quelques années face à une nouvelle bulle spéculative et à une nouvelle crise financière, et pour freiner rapidement et très concrètement la prolifération de la crise actuelle vers de multiples secteurs de l'économie et vers de larges couches de la population dans la plupart des continents, Attac développe une série de propositions.

Pour devenir effectif et efficace, un tel accord ne nécessite pas la signature de tous les États représentés à l'ONU : un accord des seuls vingt chefs autoproclamés du G20 serait suffisant pour entraîner une application planétaire ; et serait suffisant un accord régional des États membres de l'Union européenne s'appliquant entre ces États, et fixant le cadre des relations de l'Union européenne avec le reste du monde. Et chaque pays peut aussi, à son niveau, prendre des mesures concrètes.

Bibliographie

I. En français :

- ✓ Bruno Gurtner, (2010) ; « *La crise économique-financière et les pays en développement* »
Revue internationale de politique de développement
- ✓ Adrian, T., & Song Shin, H. (2008). « *Liquidité et contagion financière* ». Revue de la stabilité financière.
- ✓ Aglietta M. et Berrebi L. (2007), « *Désordres dans le capitalisme mondial* », Paris, Odile Jacob.
- ✓ Aglietta M. et Rigot S. (2009), « *Crise et rénovation de la finance* », Paris, Odile Jacob.
- ✓ Aglietta M. (2008), « *La crise du crédit structuré et la réforme de la régulation prudentielle* », in Artus P. (dir.), *La crise financière causes, effets et réformes nécessaires*, Paris, PUF.
- ✓ Fitoussi et Eloi (septembre 2007), « *Les errements de la confiance, la Fed et la BCE dans la crise* », lettre de l'OFCE n° 289
- ✓ Patrick Artus,(2008) « *La crise des subprimes* ».Paris,
- ✓ Robert Boyer (2004) « *Les crises financières* ».Paris,
- ✓ Shahina Rummun et alii (2007) « *la crise des subprime : causes, conséquences et contagion* »
- ✓ Jean-Louis Chambon, (2009).« *Repenser la planète Finance* » Les Echos Editions ; France.
- ✓ Laure Célérier (2008);« *Comprendre la finance contemporaine*, Les comptes rendus, France.
- ✓ Vincent Bouvatier, « *Crise de change et politique monétaire optimale dans un modèle de troisième génération : le rôle de la prime de risque* ».

- ✓ Bernard Vallageas, 2009 « *Analyse de la crise financière actuelle Où vont-ils chercher ces milliards qu'ils n'ont pas? Comment l'Etat assureur en dernier ressort permet d'accéder à la Banque centrale européenne, prêteur en dernier ressort* », Revue de la régulation.
- ✓ Wajih Khallouli, Mohamed Ayadi & René Sandretto, « *Les déterminants des crises financières récentes des pays émergents* »
- ✓ Thierry Apoteker, (2004). « *Signalement avancé de crises dans les pays émergents par des méthodes d'Intelligence Artificielle* ».
- ✓ Benabdelah M. & Diallo K. (2004), « *Incidence des crises financières : une analyse empirique à partir des pays émergents* », les journées de recherche GDR « Les crises financières internationales », Université d'Orléans, 6-7 mai 2004.
- ✓ Bourguinat H. (1999), « *Finance Internationale : après l'euro et les crises* », Puf, 4^{ème} édition, Novembre 1999.
- ✓ Boyer R., Dehove M. & Plihon D. (2004), " *Les crises financières : analyses et propositions*", Conseil d'Analyse Economique, Paris.
- ✓ Brossard O. (1998), « *L'instabilité financière selon Minsky : l'incertitude et liquidité au fondement du cycle ?* », Revue économique, 1998, vol. 49, n 2, pp. 407-435
- ✓ Camdessus M. (1995), « *La crise financière mexicaine, ses origines, la réponse du FMI et les enseignements à en tirer* », Revue d'Economie Financière, Revue trimestrielle de l'Association d'Economie Financière, n° 33, Eté 1995.
- ✓ Dehem R. (1985), « *Histoire de la pensée économique : des mercantilistes à Keynes* », Edition Dunod, avril 1985.
- ✓ Gobillard B. (2004), " *Incertitude, apprentissage social et évaluation financière conventionnelle*", CEPREMAP et FORUM (Université de Paris X - Nanterre), Mai 2004.

- ✓ Gravereau J. (2001), « *La crise asiatique : rupture, rebond, émergence* », Ed. Economica, mai 2001, Paris.
- ✓ 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.
- ✓ Kindleberger C. P. (2005), « *Histoire des crises financières* », Ed. Valor, 4 édition, Paris, 2005.
- ✓ Le Page J. M. (2003), « *Crises financières internationales et risque systémique* », Ed. De boock, 1er édition, Bruxelles 2003.
- ✓ Rosier B. (1988), « *Les théories des crises économiques* », Edition La Découverte, 2000.
- ✓ Aglietta, M.(1998), « *Comment réguler les crises financières internationales?* », Sciences Humaines, Hors série, 22(sept.-oct.) : 38-41
- ✓ Aglietta, M., J. Sgard, L. Cadiou, A. Benassy-Quere (1997), « *La crise financière en Asie* », La lettre du CEPII, 161(octobre),
- ✓ Banque des Règlements Internationaux (1999), 69e Rapport annuel. Bâle, juin.
- ✓ Cartapanis, A. (2004), « *Le déclenchement des crises de change : qu'avons-nous appris depuis dix ans?* », Economie internationale, 97(1) : 5-48.
- ✓ Fonds monétaire international (1999), « *Contagion internationale des crises financières* », Perspectives de l'économie mondiale, mai.
- ✓ Irina BUNDA,(2008) « *Comportements des investisseurs sur le marché émergent de la dette publique : amalgame ou différenciation ?* » Document de Recherche n° 14.
- ✓ François Leroux (2009); « *CRISE ÉCONOMIQUE ET MANAGEMENT INTERNATIONAL* », (janvier 2009)
- ✓ Cartapanis A., (2003), «*Le déclenchement des crises de change: qu'avons-nous appris depuis dix ans ?*», Economie Internationale, La revue du CEPII, n°97, 1^{er} trimestre.

- ✓ Dillon J., (2006), “ *La dette américaine conduira-t-elle à une crise financière ?* ”, Comité pour l'Annulation de la Dette du Tiers Monde, , 19 aout.
- ✓ Gajewski J-Fet Sabatier M., “ (2008), “ *Crise financière : cause et conséquence*”, le dossier Technologique des Pays en Savoie, n°125, décembre,
- ✓ Icard A., (1999), “ *Instabilité des flux internationaux de capitaux et crises financières*”, Rapport Moral sur l'Argent dans le Monde.
- ✓ Michel Freyssenet, Bruno Jetin, (2009)“ *Crise financière ou crise d'un modèle de capitalisme ? Les enseignements de la crise des Big Three. 17- 19 j une 2009* .
- ✓ Dominique Strauss Kahn,(2009), FMI: *la crise financière menace l'Afrique de misère et nouveaux conflits*, Jeune Afrique, 09/03/2009.
- ✓ Jawad Kerdoudi,(2009) ; *Les pays en développement, plus grandes victimes de la crise*, Le Rotarien - AOÛT 2009 p.16.
- ✓ Léonce Ndikumana, séminaire sur « *L'impact de la crise financière et économique sur les pays en voie de développement* », GROUPE DE LA BANQUE AFRICAINE DE DEVELOPPEMENT, Bruxelles le 31 mars 2009, p.2-4.
- ✓ Aglietta M. et Berrebi L. (2007), *Désordres dans le capitalisme mondial*, Paris, Odile Jacob.
- ✓ Natixis (2008), « *quelle forme prendront la prochaine bulle et la prochaine crise financière* », flash économie n° 164.
- ✓ RAHMANI Mimoun, *Nouveau contexte de la dette publique marocaine. Le choix de l'endettement intérieur : conséquences et risques*, Comité pour l'Annulation de la Dette du Tiers Monde Avril 2008.
- ✓ RAHMANI Mimoun, *Nouveau contexte de la dette publique marocaine. Le choix de l'endettement intérieur : conséquences et risques*, Comité pour l'Annulation de la Dette du Tiers Monde Avril 2008.

En Anglais

- ✓ JEANNE, O. (1997), « *Are Currency Crises Self-fulfilling? A Test* », *Journal of International Economics*, 43 : 263-286.
- ✓ KAMINSKY, G.L. (2003), « *Varieties of Currency Crises* », NBER Working Paper Series, n° 10193, décembre.
- ✓ KAMINSKY, G. L. et C.M. REINHART (1996), « *The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-payments Problems* », Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Papers,
- ✓ KAMINSKY, G. L. et C.M. REINHART (2000), « *On Crises, Contagion and Confusion* », *Journal of International Economics*, 51 : 145-168.
- ✓ KUMAR, S. et A. PERSAUD (2001), « *Pure Contagion and Investors' Shifting Risk Appetite: Analytical Issues and Empirical Evidence* », IMF Working Paper, WP/01/134.
- ✓ MASSON, P.R. (1998), « *Contagion: Monsoonal Effects, Spillovers, and Jumps between Multiple Equilibria* », IMF Working Paper, WP/98/142.
- ✓ TATSUYOSHI, M. (2000), « *The Causes of the Asian Currency Crisis: Empirical Observations* » *Japan and the World Economy*, 12 : 243-253.
- ✓ TORSELL, A. (1999), « *Common Fundamental in the Tequila and Asian Crises* », NBER Working Paper Series, no 7139.
- ✓ VAN RIJCKEGHEM, C. et B. WEDER (1999), « *Sources of Contagion: Finance or Trade* », IMF Working Paper, WP/99/146.
- ✓ VAN ROYEN, H.S. (2002), « *Financial Contagion and International Portfolio Flows* », *Financial Analysts Journal*, janvier/février : 35-49.

- ✓ Monica Billio,(2003), “*Contagion and interdependence in stock markets: Have they been misdiagnosed?*”, Journal of Economics and Business 55 (2003) 405–426.
- ✓ Fasika Haile, (2008); “*Currency crisis contagion and the identification of transmission channels*”, International Review of Economics and Finance 17 (2008) 572–588.
- ✓ Thomas C. Chiang (2007) “*Dynamic correlation analysis of financial contagion.. Evidence from Asian markets*”, Journal of International Money and Finance 26 (2007) 1206e1228.
- ✓ Enrique G. Mendoza, Vincenzo Quadrini, (2010) “*Financial globalization, financial crises and contagion*”, Journal of Monetary Economics 57 (2010) 24–39
- ✓ Graciela L. Kaminsky a, Carmen M. Reinhart, (2000), « On crises, contagion, and confusion » Journal of International Economics 51 (2000) 145-168.
- ✓ Sudheer Chava, Amiyatosh Purnanandam ;(2011), “*The effect of banking crisis on bank-dependent borrowers*”, Journal of Financial Economics 99 (2011) 116–135
- ✓ Fariborz Moshirian,(2010), "The global financial crisis and the evolution of markets. institutions and regulation" Journal of Banking & Finance xxx (2010).
- ✓ Francis A. Longstaff; (2010), “*The subprime credit crisis and contagion in financial markets*”, Journal of Financial Economics 97 (2010) 436–450.
- ✓ Tobias F. Rötheli, (2010); “*Causes of the financial crisis.. Risk misperception. policy mistakes. and banks bounded rationality*”, The Journal of Socio-Economics 39 (2010) 119–126.
- ✓ Sachs J., Tornell A., et Velasco A., (1996), “*Financial crises in emerging markets: The lessons from 1995*”, Brookings Papers on Economic activity, vol. 27, n°1, pp. 147-198.
- ✓ Tobin J., (2000), “*Financial globalization*”, World Development, Vol. 28, n°6, pp. 1101-1104.
- ✓ Krugman P., (1999), “*Balance sheets, the transfer problem, and financial crises*”, International Tax and public finance, Kluwer Academic Publishers, vol. 6, Boston.

- ✓ Kaminsky G.L., et Shmukler S., (2002), “*Short-run pain, long-run gain: The effects of financial liberalization*”, NBER Working Papers, n°9787, juin.
- ✓ Lim M., (2008), “*Old Wine in a New Bottle: subprime Mortgage Crisis-causes and Consequences*”, The Levy Economics Institute, working paper n° 532.
- ✓ Ozkan G.F., (2005), “*Currency and Financial Crises in Turkey 2000-2001: Bad Fundamentals or Bad Luck?*”, The World Economy, Vol. 28, n°4, pp. 541-572.
- ✓ Carmen M. Reinhart, Kenneth S. Rogoff,(2010).” *From Financial Crash to Debt Crisis*”. NATIONAL BUREAU OF ECONOMIC RESEARCH.
- ✓ Chang R., et Velasco A., (1998), “*financial crises in emerging markets: A canonical model*”, NBER Working Papers, n°6606, juin.
- ✓ Dimitris Kenourgios, Aristeidis Samitas, Nikos Paltalidis(2010) « *Financial crises and stock market contagion in a multivariate time-varying asymmetric framework*”, Int. Fin. Markets, Inst. and Money. 31-8-2010.
- ✓ Wray R. (décembre 2007), « *Lessons from the Subprime Meltdown* », The Levy Institute working paper n° 522
- ✓ Allen, F. & Gale, D. (2000). *Bubbles and crises*. Economic Journal, 110, 236-255.
- ✓ Allen, F. & Gale, D. (2007). *Understanding Financial Crises*. Oxford: Oxford University Press.
- ✓ Adrian, T. & Shin, H. (2010). *Financial intermediaries and monetary economics*. Dans B. M. Friedman & M. Woodford (Eds.), *Handbook of Monetary Economics*, volume 3 (pp.601-650).: Elsevier.
- ✓ Ahluwalia, P, « *Discriminating contagion: an alternative, explanation of contagious crises in emerging markets* », IMF working paper WP/00/14, février 2000.
- ✓ FORBES. K, and RIGOBON. R, “*No contagion, only interdependence: measuring stock market comovements*”. The Journal of Finance, LVII(5), October 2002.

- ✓ Masson. P, contagion: « *monsoonal effect, spillovers and jumps between multiple equilibria* » FMI, IMF working paper 98/142, September 1998.
- ✓ - Masson. P, « *multiple equilibria, contagion and emerging market crises* », IMF working paper 99/164, November 1999.
- ✓ - Masson. P, *Contagion : macroeconomics models with multiple equilibria*. Journal of International Money and Finance, 18 :587–602, 1999.