

D'une crise de subprimes à une crise financière internationale " Autopsie d'une grave crise planétaire "

Par : Dr. T. LATRECHE

Maître de conférences à l'Ecole Supérieure de Commerce d'Alger, chef de projet au laboratoire.

Résumé : La crise des prêts hypothécaires à hauts risques (subprimes), déclenchée aux Etats-Unis durant l'été 2007, s'est dégénérée en crise financière internationale qui n'épargne désormais aucun segment de la finance internationale ni de l'économie réelle. Elle révèle au grand jour la complexité de l'organisation du système financier international. En effet, la sophistication atteinte par les systèmes financiers a accentué la mobilité du capital au niveau national et international.

Par ailleurs, cette crise marque aussi la séparation opérée entre l'économie virtuelle (la finance) et l'économie réelle, de manière à rendre l'écart entre les revenus réalisés dans les deux sphères de l'économie de plus en plus larges. Enfin, la crise actuelle se montre d'une gravité sans précédent en créant essentiellement un état de méfiance institutionnelle entre les banques, ce qui s'avère plus grave qu'une autre crise de confiance de nature différente.

Mots clés : Prêts hypothécaires, subprimes, crise financière, innovation financière, titrisation, déréglementation financière, plans de sauvetage bancaire et de relance.

I. Introduction

La crise des prêts hypothécaires à hauts risques (subprimes), déclenchée aux Etats-Unis durant l'été 2007, s'est dégénérée en crise financière internationale qui n'épargne désormais aucun segment de la finance internationale. Pire encore, les effets de cette crise ont déjà atteint

ملخص : تحولت أزمة القروض الرهنية عالية المخاطر، التي اندلعت في الولايات المتحدة خلال صائفة 2007، إلى أزمة مالية دولية لم تعد تستثني أي مجال من مجالات المالية الدولية ولا الاقتصاد الحقيقي. وقد سلطت هذه الأزمة الأضواء بشكل واسع حول التعقيدات التي تطبع تنظيم النظام المالي الدولي. بالفعل، لقد ساعد التطور الذي بلغته الأنظمة المالية على تكثيف انتقال رأس المال على المستويين الوطني والدولي.

من جهة أخرى، أبرزت هذه الأزمة أيضا الانفصال الذي حدث بين الاقتصاد الافتراضي (المالية) والاقتصاد الحقيقي، بشكل جعل الفوارق بين المداخل المحققة في هذين الحقلين للاقتصاد تتسع بشكل متزايد. أخيرا، تتميز هذه الأزمة الحالية بخطورة غير مسبوقة نظرا لأنها نشأت على أعقاب حالة من فقدان الثقة المؤسسية بين البنوك، وهو الأمر الذي يعتبر أكثر خطرا من أي أزمة ثقة من طبيعة أخرى.

الكلمات المفتاحية: القروض الرهنية، القروض الرهنية عالية المخاطرة، الأزمة المالية، الإبداع المالي، التوريق، تفكيك الطابع التنظيم على المستوى المالي، خطط الإنقاذ البنكي وإنعاش الاقتصاد.

l'économie réelle, comme en témoigne la récession générale dans laquelle est entré l'ensemble des économies industrialisés.

La crise de subprimes a d'abord caractérisé le profond malaise du système de financement hypothécaire états-unien. Elle révèle au grand jour la complexité des innovations financières qui ont créé un segment financier quasiment hors contrôle. En effet, la titrisation, qui consiste en un transfert de créances bancaires à des obligations négociées sur le marché, a constitué la courroie principale qui a permis la naissance et la transmission de cette crise du secteur bancaire américain à l'ensemble du système bancaire international.

La transformation de cette crise en une crise financière mondiale marque, en outre, les mutations opérées au sein du système financier international. En effet, les déréglementations financières ont largement permis une mobilité accrue du capital entre différents segments financiers et à travers le monde de sorte à rendre la supervision et le contrôle des institutions et des opérations financières de plus en plus difficiles.

La crise financière mondiale actuelle révèle la dichotomie opérée entre l'économie réelle et l'économie virtuelle (économie financière). Celle-ci évoluait, en fait, de façon quasi distincte par rapport au secteur réel. La création d'une sphère virtuelle a changé la nature de la question économique, en mettant en avant la primauté de la création de valeurs financières sur celle des valeurs réelles. Si une telle évolution n'est, en soi, un problème, la dimension qu'elle a prise donne à penser qu'une mutation fondamentale du système s'est opérée.

Le présent article a pour objet d'analyser la genèse de la crise des subprimes et les mécanismes de sa transmission. Il traitera dans la partie deux les types de crédits hypothécaires aux Etats-Unis. Les parties III, IV et V seront consacrées respectivement à l'examen du déclenchement de la crise des subprimes, sa propagation au niveau international et sa transformation à une crise boursière. La sixième partie sera réservée à l'examen des actions prises jusque là pour endiguer cette crise. La partie sept analysera les mutations et changements que pourrait provoquer cette crise. La partie huit essaiera d'analyser les effets possibles de la crise économique actuelle sur l'économie algérienne, avant de conclure cet article par une neuvième partie.

II. Typologie des crédits hypothécaires aux Etats-Unis

Le citoyen américain vit sur le crédit. La sollicitation d'un crédit et la création d'un historique de crédit auprès des institutions spécialisées constituent un élément de vie quotidienne des américains. L'éventail des crédits sollicités est très large. Les crédits hypothécaires en constituent un. Les crédits hypothécaires sont sollicités par les ménages pour construire ou acheter en l'état leurs propres maisons. Ils sont donc des crédits généralement à long terme dont le but est de financer l'investissement résidentiel des ménages. Comme n'importe quel citoyen du monde, le citoyen américain aime la propriété individuelle de son logement. Ainsi, quand les conditions sont favorables, ces citoyens sollicitent massivement des crédits hypothécaires pour accéder à la propriété privée de leurs logements.

C'est ainsi que les conditions de crédits très favorables du début des années 2000, suite à la politique monétaire très accommodante, poursuivie à l'époque par la Federal reserve (FED), ont permis à un très grand nombre de citoyens américains de pouvoir accéder à la propriété de leurs logements en sollicitant massivement des crédits hypothécaires, à leur portée puisque moins chers. La sollicitation de ce type de crédit est, de plus, favorisée par une loi votée par le Congrès américain en 1977, le *Community reinvestment act*, qui fait obligation aux établissements de crédit de prêter les ménages à revenus modestes.

Or, les crédits hypothécaires octroyés ne sont pas de la même nature du point de vue de la qualité de l'emprunteur ; c'est-à-dire sous l'angle du risque. En se basant sur ce critère, les crédits hypothécaires consentis aux ménages américains peuvent être classés dans trois catégories essentielles.

La première catégorie comprend les ménages (emprunteurs) à revenus élevés. Se sont alors des emprunteurs très solvables capables à rembourser leurs crédits si les conditions de crédit venaient à se détériorer. Le risque de contrepartie lié à cette catégorie de ménages reste minime. C'est pourquoi, aucune prime de risque (ou seulement une prime minime) ne leur est imposée. Ils sont classés « *no prime* ».

La deuxième catégorie de ménages comprend l'ensemble des emprunteurs dont les revenus sont moyens (selon les critères américains). Leur capacité future de remboursement, si les conditions de crédit se détérioraient, est liée à l'ampleur de cette détérioration. De fortes

augmentations des taux d'intérêt amenuisent cette capacité. Le risque de contrepartie lié à cette catégorie est alors normal. Ceci contraint les établissements de crédit à exiger une prime de risque équivalente. De ce fait, ces ménages sont classés « *prime* ».

La troisième et dernière catégorie de ménages, qui ont une relation directe avec la crise actuelle, est celle qui comprend l'ensemble d'emprunteurs à revenus bas. La taille de leurs revenus ne leur permet pas de résister à un retournement de situation sur le marché du crédit (détérioration des conditions de crédit). Ainsi, si les taux d'intérêt augmentaient ils confronteraient, dans une large mesure, de graves difficultés financières et ils se trouveraient dans une situation d'incapacité de remboursement. Le risque lié à cette catégorie d'emprunteurs est très élevé ; ils représentent le segment d'emprunteurs dont le risque est le plus mauvais. Pour cette raison, les établissements de crédits leur imposent des primes de risque très élevées. Ils sont ainsi appelés « *subprimes* ».

Les subprimes sont par nature d'un très grand nombre. Ils ont profité des conditions de crédits aux Etats-Unis historiquement basses et très certainement favorables. Le taux des fonds fédéraux, taux directeur de la FED, était de 6,5% en Mai 2000, pour atteindre 1,75% à la fin de l'année 2001, puis le niveau historiquement bas de 1% en Juin 2003. Il n'a commencé à remonter qu'en Juin 2004 lorsqu'il a été relevé par le Comité de Politique Monétaire de la FED (FOMC) à 1,25%. Les taux d'intérêt sur les crédits hypothécaires sont liés au taux directeur de la FED. Ainsi, ce type de crédit était à la portée d'une très grande partie de ménages américains qui se rendent massivement à le solliciter. C'est ainsi que ce type de crédits commence à se développer rapidement à partir de l'année 2001, passant d'un flux de prêts de 200 milliards de dollars en 2002 à un flux de 600 milliards de dollars en 2006. Ce dernier montant représente, en fait, 25% du volume total des prêts immobiliers octroyés aux Etats-Unis.

Les prêts hypothécaires fonctionnent selon un schéma classique de crédit. L'emprunteur sollicite un crédit en mettant sa maison en hypothèque auprès de l'établissement financier auprès duquel il a contracté le prêt pour garantir le crédit contracté. En faisant jouer cette pratique d'hypothèque, beaucoup de ménages américains, même à risque,

peuvent accéder au crédit, normalement réservé aux emprunteurs solvables, qui leur permet d'accéder à la propriété. Dans cette conception, tant que la valeur réelle (prix) du logement est élevée et s'apprécie régulièrement, la garantie fonctionne bien, et le système de manière générale fonctionne bien aussi. En outre, il est à souligner une deuxième condition au bon fonctionnement de ce système. Elle consiste à la stabilité relative des taux d'intérêt. Cette condition est doublement importante. Elle est, d'abord, importante par rapport au coût des crédits contractés par les emprunteurs. Elle est, ensuite, importante par rapport à la valeur du marché du logement qui varie inversement avec l'évolution des taux d'intérêt.

III. Evolution monétaire aux Etats-Unis et déclenchement de la crise des Subprimes

L'évolution des taux d'intérêt de la FED conditionne largement l'évolution de ceux des crédits hypothécaires. Ces derniers sont, en effet, variables et indexés sur le taux directeur de la FED qui sert de ligne de conduite. Suite à l'éclatement de la bulle Internet en 2000-2001, le taux d'intérêt directeur de la FED n'a cessé de baisser entre Mai 2000 et Juin 2003, dans le but de booster une activité économique menacée par une contraction. Ce taux d'intérêt n'a pas repris son accroissement qu'en Juin 2004. Il a terminé cette année à un niveau de 2,25% après avoir été de 1,25% en Juin 2004.

Jusque là, les conditions bancaires (taux d'intérêt) étaient très favorables pour développer une activité de crédit très intense. Les ménages se sont, indépendamment de leur niveau de revenus et donc indépendamment de leur qualité d'emprunteur, précipités à solliciter massivement des crédits hypothécaires pour financer l'acquisition de logements individuels. C'est ainsi qu'une nouvelle bulle, cette fois-ci immobilière, s'est progressivement constituée. Elle a pris de l'ampleur dans un contexte dopé par des conditions financières favorables et un effet de richesse, lié à l'augmentation des valeurs immobilières, qui a alimenté l'appétit des ménages à plus de consommation durable.

Face aux risques d'inflation induite par l'accélération de l'activité économique, une réorientation progressive de la politique monétaire américaine avait lieu à partir de Juin 2004. Cette réorientation s'est traduite par le relèvement du taux directeur de la FED. Ce dernier est

passé de 1% en Juin 2004 à 4,25% à fin 2005, puis à 5,25% en juin 2006 et qui est resté sur ce niveau jusqu'à Septembre 2007 (un mois après le déclenchement de la crise).

Cette évolution du taux directeur de la FED était de nature à changer les conditions des prêts hypothécaires, car liés positivement à ce taux. La hausse des taux d'intérêts sur les crédits hypothécaires affecte directement vers la hausse les montants à rembourser par les emprunteurs. Elle affecte aussi, et ceci est très important, de façon inverse les prix de l'immobilier ; ces derniers ont commencé à chuter à partir de 2005. C'est ainsi que les ménages, qui ont initialement contracté des crédits hypothécaires sur la base de conditions bancaires à leur portée, se retrouvent devant une situation où ils doivent rembourser des montants qui dépassent largement leur capacité financière, mais aussi ils voient leur effet richesse s'évaporer.

L'augmentation des montants à rembourser rend les emprunteurs (surtout ceux à revenus modestes) incapables d'honorer leurs engagements contractuels relatifs aux remboursements. Le taux de défaut de remboursement avoisine déjà les 15% dès l'année 2007. Cela indique qu'on se retrouve face à un phénomène de défaut de remboursement massif.

Aussi, la baisse de la valeur du marché des logements acquis et mis à garantie est telle qu'elle est devenue inférieure au montant du crédit contracté. Cela veut dire que même vendus, la valeur de ces logements n'arrive plus à couvrir les crédits et les banques n'arrivent plus à recouvrer leurs prêts. En plus, la vente massive par les établissements de crédit des biens saisis aggrave davantage les prix immobiliers ce qui n'empêche pas l'effondrement du marché de l'immobilier. L'insolvabilité des emprunteurs, conjuguée à la forte baisse des prix de l'immobilier, rend les établissements de prêts hypothécaires eux-mêmes insolubles, et plusieurs d'entre eux déclarent leur faillite.

La crise commence à se faire sentir à partir du début de l'année 2007, suite à la chute de deux *hedge funds* (fonds d'investissement) de la banque *Bear Stearns* qui a alimenté un climat de défiance qui ne cesse de se généraliser au fil des jours. Ainsi, cet effondrement a laissé planer le doute sur la qualité des actifs des différentes banques. Un doute qui commence à se transformer progressivement à une crise entre elles.

Cette crise, qui commence à se dessiner, revêt un double caractère. D'abord, c'était une crise de *confiance* qui s'est installée, née de la santé douteuse des principaux acteurs liés aux subprimes. En effet, la faillite des établissements financiers travaillant dans le domaine des crédits hypothécaires a provoqué d'énormes pertes financières (sous forme de dépréciations d'actifs ou perte de crédits) pour les banques qui les détiennent et même pour les banques qui travaillent avec elles. Cette crise de confiance a, ensuite, donné naissance à une crise de *liquidité* pressante. Les banques cessent de manière générale à se prêter entre elles. Ainsi, Les tensions liées à l'assèchement de la liquidité commencent à se faire sentir créant par là une crise au sein du marché interbancaire et les banques ont trouvé beaucoup de problèmes quant à la reconstitution de leur liquidité.

Mais la reconstitution des emplois bancaires ne constitue pas le seul problème des banques. Ces dernières rencontrent, en réalité, d'énormes difficultés pour reconstituer leur fonds propres, seul chemin dans cette crise pour continuer à assurer et soutenir l'activité du crédit. La conjugaison de ces facteurs produit réellement un rétrécissement du crédit du fait de sa raréfaction, du resserrement de ses conditions (problèmes de refinancement sur le marché interbancaire) et de l'insuffisance des fonds propres des banques.

Il n'est pas inutile d'évoquer la menace qu'une telle situation peut produire sur le secteur réel. En effet, le rétrécissement du crédit limite de facto le financement des activités économiques réelles des entreprises et des ménages. Un tel climat influe également sur le moral des ménages (affecté par ailleurs négativement par la baisse de leur effet richesse) et le moral des entreprises (dont il est principalement fonction des attentes d'achats du reste des agents économiques, notamment les ménages). La conjugaison de ces facteurs entraîne une baisse d'investissement pour les entreprises et de consommation pour les ménages, ce qui mène certainement à influencer négativement sur la croissance.

IV. Propagation de la crise des subprimes au niveau mondiale

La propagation de la crise à l'échelle internationale marque l'intégration accrue du système financier international. L'interdépendance des marchés financiers, favorisée par les phénomènes de *déréglementation* et *d'innovation financière*, a rendu facile la

transmission des crises déclenchées aux niveaux nationaux (notamment dans les économies importantes).

La déréglementation financière et bancaire est un processus entamé durant les années 1980. Elle consiste à une abolition graduelle, dans les pays développés, de la réglementation contraignante pour les mouvements de capitaux à l'échelle internationale. La déréglementation repose sur une hypothèse qui postule que la libéralisation des mouvements de capitaux entraîne une utilisation optimale du capital à l'échelle mondiale, et cela profite à toutes les nations qui la poursuivent. L'abolition des barrières face à la mobilité du capital a effectivement donné lieu à un développement sans précédent des flux de capitaux au niveau international.

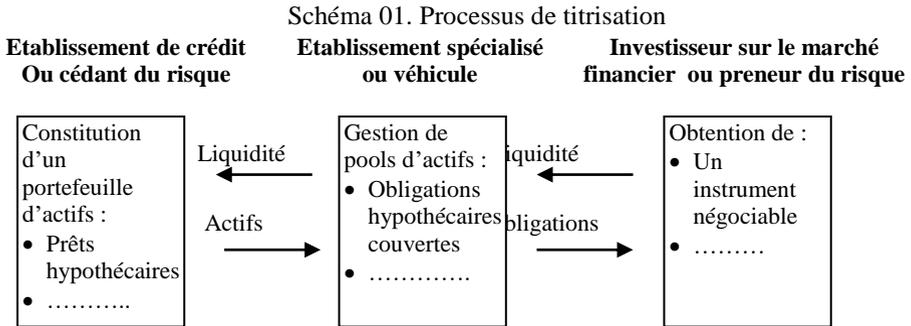
L'innovation financière, apparue pratiquement à la même période que la déréglementation, est un processus qui donnait lieu à l'apparition de nouvelles techniques, de méthodes et de nouveaux instruments et services financiers. Se sont en quelque sorte des véhicules qui permettent et portent les flux de capitaux entre les différentes places financières du monde. Les innovations financières sont venues répondre à des besoins de marché. Leurs objectifs sont assez larges, s'étendant des besoins de couverture de risques aux besoins de chercher d'opportunités d'investissement. Les options, les futurs, les swaps constituent des aspects essentiels de l'innovation financière. Dans le cas des prêts hypothécaires, la titrisation est l'innovation centrale.

Ainsi, la compréhension du mécanisme de propagation de la crise des subprimes passe par l'explication de la technique de *titrisation* qui constitue le véhicule de transfert au marché d'emprunts de mauvaise qualité.

IV.1. Technique de titrisation et transfert du risque

La titrisation constitue un aspect avancé du processus d'innovation financière. Dans le cas des prêts hypothécaires, cette technique consiste à l'achat de prêts hypothécaires (bons et mauvais) auprès d'un établissement de crédit par un établissement spécialisé, appelé le véhicule, la concentration de ces prêts à son niveau et l'émission à leur place d'obligations à valeurs fractionnées vendues sur le marché financier (marché hypothécaire) et dont la garantie est représenté par les prêts hypothécaires eux-mêmes, rachetés par cet établissement spécialisé

(le véhicule). Cette technique peut mieux être élucidée à partir du schéma suivant :



Ainsi, l'opération de titrisation met en relation trois parties. L'établissement de crédit concentre dans son portefeuille d'actifs, représentés par les crédits qu'elle a octroyés à ses clients. Ce portefeuille contient donc un ensemble de crédits hypothécaires et autres. Les crédits hypothécaires sont, pour leur part, constitué de prêts de bonne qualité mais aussi de prêts de moins bonne ou de mauvaise qualité (subprimes). En cas de besoin, l'établissement de crédit vend ce portefeuille à une deuxième partie, spécialisée dans d'autres montages financiers. Puisque cette deuxième partie, appelée le véhicule, achète ces prêts pour monter une autre opération financière. Elle concentre ces crédits achetés et elle les garde chez elle. Mais à la place, elle émit d'obligations de petites valeurs et les vend sur le marché. A ce stade, intervient une troisième partie, constituée par les investisseurs dont la majeure partie est représentée par les investisseurs institutionnels (fonds d'investissement, fonds spéculatifs, banques). Les obligations cédées sur le marché financier sont négociables, donc qui peuvent changer de mains de façon continue à travers les différentes places financières du monde.

L'opération de titrisation vise deux objectifs principaux. En premier lieu, elle permet à l'établissement de crédit de se procurer de capitaux (liquidité) avant même l'échéance de ses propres créances qui sont, dans le cas des prêts hypothécaires, de longue durée par nature. Elle permet ainsi le recyclage de son capital en créant d'autres activités de financement. C'est ainsi que la titrisation s'avère un moyen qui favorise l'activité économique.

La titrisation permet aussi le transfert du risque du prêteur « société de crédit » au marché. En vendant ses créances, l'établissement de crédit

fait sortir ces créances de son bilan en transférant sa propriété au véhicule. Ce transfert de propriété d'actifs produit un résultat de haute importance qui consiste à un transfert du risque vers le véhicule. C'est pour cela qu'on qualifie l'établissement de crédit de « cédant de risque ». Le véhicule, par son rôle d'intermédiaire, procède pour sa part, en vendant d'obligations aux investisseurs sur le marché financier garanties par les actifs qu'il a lui-même achetés auprès du cédant de risque, à transférer ce même risque au marché ; c'est-à-dire aux investisseurs ultimes. C'est pourquoi qu'on qualifie ceux-ci qui se trouvent au bout de la chaîne de « preneur de risque ».

Ces obligations (créances titrisées) ont été massivement achetées par les fonds d'investissement. Ces derniers étaient motivés par les rendements assez élevés, liés à la prime élevée, que rendent disponibles les prêts subprimes. Les intérêts ainsi appliqués sur ce type de prêts rendent les rendements sur ce marché plus élevés que sur les autres marchés qualifiés de primes. La demande massive sur ces obligations a transformé la structure financière de ces fonds d'investissement à tel point qu'une chute ultérieure de la valeur de ces actifs met en difficulté de nombreux fonds avec même l'effondrement de certains parmi eux. Il y a lieu de signaler que ces fonds d'investissement appartiennent généralement à des banques. Pour se financer, ils s'appuient également sur l'endettement en tant que moyen principal de financement. Cela revient à dire qu'une partie principale des obligations (créances titrisées) était financée par des moyens mobilisés auprès d'autres institutions financières (dettes), ce qui témoigne de l'ampleur de la crise qui va s'exploser.

IV.2. Déclenchement de la crise des subprimes et sa transformation à une crise financière internationale

L'effondrement des deux hedge funds (qui ont beaucoup investi dans des titres adossés à des prêts hypothécaires à haut risque) a donné une idée sur l'ampleur de la crise qui est sur le bord de l'explosion. Ainsi, toutes les institutions financières agissant dans le marché hypothécaire constituaient désormais un objet de suspicion quant à la qualité des actifs qu'elles détiennent. L'augmentation des pertes subies par les banques, conjuguée à une accentuation du risque de défaut par les emprunteurs risqués, a fait peur aux prêteurs potentiels des banques.

Ces craintes viennent se confirmer par les actions entreprises par les agences de notations quant à la dévalorisation de très nombreux titres. Ainsi, Moody's procédait en Juin 2007 à abaisser la note de 131 TAA adossés à des prêts hypothécaires et met quelque 250 obligations sous surveillance qui risquent d'éventuels déclassements. Les deux agences de notations les plus en vue, Standards & Poors (S&P) et Moody's, ont procédé tour à tour en Juillet 2007 à mettre sous surveillance de 7,3 milliards de dollars de TAA garantis par des prêts hypothécaires pour la première agence et le déclassement de 5 milliards de dollars d'obligations couverts par des prêts hypothécaires et de la mise sous surveillance de 184 tranches de TGC adossés à des hypothèques pour la seconde agence. Au total et peu avant le déclenchement de la crise au grand jour en Août 2007, l'agence de notation Moody's a procédé au déclassement des notes de 399 titres tandis que S&P a abaissé les notes de 612 titres. Ces modifications des notes d'un aussi important nombre de titres ont donné, en fait, le signal d'une grave crise planétaire.

Beaucoup de banques à travers le monde ont acheté ce type d'obligations adossées à des prêts hypothécaires dont une partie est de mauvaise qualité (à haut risque). Ainsi, les portefeuilles d'actifs de ces banques se trouvent contaminés par des actifs toxiques, ce qui affecte directement leurs structures financières respectives. Après le déclassement par les deux agences de notation des notes de pas moins d'un milliard de valeur en une seule fois, les banques impliquées dans l'investissement dans les actifs liés aux crédits hypothécaires apprennent à quel point elles se sont trompées et voient du jour au lendemain leurs capacités financière s'effondrer.

Les incertitudes profondes sur les engagements (en matière de crédits à haut risque) pris par les institutions financières ici et là ont exacerbé la méfiance entre elles. Ainsi, une crise de confiance sans précédent s'est installée rendant le crédit interbancaire entre elles de plus en plus difficile. Cette crise de confiance, qui touche le système, donc plus grave que celle qui s'installe entre une banque et sa clientèle, a généré une très grave crise de liquidité de marché. Malgré le surplus de liquidité issu des politiques monétaires très accommodantes, poursuivies précédemment par les principales Banques centrales, notamment la FED, le marché ne trouve pas assez de liquidité pour le dénouement des opérations sur les différents segments des marchés financiers.

Pour mieux comprendre cette crise de liquidité, il est utile de distinguer deux types de liquidité. La liquidité immédiate (ou ordinaire) est celle utilisée dans le cadre de la relation classique entre la banque et ses clients. Les fonds sont disponibles immédiatement pour les règlements. Ils sont disponibles dans un grand nombre et leurs tailles ne sont généralement pas grandes. La liquidité immédiate est importante dans le cadre des systèmes fondés sur l'intermédiation bancaire.

Quant à la liquidité du marché, elle est utilisée par les opérateurs (généralement des investisseurs institutionnels) pour acheter et vendre de grandes quantités afin de pouvoir bénéficier des faibles coûts de transaction. Cette liquidité est caractérisée par un certain nombre d'éléments. Elle est d'abord étroite puisqu'elle se fait à un nombre réduit d'offre et de demande (en comparaison notamment avec la liquidité immédiate). Elle est ensuite profonde par rapport à la taille des ordres qui portent sur des valeurs très importantes. Elle est enfin de nature binaire puisque, quand il s'agit d'une transaction donnée sur le marché, cette liquidité existe ou elle n'existe pas (pour le dénouement de la transaction d'achat de titres par une banque sur le marché financier qui se fait naturellement d'une grande quantité il faut que la liquidité couvrant la totalité de cette transaction soit disponible). Ainsi, la liquidité de marché est importante dans les systèmes basés sur le marché. C'est ce type de liquidité qui constitue exactement l'essence de la grave crise actuelle.

V. Pertes bancaires et déclenchement de la crise boursière

Depuis le déclenchement de la crise des subprimes, les banques, notamment de rang international, ne cessent d'annoncer de manière pratiquement ininterrompue des pertes causées par la crise financière. De jour en jour, la crise avance pour toucher d'autres segments de l'économie. Les marchés boursiers qui ont relativement réussi durant une bonne période se sont spectaculairement effondrés sous l'effet d'une annonce de dépôt de bilan d'une banque américaine.

V.1. Pertes bancaires et difficultés de reconstitution des fonds propres

Les pertes subies par les banques sont soit des dépréciations d'actifs soit des pertes en crédit. Les estimations au niveau international de telles pertes ne cessent de changer de jour en jour, marquant ainsi le degré d'incertitude lié à cette crise. Le tableau suivant illustre les pertes subies

par les banques au niveau international arrêtées jusqu'à fin Août 2008.

Tableau 1. Pertes causées par la crise des subprimes à plusieurs banques internationales

En milliards de dollars américains

Etablissements de crédit	total des pertes	Augmentation de capital	Etablissements de crédit	Total des pertes	Augmentation de capital
Citigroup	55,1	49,1	Canadian Imperial (CIBC)	6,3	2,8
Merrill Lynch	51,8	29,9	Mizuho Financial Group	5,9	-
UBS	44,2	28,3	ING Groep	5,8	4,8
HSBC	27,4	3,9	National city	5,4	8,9
Wachovia	22,5	11	Lloyds TSB	5	4,9
Bank of America	21,2	20,7	IndyMac	4,9	-
IKB Deutsche	15,3	12,6	WestLB	4,7	7,5
Royal Bank of Scotland	14,9	24,3	Dresdner	4,1	-
Washington Mutual	14,8	12,1	BNP Paribas	4	-
Morgan Stanley	14,4	5,6	LB Baden-Wuerttemberg	3,8	-
JPMorgan Chase	14,3	7,9	Goldman Sachs	3,8	0,6
Deutsche Bank	10,8	3,2	E*Trade	3,6	2,4
Crédit Suisse	10,5	2,7	Nomura Holdings	3,3	1,1
Wells Fargo	10	4,1	Natixis	3,3	6,7
Barclays	9,1	18,6	Bear Stearns	3,2	-
Lehman Brothers	8,2	13,9	HSH Nordbank	2,8	1,9
Crédit Agricole	8	8,8	Landesbank Sachsen	2,6	-
Fortis	7,4	7,2	Unicrédit	2,6	-
HBOS	7,1	7,6	Commerzbank	2,4	-
Société Générale	6,8	9,8	Autres	43,7	30,1
Bayerische Landesbank	6,4	-	Total	501,1	353

Source : Bloomberg.com

Ces pertes déclarées, qui étaient autour de 150 milliards de dollars en début d'année en cours, puis 501 milliards à fin Août 2008 pour dépasser 600 milliards de dollars à fin Septembre 2008, renseignent que même les banques concernées sont incapables d'arrêter de manière précise et définitive leurs pertes respectives. Cela témoigne aussi que les foyers potentiels de pertes sont dépassés les frontières du cercle classique de la crise.

Sur un plan global, le FMI a, dans son rapport sur la stabilité financière du monde d'Avril 2008, estimé les pertes induites par la crise financière, provoquée par celle des subprimes, à quelques 950 milliards de dollars. Dans son rapport sur la stabilité financière au monde du mois d'Octobre 2008, il a révisé ses estimations vers la hausse pour les porter à un niveau de 1400 milliards de dollars. Cette révision aussi importante qu'inhabituelle, dans une aussi courte période, da la part d'une institution

dont la mission est justement de veiller sur la stabilité du système financier international, renseigne d'un double constat gravement ancré. Tout d'abord, cette révision importante témoigne des profondes incertitudes quant à l'état réel de la crise. En second lieu, cette révision aussi rapide d'une telle ampleur rappelle la puissance de la crise et sa célérité de transmission vers tous les segments de l'économie et toutes les régions du monde.

Face à ces pertes, subies dans un contexte de manque aigu de liquidité de marché, les banques, grandes et petites, rencontrent d'énormes difficultés en matière de reconstitution de leurs fonds propres respectifs. La hausse de provisions pour pertes de créances a, pour sa part, contribué à rétrécir les moyens d'actions des banques, qui se retrouvent en difficulté d'assurer sa fonction de crédit. Les banques ont ainsi cherché et cherchent encore à augmenter leur capital. Le succès en la matière est relatif comme le montrent bien les chiffres dans le tableau 1.

En effet, l'ensemble des banques jusque là touchées par la crise n'arrive plus à augmenter leur capital qu'à concurrence de 70,5% du total des pertes subies. Si Bank of America et Citigroup, par exemple, ont réussi à reconstituer leurs fonds propres de respectivement 97,6% et 89,1% de leurs pertes totales, Merrill Lynch, UBS et HSBC n'ont pu le faire qu'à concurrence de 57,7%, 64,03% et 14,23% respectivement. D'autres, comme Royal Bank of Scotland, Barclays et Natixis, ont réussi à couvrir totalement leurs pertes par des augmentations de capital. Cela s'est fait pour les trois banques respectivement à concurrence de 163,1%, 204,4% et 203%. Si l'incapacité de l'ensemble des banques à mobiliser des fonds montre bien les difficultés qu'elles rencontrent en matière de reconstitution de leurs fonds propres en contexte de méfiance généralisée, les réalisations en terme individuel témoignent de la crise matrimoniale qu'elles vivent. Cela confirme, en outre, le chamboulement du classement mondial des banques, qui en plus est objet de changements rapides en fonction de l'évolution de la crise et son impact sur les différentes banques.

V.2. Chute de Lehman Brothers et déclenchement des turbulences boursières

Cette dernière remarque est venue d'être confirmée par le rachat de Merrill Lynch par Bank of America. Mais c'est la chute spectaculaire de

Lehman Brothers, une banque d'affaires ancienne de 158 ans, qui exprime le mieux ce qui est en train de s'opérer sur les marchés financiers. Cette banque, qui a réussi à fin Août 2008, à couvrir ses pertes par des augmentations de capital à concurrence de 169,5%, vient d'annoncer à la mi-Septembre le dépôt de son bilan (étape qui entame le processus de mise en faillite). Elle est passée dans l'espace de quelques jours d'une position où la situation matrimoniale est, en apparence, rétablie à une position de déclaration de faillite.

Cette annonce avait fait, pour les marchés boursiers, effet d'une véritable bombe. Les marchés financiers soupçonnaient déjà un tel scénario depuis quelque temps, mais ils ont espéré au dernier moment que cela n'allait pas se produire. De plus, cette annonce vient juste après l'annonce des autorités américaines de la nationalisation de deux géants du refinancement hypothécaires (Freddie Mac et Fannie Mae), ce qui fait rappeler par ailleurs la gravité de la crise. La chute de cette banque était retentissante. Au-delà du poids qu'elle représente sur le marché des actions, c'est le message que transmet sa chute au marché boursier qu'il faut retenir : l'ère des ajustements douloureux « post-crise » vient d'être annoncé. La réaction des bourses au niveau international ne s'est pas faite attendre. Le déclenchement de turbulences boursières graves, jusque là limitées dans des dimensions maîtrisables, était immédiat. Elle aurait même surpris par son ampleur, y compris ceux qui ont estimé que le sauvetage de cette banque ne serait pas nécessaire. Ainsi, et au-delà du raisonnement classique selon lequel il faut laisser les règles de marché faire le nettoyage nécessaire, le choix de laisser tomber la banque Lehman Brothers ne marque-t-il pas une erreur fatale d'appréciation et de jugement de la part des autorités financière et monétaire américaines quant à la réponse des marchés boursiers à l'annonce de sa mise en faillite ?

Evoquons quelques chiffres. La crise boursière a déclenché le 15 Septembre avec la chute des bourses américaines et européennes. Ce jour là, le Dow Jones (indice boursier de Wall Street) a chuté de 4,42%, le Footsie (indice boursier de la bourse de Londres) de 3,92%, celui de Frankfort de 2,74% et le CAC 40 a perdu 3,78%. Le lendemain, les bourses asiatiques ont repris le relais des chutes. Le Nikkei (indice boursier de la bourse de Tokyo) a perdu 4,95% et le Hang Seng (indice de la bourse de Hong Kong) a chuté de 5,44%. Ces chutes ont continué

de manière quasi constante les jours suivants causant d'énormes pertes financières. Le tableau suivant retrace les importantes chutes en la matière.

Tableau 2. Importantes chutes boursières, Septembre et Octobre 2008 (en %)

Date	D. Jones	Footsie	Frankfort	CAC 40	Nikkei	Hang Seng
17/09/2008	-4,06	-2,25	-1,75	-2,14	-	-3,63
29/09/2008	-6,98	-5,30	-4,23	-5,02	-	-
06/10/2008	-6,04	-7,85	-7,07	-9,04	-4,25	-4,97
08/10/2008	-2,21	-5,18	-5,88	-6,39	-9,38	-
09/10/2008	-7,32	-1,21	-2,53	-1,55	-	-
10/10/2008	-6,38	-8,85	-7,50	-7,73	-4,13	-7,19
15/10/2008	-7,87	-7,16	-6,49	-6,82	-	-
16/10/2008	-	-5,35	-4,91	-5,15	-11,41	-7,58
22/10/2008	-3,76	-4,46	-4,46	-5,10	-6,79	-5,20
24/10/2008	-	-9,00	-10,13	-8,82	-9,60	-8,30

Source : Données collectées par l'auteur à partir des annonces de clôtures boursières

Ce tableau donne une idée sur les chutes vertigineuses qui ont sanctionné les principales bourses mondiales (les autres bourses n'ont pas été épargnées) pour une aussi longue période. Parmi ces chiffres, certains ont frôlé les seuils historiques qui ont déjà été atteints de par le passé. La chute de Dow Jones de 7,32% à la fin de la séance du 09 Octobre 2008 constitue son plus fort recul depuis 1987, et est tombé ce jour là sous le seuil des 9000 points (8579 points) pour la première fois depuis Juin 2003 (cet indice était à 14000 points à la même période de l'année passée). Pour sa part, la chute de Nikkei (indice de la bourse de Tokyo) de 9,38% à la fin de la séance du 08 Octobre 2008 (et aussi de 11,41% à la fin de la séance du 16 Octobre) constitue la plus forte baisse depuis 1987. Il est passé à la fin de la séance du 27 Octobre à 7162,90 points (6994,90 points à la fin de la séance du 28 Octobre), ce qui représente son seuil le plus bas depuis 26 ans. Enfin, le CAC 40 (indice de la bourse de Paris) a enregistré à la fin de la séance du 06 Octobre 2008 la plus forte baisse de son histoire (introduit officiellement en 1988) avec 9,04%. Ce constat renseigne de la forte secousse qu'ont subies les bourses mondiales. Il met aussi en avant l'ampleur des pertes subies par les différents intervenants.

Si ces baisses historiques ont parfois été suivies par des hausses, quelques fois aussi historiques, à l'image par exemple du rebond de CAC 40 qui a enregistré à la fin de la séance du 13 Octobre sa plus haute

progression quotidienne de son histoire avec 11,18%, il n'en reste que cela exprime, en fait, une double réalité qu'il faut souligner. Les turbulences boursières reflètent en premier lieu l'instabilité intrinsèque de l'économie virtuelle (financière), car basée essentiellement sur la spéculation. La nature de la spéculation fait que les revenus y afférents sont aléatoires et parfois astronomiques. Cela renvoie à la deuxième réalité que recèlent ces crises. En effet, ces turbulences boursières reflètent généralement un processus d'ajustement des revenus boursiers sur les revenus du secteur réel. Cet ajustement, en dépit de son caractère brutal, s'effectue de manière fluctuante.

VI. Actions prises face à la crise

L'ampleur de la crise est telle qu'elle n'a pas laissé les autorités politiques et monétaires des pays développés sans à réagir. Ainsi, il serait approprié de distinguer les interventions des Banques centrales des interventions gouvernementales.

VI.1. Interventions des Banques Centrales

Les interventions des Banques centrales ont pratiquement commencé en temps réel avec le déclenchement de la crise. Les premières actions d'interventions étaient entreprises dans l'objectif de conjurer le risque de propagation de la crise. Leurs interventions étaient coordonnées de manière qu'on n'a pas vue depuis la fin des années 80.

Les interventions des Banques centrales prenaient, et continuent de prendre, deux formes essentielles : des actions menées au niveau de leurs politiques monétaires respectives et des actions qui portent sur une injection massive de liquidité.

Sur le plan des politiques monétaires, la palme d'or revient, sans surprise, à la FED. En effet, celle-ci a procédé dès le 18 Septembre 2007, soit un mois jour pour jour après le déclenchement de la crise des subprimes, à réduire son taux directeur d'un demi point le portant de 5,25% à 4,75%. Elle l'a réduit encore à deux reprises durant le reste de cette année (31 Octobre et 11 Décembre) à concurrence de 0,25 point de pourcentage chacune pour le ramener à 4,25%. Ce processus d'assouplissement de la politique monétaire a continué durant l'année 2008. En effet, le taux directeur a été ramené vers la fin d'Octobre 2008 à 1%. Les décisions prises en la matière par le FOMC sont détaillées dans le tableau suivant :

Tableau 3. Evolution du taux directeur de la FED durant 2008 (%)

Date	Réduction	Niveau
22 Janvier 2008	0,75	3,50
30 Janvier 2008	0,50	3,00
18 Mars 2008	0,75	2,25
30 Avril 2008	0,25	2,00
08 Octobre 2008	0,50	1,50
29 Octobre 2008	0,50	1,00

Source : Board of Governors of the Federal Reserve System.

La FED n'était pas la seule grande Banque centrale à intervenir en agissant sur les taux. On a effectivement assisté le 08 Octobre 2008 à une intervention collective, concertée et inhabituelle des grandes Banques centrales au monde pour abaisser leurs taux respectifs. Il s'agit d'une réduction d'un demi point des taux par la BCE, la Banque Centrale du Canada, la Banque d'Angleterre et la Banque Centrale de la Suède, en plus de la FED, et d'un quart de point par la Banque Nationale de Suisse. La BCE, d'habitude sensible et prudente, quant à la question de réduction des taux dans un contexte caractérisé par les menaces inflationnistes, est venue le 6 Novembre 2008 réduire son taux directeur d'un demi point pour la deuxième fois en un mois. Cette action de la BCE s'est accompagnée par celle de la Banque d'Angleterre qui, elle, a décidé de réduire son taux de 1,5 points de pourcentage, et celle de la Banque Nationale de Suisse qui a réduit, pour sa part, son taux de 0,5 point de pourcentage.

L'autre volet des interventions des Banques centrales, constitué par l'injection massive de liquidité sur le marché interbancaire, marque, d'une part, une coordination très prononcée face à une crise majeure qui frappe le système financier international et montre, d'autre part, une fréquence inédite surtout durant l'année 2008. Dès le déclenchement de la crise durant l'été 2007, on a vu une intervention rapide et synchronisée des deux plus grandes Banques centrales au niveau internationales (la FED et la BCE) pour pallier les tensions liées à l'assèchement de liquidité sur le marché interbancaire, et permettre ainsi aux établissements de crédit concernés d'alléger les difficultés au niveau de leurs trésoreries respectives. C'est ainsi que la BCE a opéré une intervention le 19 Août 2007 pour injecter une somme colossal de 94,8 milliards d'euros dans le système bancaire européen, suivie le jour même

par une intervention similaire de la FED qui a injecté 24 milliards de dollars dans le système bancaire américain. Une autre intervention des deux Banques centrales a vu le jour en Décembre 2007 lorsque la BCE s'est engagée à prêter pour deux semaines et en quantité illimitée en garantissant l'anonymat des établissements de crédit emprunteux, pendant que la FED mettait 80 milliards de dollars aux enchères en lots de 20 milliards de dollars chacun. Il est clair qu'en plus du souci de garantir la liquidité sur un marché interbancaire asséché, ces interventions peu ordinaires visaient fondamentalement à préserver une confiance, déjà érodée, entre différents acteurs sur le marché. Mais des interventions de telle ampleur ont alimenté le sentiment qu'une crise majeure vient d'être déclenché, ce qui a favorisé les craintes au lieu de les tempérer.

Les principales Banques centrales du monde continuent en 2008, notamment après le déclenchement de la crise boursière en mi-Septembre, à intervenir massivement et à des fréquences très élevées. On a assisté parfois à des interventions quasi quotidiennes de certaines Banques centrales, à l'image de la Banque du Japon, qui témoignent d'un arrêt quasi-total des prêts interbancaires et qui relèvent, par ailleurs, la profondeur de la crise de liquidité. Le tableau suivant montre, à titre indicatif, quelques importantes interventions qui ont suivi le déclenchement de la crise boursière.

Tableau 4. Quelques importantes injections de liquidité par les principales Banques centrales, En milliards de dollars

Date	FED	BCE	B. of Japan	B. England	BN Suisse
15/09/2008	70	42,53		8,94	
16/09/2008	50	99,09	22,65	35,60	
17/09/2008			23,88		
18/09/2008	180	35,96	60,00		
19/09/2008		57,54		40	10
29/09/2008	300	172,57	18,08		
07/10/2008		68,40		108,07	9,58
09/10/2008			39,73		
10/10/2008			45,25		

Source : Données collectées par l'auteur à partir des annonces par Banques centrales.

interventions gouvernementales visent notamment à :

- Rétablir la confiance entre les banques, condition préalable à

toute reprise des prêts entre elles ;

- Vaincre la crise de liquidité par le déploiement de moyens publics énormes et permettre aux banques et établissements financiers d'importance systémique à reconstituer leurs fonds propres ;
- Eviter ainsi l'effondrement du système et assurer sa pérennité dans un contexte de menaces systémiques sérieuses.

Dans ce cadre, plusieurs gouvernements ont procédé à mettre en place de plans de sauvetage de leurs systèmes bancaires respectifs. Le plan américain, où plan Paulson, s'élève à 700 milliards de dollars. Il vise notamment à débarrasser les banques de leurs actifs toxiques soit par le biais de prise de participation dans les capitaux de banques soit par un rachat de leurs actifs douteux. Le plan européen pour s'élève, pour sa part, à 1700 milliards d'euros, qui inclut un plan français de 360 milliards d'euros et un plan allemand de 480 milliards d'euros. Le plan européen vise à forcer les banques à réactiver les prêts entre elles à travers les garanties publiques, recapitaliser les banques, faciliter le recours à la liquidité de la BCE dont les garanties sont constituées par des créances sur les entreprises industrielles et enfin changer les normes comptables permettant ainsi aux banques de ne pas dévaluer leurs actifs en fonctions des cours boursiers comme c'est le cas aujourd'hui. Le plan britannique, le premier à venir d'être annoncé, vise d'investir directement dans le capital des grandes banques d'importance systémique (les huit plus grandes banques du Royaume). Le montant mobilisé à cette opération s'élève à 50 milliards de livres (64 milliards d'euros). Le deuxième volet de ce programme porte sur une garantie des emprunts émis par ces banques à concurrence de 250 milliards de livres (322 milliards d'euros).

Il faut signaler qu'avant la mise en place de plans aussi bien ficelés, les gouvernements avait entrepris d'autres actions qui ont vu l'engagement de fonds publics. Le gouvernement américain était particulièrement actif en la matière. Ainsi, ce dernier a procédé à la nationalisation des deux géants des prêts hypothécaires, à savoir Freddie Mac et Fannie Mae, contre 200 milliards de dollars. Dans une opération combinée entre le Trésor américain et la FED, ce dernier a avancé de facilités de 85 milliards de dollars pour sauver l'assureur American Insurance Group (AIG). Déjà en Avril dernier une intervention de la FED a permis au JP Morgan Chase de sauver Bear Stearns, la plus impliquée

des banques américaines dans la crise des subprimes.

VII. Mutation du système financier international à la faveur de cette crise

L'économie, en tant que pensée et politique, change de visage à la faveur de chaque grande crise. Ainsi, la crise de 1929 a donné lieu à la parution de la pensée économique keynésienne qui avait révolutionné l'analyse et les politiques économiques au niveau universel. La crise de stagflation qu'ont connue les pays industrialisés durant les années 1970 a, pour sa part, favorisé l'émergence de la nouvelle économie classique, constituée initialement par le courant des monétaristes, et qui a été ensuite révolutionnée par les thèses des anticipations rationnelles, à la base de l'état actuelle de l'économie mondiale. La crise actuelle marque-t-elle la fin de cette prédominance néolibérale et annonce de facto une nouvelle révolution en termes de pensée et de politiques économiques ?

VII.1. L'Histoire n'est pas finie !

Francis Fukuyama (1989), s'appuyant sur la chute retentissante du mur de Berlin, a prédit la fin de l'Histoire qui marque une victoire définitive du modèle libéral occidental, voire du modèle libéral américain construit autour de l'idéologie néolibérale, qui a commencé à s'installer comme modèle unique pour le monde avec l'arrivée au pouvoir de R. Reagan aux Etats-Unis et de M. Thatcher à la Grande Bretagne.

Le même Fukuyama (2008) vient dénoncer cet état de fait en annonçant à mots voilés que l'Histoire n'est, en réalité, pas finie. Dans un article, publié dans le Newsweek, Fukuyama vient de nous rappeler que le reaganisme (autrement dit le néolibéralisme) était juste une politique pour son époque, donc historiquement limitée, et ne représentant guerre un état définitif de l'Histoire humaine. Dans sa nouvelle pensée, il nous fait savoir que le reaganisme s'est dévoyé à partir du moment où il est devenu beaucoup plus une idéologie irrécusable qu'une réponse pragmatique aux excès de l'Etat providence.

Sur le registre des instruments du néolibéralisme, Fukuyama vient de nous annoncer la révision de sa pensée quant à l'essence même de cette idéologie : les déréglementations. Il reconnaît ainsi qu'un nouveau consensus prend forme quant à la nécessité de rétablir la régulation dans de nombreux secteurs de l'économie, y compris le secteur financier. Pour ce faire, il rappelle la nécessité d'entamer une contre révolution

intellectuelle qui permet de se libérer de la camisole de l'ère Reagan concernant les impôts et la régulation, car il considère, aujourd'hui, que la révolution reaganienne a brisé la domination libérale et démocrate de la vie politique américaine qui durait depuis un demi-siècle, c'est-à-dire celle qui a régné avant même la proclamation de la fin de l'Histoire.

VII.2. Chute retentissante de la doctrine ultra-libérale et du consensus de Washington.

Ainsi, la crise financière actuelle a permis la révision de beaucoup de dogmes, jusque là promus au rang d'une pensée scientifique solidement construite. Elle marque la chute retentissante du consensus de Washington* qui appelle à une libéralisation accrue de l'économie et de l'abolition de toutes les barrières face à la circulation des capitaux et des marchandises. Il faut souligner qu'un rapport de la Banque mondiale (2008), élaboré par d'imminentes personnalités parmi lesquelles des prix Nobel d'économie, a déjà remis en cause les bases sur lesquelles est construit le consensus de Washington, puisqu'il reconnaît la spécificité de chaque Etat qui exige un traitement spécifiquement adapté.

La crise actuelle marque la fin des processus de déréglementation, notamment dans le secteur financier, qui constitue la substance même du consensus de Washington. En effet, la déréglementation des marchés financiers a créé un décalage énorme en terme de rythmes d'évolution dans les deux secteurs financier et réel. Le rythme fort d'évolution du secteur financier, beaucoup plus rapide que celui du secteur réel, a dopé virtuellement les revenus réalisés dans ce secteur de telle sorte qu'il a consacré de facto une dichotomie en terme de création de valeurs dans les deux secteurs de l'économie.

Les flux de capitaux à l'échelle mondiale, ne servant plus de manière efficiente l'évolution du secteur réel, et créant en plus à un moment

* Expression inventée pour la première fois en 1990 par John Williamson pour désigner les politiques néolibérales préconisées en 1989 pour réformer les économies des pays de l'Amérique Latine, et d'une manière générale toute économie en souffrance (au total dix recommandations, parmi elles la libéralisation financière). Cette expression est désormais devenue très populaire et souvent utilisée pour signifier différentes choses. Elle est utilisée ici pour désigner le consensus qui règne au niveau des chancelleries occidentales et des institutions internationales multilatérales (FMI, Banque Mondiale, OMC), qui préconise la libéralisation totale, y compris financière, des économies émergentes et en développement pour espérer à réformer leurs économies respectives et réaliser en conséquence des taux de croissance élevés et durables.

donné du développement du capitalisme financier des crises majeures qui menacent réellement l'ensemble de l'économie, devront obéir à une réglementation adaptée assurée par les Etats et les organismes multilatéraux, au double niveau national et supranational, qui consiste à la mise en place de règles qui favorise une évolution ordonnée de ces flux en synchronisation avec l'évolution de l'ensemble de l'économie. Ceci dit, le contrôle des mouvements de capitaux et l'intervention des Etats, le cas échéant, pour les réglementer sont devenus nécessaires vu l'ampleur des dégâts causés par la crise actuelle.

VII.3. Victoire de Keynes sur Friedman et Lucas ?

Le recours massif aux actions bénéfiques des Etats marque ainsi la fin d'une époque pendant laquelle la doctrine néolibérale a prédominé. Cet effondrement des thèses néolibérales recèle, en réalité, les limites de la théorie économique dominante qui sert de tremplin théorique pour justifier ces thèses, à savoir la théorie des anticipations rationnelles. L'hypothèse d'efficience des marchés financiers, qui exprime la transposition de la théorie des anticipations rationnelles dans les marchés financiers, évacue de facto l'hypothèse de crise majeure liée au fonctionnement du système, puisque basé sur une disponibilité totale des informations pour l'ensemble des agents économiques. Apparemment, l'essence de cette théorie sous-entend que cette disponibilité de l'information concernerait uniquement les informations dont l'origine est les pouvoirs publics ; les informations entre opérateurs économiques ne constituant pas un segment important pour le bon fonctionnement de la théorie. Sous cet angle, la théorie des anticipations rationnelles ne constitue qu'un argument pour justifier l'éviction de l'Etat du domaine économique.

Or, l'économie mondiale a découvert, durant ces quelques jours de crise, à quel point elle a besoin de Keynes. Toutes les interventions des gouvernements font rappeler les prescriptions keynésiennes. Les interventions gouvernementales de ces jours se situent à deux niveaux essentiels. Tout d'abord, les plans massifs de sauvetage bancaire, y compris à travers la nationalisation partielle ou totale des banques et autres établissements financiers, et ceux destinés à relancer l'économie, entrée déjà de plein pieds dans la récession, mettent en avant la redécouverte des vertus des plans de relance de type keynésien. Ensuite,

la régulation étatique, de plus en plus évoquée, s'avère nécessaire pour maintenir une stabilité durable de l'économie. Cela constitue, en fait, une reconnaissance de l'incapacité du marché à rétablir son propre équilibre, du moins en période de crises majeures.

Néanmoins, ce retour de situation au niveau doctrinal ne marque absolument pas la victoire d'une doctrine favorisant la propriété étatique. Les nationalisations actuelles, surtout dans le domaine bancaire, constituent une étape qui ne serait qu'éphémère. En nationalisant une partie ou la totalité de banques et établissements financiers, les gouvernements des pays avancés visent à éviter le risque systémique engendré par l'énorme choc généré par la crise de confiance et de liquidité de marché.

VII.4. Vers un système financier international réellement multipolaire ?

Le système financier international actuel basé sur les institutions de Bretton Woods montre ses limites en termes de prévision et de prévention des crises à l'occasion de chaque épreuve dure qui secoue l'économie internationale dans ses différents espaces régionaux ou globaux. Or, la mission principale du Fonds Monétaire International (FMI) est justement de veiller sur la stabilité du système financier international, à travers ses différents aspects. L'incapacité du FMI à prévoir les crises, notamment majeures, peut être lue à travers son architecture d'ensemble. Les instruments qu'il détient sont conçus pour traiter des crises généralement partielles (balance des paiements, régimes de change,...). Ils ne sont donc plus adaptés pour répondre à un besoin de prévision et de prévention de crises majeures.

Cela est dû au fait que les missions du FMI sont essentiellement construites sur une hypothèse tacite selon laquelle les menaces éventuelles sur la stabilité du système financier international sont à chercher du côté des pays émergents et en développement en raison des dysfonctionnements structurels qui caractérisent globalement le fonctionnement économique de ses pays. Cette conception s'est accompagnée par une distribution particulière du pouvoir au niveau du fonds. En effet, la majeure partie des leviers de commande et de décision est affectée aux pays développés pour prendre des décisions qui concernent, dans une large mesure, les pays émergents et en

développement. Ce monopole a, effectivement, permis d'orienter les politiques préconisées par le FMI (et sa sœur jumelle la Banque Mondiale) pour réformer les économies émergentes et en développement, vers une direction où le centre de gravité est constitué par les intérêts vitaux de ces pays industrialisés.

La crise financière actuelle a non seulement prouvé le contraire mais elle a aussi montré l'incapacité du FMI à voir venir la crise en temps opportun, puisque regardant ailleurs. Elle a montré également son incapacité à y faire face. La crise financière actuelle a montré la nécessité de réformer le système financier international, en premier lieu les institutions de Bretton Woods. La réforme à attendre vise à établir l'équilibre au sein du Fonds, en prenant en compte la transformation de l'économie mondiale et l'émergence de nouvelles puissances économiques. Autrement dit, cette réforme à entreprendre doit avoir comme objectif de rendre multipolaire le système financier international actuel.

Que veut dire exactement la mise en place d'un système financier international multipolaire ? Cette notion peut contenir de divergences de vue fondamentales. En ce qui concerne une réelle « multipolarisation » du système, cette notion exprime tout d'abord la nécessité de redistribution du pouvoir de décision au sein du FMI et de la Banque Mondiale. Autrement dit, il est impératif de réviser les droits de vote en fonction du poids économique réel des membres. Le deuxième élément caractérisant la multipolarité du système concerne le rôle des monnaies internationales. Le système de Bretton Woods a consacré le rôle central du dollar en tant que principale monnaie dans les paiements internationaux reflétant ainsi la suprématie économique et financière des Etats-Unis. La multipolarité nécessite alors de repenser le système de paiements internationaux par l'introduction d'une nouvelle définition quant au rôle du dollar et celui des autres monnaies internationales.

Néanmoins, la construction de ce système financier international multipolaire est largement tributaire de plusieurs paramètres.

- la volonté réelle des Etats-Unis d'aller effectivement vers un nouveau système international vu sa prédominance actuelle. La place du dollar et sa position dans les institutions financières internationales actuelles leur donnent les leviers nécessaires pour contrecarrer tout projet

de réformes éventuellement conçu contrairement à sa guise. Même s'ils acceptent l'idée de changement, il reste à savoir à quelle limite ils le permettent. Dans tous les cas, la politique réelle des Etats-Unis reste un déterminant majeur de la nature et de la dimension d'une éventuelle refondation du système financier international actuel.

- Le sérieux de l'Union Européenne de réellement réformer le système financier actuel. L'Europe peut, dans une certaine mesure, faire avancer les choses vu les moyens qu'elle dispose. Contrairement aux circonstances dans lesquelles était construit Bretton Woods, où l'Europe était sortie affaiblie et divisée de la deuxième guerre mondiale, l'Europe actuelle dispose de puissante position économique et financière. Elle est mieux organisée et mieux construite autour d'une idée réunificatrice. Plus important encore, elle dispose d'une monnaie unique, l'euro, qui a pris de l'ampleur en tant que monnaie de paiement et de réserve internationaux. Reste à savoir, néanmoins, si l'Union Européenne voit réellement ses intérêts vitaux dissociés de ceux des Etats-Unis pour aller vers un démantèlement de son alliance sacrée avec eux.

- La capacité des pays émergents et en développement de parler d'une voix concertée et suffisamment audible. Le risque de ne pas le faire existe. En effet, ces pays, autrefois appelés pays du tiers monde ou encore du sud, étaient unis autour d'un idéal commun de vouloir vaincre le sous développement. Les évolutions économiques et sociales enregistrées ces vingt dernières années, qui ont consacré certains d'entre eux dans une voie de développement profonde et rapide, ont rendu ce groupe hétérogène du point de vue des structures et de fonctionnement économiques. La logique économique mondiale actuelle les rend liés beaucoup plus au capital mondial qu'à une idée d'amitié et de solidarité, comme en témoignent leurs échanges commerciaux et financiers, dont la majeure partie se fait avec les pays développés. En effet, plus de deux tiers des exportations de l'ensemble des pays émergents et en développement se font avec les pays développés et la structure de leurs importations ne diffère pas substantiellement de cette réalité, ce qui renseigne de la faible intégration de leurs économies respectives. Ceci dit, et même s'ils gardent toujours des liens hérités de la période de leur « militantisme » commun, ces pays défendent des intérêts qui ne sont pas toujours les mêmes. C'est pourquoi leur voix était inaudible durant la crise financière actuelle. C'est ainsi que le comportement de ces pays va

déterminer, dans une certaine mesure, le cours que va prendre les événements.

Quarante cinq pays ont été conviés en 1944 à participer à la conférence de New Hampshire qui avait donné lieu à la mise en place du système de Bretton Woods, qui était à la base du système financier international actuel. Seulement vingt pays (le G20) ont été invités par le président américain (G. W. Bush), qui en plus est en fin de mandat présidentiel, pour participer à la réunion de mi-Novembre 2008 qui essaierait de trouver des solutions à la crise actuelle qui secoue le système financier international, et qui pourrait constituer le premier pas dans un processus de réforme de ce système. Si une telle démarche constitue en 2008 un recul en terme de démocratie globale qu'il y a soixante quatre ans, elle vient en outre alimenter les craintes évoquées en haut. Bien que ceci soit prévisible, la convocation d'une réunion générale au niveau des Nations Unies, comme l'a suggérée son Secrétaire Général, Ban Ki-Moon, a été pour le moment soigneusement évitée, sinon carrément ignorée. Une telle démarche renseigne en fait d'une chose : Bretton Woods a été construit par les grandes puissances économiques internationales de l'époque et « le nouveau Bretton Woods » ne serait l'œuvre que des grandes économies actuelles.

VIII. Quels enseignements pour l'Algérie

La crise financière actuelle, à l'origine américaine, est devenue actuellement une crise universelle. Elle affecte pratiquement, mais différemment, l'ensemble des pays de la planète. Les pays en développement sont les plus vulnérables vu la fragilité de leurs économies respectives. Dans ce cadre, quelle est la situation de l'Algérie ? Les effets éventuels de la crise actuelle sur l'économie algérienne peuvent, en réalité, être analysés sous trois angles : cadre d'analyse, mécanismes de transmission et effets éventuels.

VIII.1. Cadre d'analyse

Les caractéristiques de l'économie algérienne conditionnent, dans une large mesure, les effets sur l'économie nationale provoqués par la crise financière actuelle. Dans ce cadre, l'économie algérienne se caractérise de trois caractéristiques essentielles, en relation avec ses rapports avec le reste du monde.

- elle se caractérise tout d'abord par une *faible intégration dans*

l'économie mondiale. Une économie est bien intégrée dans l'économie internationale lorsque ses exportations sont suffisamment diversifiées et constituent une part importante du produit intérieur brut (PIB). La diversification du tissu de production et d'exportation minimise le risque de voir l'économie nationale s'exposer frontalement à un choc externe de grande ampleur. De part son statut de mono exportateur du pétrole, dont les recettes d'exportation sont constituées, en 2007, de plus de 98% de celles des hydrocarbures, qui représentent de facto presque 44% du PIB nominal de la même année, l'économie algérienne s'avère d'une faible intégration. Au contraire, elle est dépendante vis-à-vis de cette ressource naturelle. Cette situation rend l'économie nationale tributaire de la situation sur le marché international du pétrole.

- la seconde caractéristique est reflétée à travers *une dépendance structurelle de l'économie algérienne en matière d'approvisionnement* vis-à-vis du reste du monde. Les importations algériennes ont enregistré ces dernières années un emballement très marqué, en fonction de l'euphorie financière du pays. Cette évolution pourrait constituer, notamment aux moments de crise une préoccupation majeure. Cette dernière est encore légitimée vu la façon par laquelle évoluent ces importations. En effet, ces dernières sont très élastiques vers l'augmentation tandis que leur diminution s'avère peu élastique. Ainsi, un recul de la capacité financière extérieure du pays pourrait s'avérer très endommageant pour l'économie nationale à travers les réajustements qui s'opèrent au niveau des importations, et donc au niveau l'approvisionnement de l'économie dans son ensemble.

- Enfin, l'économie algérienne se caractérise par une faible intégration de son système financier national dans le système financier international. Ce point est très important par rapport à la crise actuelle, de nature financière. Cette faiblesse peut être élucidé sur un double niveau. Le premier niveau concerne la non libéralisation du compte du capital de la balance des paiements. Cette situation signifie que toute opération financière qui implique la sortie de capitaux à l'étranger (sous forme d'investissement direct hormis pour la SONATRACH, investissement de portefeuille ou crédits directs) n'est autorisée, la convertibilité totale du dinar étant effective uniquement dans le cadre des paiements relatifs aux opérations courantes. Le deuxième niveau fait état de la faiblesse de la fonction internationale des banques commerciales algériennes,

notamment publiques qui détiennent plus de 90% des actifs et des parts de marché de l'ensemble du système bancaire algérien. En effet, l'activité financière internationale des banques commerciales algériennes se limite uniquement au financement des opérations du commerce extérieur, donc exclusivement liée aux flux de biens et de services (compte des opérations courantes). Ceci dit, elles n'ont aucune activité liée aux opérations en capital notamment les investissements en portefeuille à l'étranger. Cette caractéristique est très décisive pour expliquer la nature et le degré d'impact de la crise actuelle sur l'économie nationale.

VIII.2. Mécanismes de transmission

Les canaux de transmission de la crise vers l'économie nationale sont soit directs soit indirects.

Les canaux directs ont trait avec la crise financière de façon directe. Ils peuvent être ramenés à quatre éléments principaux : la sécurité des placements financiers extérieurs, diminution des rendements de placement des réserves de change, pertes de portefeuille pour les banques commerciales et contraction du volume de financement extérieur (crédits extérieurs) et hausse de leur coût.

L'Algérie dispose ces dernières années d'un volume important de réserves officielles de change qu'elle est appelée à faire fructifier à travers de placements judicieux suivant les critères classiques de placement, à savoir le rendement, le risque et la liquidité. Les techniques de bonne gestion des réserves de change par les Banques centrales, telles qu'elles sont fixées par le FMI (2001), mettent en relief l'impératif de construire un benchmark (portefeuille de référence) constituant la structure du portefeuille en fonction des instruments et des monnaies de placement. Ce benchmark permet à la fin de la période à la Banque centrale d'évaluer les performances réalisées. Or, dans une période d'instabilité et de grandes incertitudes en matière de solvabilité des grandes banques internationales, la sécurité du capital (montant des réserves) devient un élément décisif dans le choix des instruments et des monnaies de placement. Cela permet de poser des interrogations sur la structure du benchmark même choisi. La Banque d'Algérie a commencé dès 2006 de réorienter ses placements de réserves de change en pondérant l'aspect sécurité. Ainsi, une grande partie du montant de ces

réserves était graduellement orientée vers des placements dans des titres souverains, notamment des bons de trésor américain. Aussi selon une démarche graduelle, la majeure partie des dépôts dans les banques commerciales internationales était transférée en dépôts dans des Banques centrales. Ces actions sont de nature à garantir la sécurité du capital (communication du Gouverneur de la Banque d'Algérie devant l'Assemblée Populaire Nationale en Octobre 2008).

Par contre, une politique prudente favorisant la sécurité des avoirs contraste avec celle qui favorise le rendement. Ce dernier est fonction positive du degré de risque. Dans un contexte de turbulences financières profondes, le risque devient instable et très fort à tel point qu'il constitue une menace directe pour la sécurité du capital. Ainsi, une politique prudente de placement constitue une bonne conduite en terme de sécurité mais le rendement des placements sera moindre. Ainsi, le rendement moyen annuel des placements des réserves de change (selon toujours la même communication du Gouverneur) était de 4% en 2006 et de 4,62% en 2007. Néanmoins, ce rendement moyen pourrait s'avérer moins élevé durant l'année 2008 et les années suivantes en fonction de la baisse des taux d'intérêt des Banques centrales (dans lesquelles ont été transférées nos réserves de change).

Pour les pertes en portefeuille des banques commerciales algériennes, le risque n'existe pratiquement pas du moment que ces banques n'ont pas d'activités internationales de placements financiers dans des titres ou autres. En effet, la non libéralisation du compte de capital de la balance des paiements rend ces activités impossibles. Les dépréciations d'actifs des banques liées à la dévalorisation des titres qu'elles ont achetées sur le marché financier international constituent la courroie principale des pertes subies par les banques au niveau international.

Le dernier canal de transmission directe de la crise financière actuelle se rapporte à la contraction du financement international. En effet, les banques internationales, qui n'arrivent même pas à reconstituer leurs fonds propres dans un contexte de crise de confiance généralisée, ne peuvent plus satisfaire aux besoins de financement des entreprises des pays industrialisés et des Etats en développement. La rareté des crédits extérieurs fait aussi augmenter le coût de financement extérieur. Cette situation touche particulièrement les économies en développement qui

ont un besoin de financement, notamment les plus vulnérables parmi elles.

Les canaux indirects de transmission de la crise ne sont pas directement liés à cette crise. Ils sont les effets collatéraux d'une crise économique mondiale générale. Les deux principaux canaux en la matière qui concerne l'Algérie sont la résurgence de l'inflation mondiale et le retournement de situation sur le marché pétrolier.

Il est vrai, la résurgence de l'inflation au niveau mondial, à partir de la seconde moitié de 2007, a constitué une nouvelle donne pour notre économie. La hausse de l'inflation augmente nos importations en valeur dans un contexte de programmes de développement ambitieux. A titre d'exemple, les importations ont atteint 26,35 milliards de dollars en 2007, soit une hausse de 27,48% par rapport à leur niveau de 2005. Les prévisions projettent un niveau de 35 milliards de dollars à la fin de l'année 2008, ce qui représente une hausse de 34,62% par rapport à celui enregistré à fin 2007. Cette évolution des importations témoigne d'une réelle vulnérabilité de l'économie algérienne face à la résurgence de l'inflation.

La résurgence de l'inflation ne constitue pas le seul choc externe pour l'économie algérienne. Car un retournement de situation sur le marché pétrolier va influencer négativement la capacité d'action potentielle du pays, notamment dans un contexte d'investissements publics massifs. La réduction des prix de pétrole à des niveaux bas, qui pourrait se prolonger dans le temps, va certainement avoir des implications négatives sur plusieurs compartiments de l'économie nationale.

Cette éventualité pèse aujourd'hui de plus en plus de son poids avec l'effondrement des prix du pétrole, accentué par la contraction de la demande mondiale dans un contexte de récession générale dans les pays industrialisés. Comme sa montée, le prix du baril s'est effondré de façon brutale, marquant ainsi l'instabilité et la volatilité extrême caractérisant le marché pétrolier mondial duquel est tributaire l'économie nationale. Un tel renversement de situation va impacter l'économie nationale non seulement au niveau des équilibres macroéconomiques (situation de la balance des paiements et celle des finances publiques) mais aussi sur le plan de la poursuite des programmes publics d'investissement.

VIII.3. Effets possibles sur l'économie algérienne

Ces effets peuvent être vues à plusieurs niveaux

Balance des paiements

Au niveau de la balance des paiements, il est attendu à ce que les performances de ces dernières années s'amenuisent. En effet, le recul des prix du pétrole exerce un effet direct sur la valeur des exportations, constituées de manière quasi exclusive par celles des hydrocarbures. Les importations, peu élastiques vers la baisse, constituent une pression supplémentaire sur les exportations qui va contracter substantiellement les réserves de change. Il est bien entendu que cela affectera la capacité financière extérieure du pays de sorte à le rendre plus exposé aux chocs externes.

Finances publiques

Les finances publiques ne sont pas à l'abri de ce retournement de situation. Celles-ci peuvent être touchées différemment. D'abord il y a cette contraction des recettes publiques, constituées dans une majeure partie des recettes générées par la fiscalité pétrolière. Les effets d'un recul des recettes budgétaires ne sont plus à démontrer. En effet, deux cas de figure peuvent être signalés. 1° une contraction des recettes va influencer négativement sur les dépenses publiques, notamment celles relatives à l'équipement. Cette éventualité reste la plus plausible. Car même le recours au fonds de régulation des recettes ne va pas résoudre cette épineuse question. Cela est dû tout d'abord au fait qu'il constitue un fonds de sécurité, donc qui rend le tirage sur lui partiel et limité. Ensuite, la nature même de ce fonds ne permet pas de l'utiliser comme une source de financement alternative pour un programme d'équipement ambitieux et s'étalant sur une période plus au moins longue. 2° la poursuite sur le même rythme du programme de dépense mène à l'amenuisement du solde budgétaire, voire à la dégradation des finances publiques.

Le secteur réel sera -t- il touché ?

Le secteur réel est essentiellement tiré ces dernières années par les investissements publics notamment dans le secteur des travaux publics et le bâtiment. Ce dernier se trouve désormais à la troisième position, après le secteur des hydrocarbures et celui des services, dans l'échelle de la création des richesses nationales, avec une part relative de 8,7% dans la valeur ajoutée nationale. La croissance de ce secteur était soutenue ces dernières années, contribuant nettement à la forte croissance économique

hors hydrocarbures. En effet, la croissance réalisée par le secteur des travaux publics et bâtiment était de 9,5% en moyenne annuelle entre 2005 et 2007 ; elle était même de deux chiffres (11,6%) en 2006. dans un tel contexte, un éventuel recul des dépenses publiques d'équipement impactera certainement les différents secteurs d'activité, à commencer par ce secteur lui même. Cette éventualité n'est pas à exclure, car en phase de contraction de moyens de financement, une rationalisation des dépenses s'impose. L'impact sur le secteur réel sera prolongé dans le temps, car la poursuite de la tendance de dégradation du marché pétrolier va forcer les pouvoirs publics à revoir le futur programme d'équipement qui va se faire soit par une annulation pure et simple d'une partie de ce programme soit par l'ajournement d'une partie de projets y inscrits.

Par ailleurs, un recul substantiel des prix du pétrole pour une période plus au moins prolongée pourrait affecter les investissements du secteur des hydrocarbures, d'intérêt grandiose pour la pérennité du reste de l'économie nationale, fortement dépendante de ce secteur. En effet, la SONATRACH a engagé d'énormes investissements à l'intérieur et à l'extérieur du pays, favorisés par l'euphorie financière générée par un marché pétrolier faste ces dernières années.

Un troisième élément peut venir compliquer la situation du secteur réel. Il s'agit des investissements directs étrangers entrepris en Algérie. En effet, un certain nombre d'entreprises internationales, quelques unes entre elles sont de grande envergure à l'image de ArcelorMittal ou encore Henkel, notamment celles appartenant aux secteurs en récession dans les pays industrialisés ont du mal à résister face à la contraction de la demande mondiale, voire nationale, sur leurs produits respectifs. L'impact négatif des difficultés que vivent ces entreprises pourrait facilement atteindre l'économie nationale. Paradoxalement, la crise actuelle pourrait, par ailleurs, avoir de répercussions positives sur les flux d'investissements étrangers vers l'Algérie et les économies émergentes et en développement de manière générale. En effet, l'Algérie, à l'instar de cet espace économique, pourrait constituer, en plus des opportunités offertes par les coûts faibles de production (main d'œuvre, énergie, matière première locale,...), un espace de refuge pour le capital international. Néanmoins, cela reste conditionné par un certain nombre de facteurs économiques et institutionnels. En effet, les pays les mieux organisés et garantissant les meilleures conditions d'accueil pour le

capital (protection, mobilité, facilitation institutionnelle et autres,...) seront probablement les mieux lotis en la matière.

Il faut enfin souligner l'effet d'entraînement éventuel sur le reste des secteurs de l'économie nationale que pourrait exercer un éventuel recul dans les secteurs précédemment cités. En effet, l'industrie, déjà fragile et vulnérable, à en juger par le recul de sa croissance enregistré d'année en autre, pourrait n'avoir pas les moyens nécessaires pour résister à une telle situation. Ces mêmes effets ne sont pas à exclure pour le secteur de l'agriculture, et même celui des services.

Implications pour les réformes économiques

Pour le processus des réformes économiques, déjà ancien de deux décennies, cette crise pourrait pousser les pouvoirs publics à accélérer des réformes structurelles bien inspirées. En effet, l'aisance financière vécue ces dernières années a fait oublier l'impératif de restructurer en profondeur les règles de fonctionnement de l'économie nationale. Restent superficielles, les réformes engagées jusque là n'ont pu transformer le mode de fonctionnement de l'économie, qui reste largement basé sur une logique de rente. Les vulnérabilités qu'une telle situation peut comporter ne sont plus à démontrer. Le bienfait de la crise actuelle est qu'elle apporte l'affirmation qu'aucune bonne situation financière rentière ne peut constituer une alternative à des réformes profondes qui permettent une dynamique économique créatrice en permanence des richesses.

Mais il existe un risque qu'il faut signaler. Considérant la crise actuelle comme étant le résultat d'un dysfonctionnement grave du marché, et l'intégration à l'économie mondiale comme étant porteur plus de menaces que d'opportunités, les pouvoirs publics peuvent tomber dans le piège de ralentir les réformes ou changer leur cap. L'attentisme peut s'avérer plus grave qu'aucune autre alternative.

IX. Conclusion

La crise des subprimes constitue la crise des prêts hypothécaires liés aux ménages américains les plus insolvables, donc les plus risqués. Celle qui était au début une crise du système bancaire américain s'est graduellement transformée à une crise financière mondiale de grande ampleur. Cette crise n'est plus une crise financière car elle ébranle toute l'économie mondiale, financière et réelle, dans les pays industrialisés comme dans le reste du monde.

Le déclenchement et la propagation de cette crise mettent en avant le degré de sophistication atteint par les systèmes financiers à travers notamment les processus d'innovation et de déréglementation financières. La titrisation a augmenté l'intégration des différents segments du marché de capital tandis que la déréglementation a favorisé une mobilité accrue de ce dernier au niveau international. Si cette sophistication a permis un raffermissement continu de la performance du système, comme en témoignent les rendements astronomiques générés, elle a, néanmoins, conduit à déjouer les systèmes de contrôle et de veille disponibles de manière à rendre les risques de plus en plus élevés et de moins en moins perceptibles.

La crise actuelle reflète un double caractère extrêmement important. Tout d'abord, elle s'est déclenchée au centre nerveux de l'économie internationale, les Etats-Unis d'Amérique. Par là, toute l'économie mondiale est touchée. En second lieu, la crise actuelle est d'autant plus grave qu'elle s'est déclenchée au cœur du système financier, à savoir le système bancaire. En effet, la grave crise de confiance entre les banques rend extrêmement délicat le flux de capitaux et engendre une profonde crise de liquidité de marché. Mais aussi cette grave crise de confiance, d'ampleur inégalée et de nature foncièrement différente par rapport aux autres crises financières survenues de par le passé, touche aux aspects institutionnels et systémiques du système financier.

Les interventions pour endiguer cette crise, que ce soit au niveau des Banques centrales ou au niveau gouvernemental, se sont faites de manière massive et ordonnée. Elles relèvent l'acuité et l'ampleur qu'a prise la crise. Elles relèvent d'autre part un profond changement quant à la position que doivent observer les pouvoirs publics par rapport à l'exercice de l'activité économique.

Les enjeux provoqués par cette crise sont énormes. Il y a lieu tout d'abord de signaler le changement de cap au niveau doctrinal. La crise actuelle annonce de manière retentissante la chute de la pensée néolibérale et son corollaire au niveau de la pensée économique, à savoir la pensée de la nouvelle économie classique. Au niveau institutionnel, la réforme du système financier international devient une nécessité dans la mesure où un système unipolaire est devenu inopérant face à l'émergence d'autres puissances économiques au niveau mondial.

L'Algérie n'est pas à l'abri des retombées négatives de cette crise, même si elle dispose d'une manne financière intérieure et extérieure sécurisante dans le court terme. La balance des paiements et la situation des finances publiques peuvent connaître des difficultés si la récession mondiale s'avère plus profonde et plus longue de sorte que les prix de pétrole continuent à baisser sous l'effet de la contraction de la demande mondiale. Le secteur réel va être affecté sous l'effet d'une éventuelle contraction des dépenses publiques d'équipement. A long terme, il sera particulièrement affecté si les investissements de la SONATRACH actuellement engagés viennent de subir une contraction sous l'effet d'un éventuel rétrécissement de financement.

Bibliographie

- Artus, Patrick & Autres (2008): La crise des subprimes, Rapport du Conseil d'Analyse Economique sous l'égide du Gouvernement français, No. 78.
- Bergsten, Fred & autres (1999) : Architecture financière internationale, Rapport du Conseil d'Analyse Economique sous l'égide du Gouvernement français, No. 18.
- Boyer, Robert & Autres (2004) : Les crise financières, Rapport du Conseil d'Analyse Economique sous l'égide du Gouvernement français, No. 50.
- Boyson, Nicole M. & al. (2008): Hedge fund contagion and liquidity, NBER working paper, No. 14068.
- Buiter, Willem H. (2008): Housing wealth isn't wealth, NBER working paper, No. 14204.
- Cecchetti, Stephen G. (2008): Crisis and responses: The Federal Reserve and financial crisis 2007-2008, NBER working paper, No. 14134.
- Davanne, Olivier (1998) : Instabilité du système financier international, Rapport du Conseil d'Analyse Economique sous l'égide du Gouvernement français, No. 14.
- Dooley, Michael P. & al. (2008): Will subprime be a twin crisis for the United States? NBER working paper, No. 13978.
- Fukuyama, Francis (2008): The fall of America, Inc, Newsweek du 04.10.2008
- Fukuyama, Francis (1989): The end of History, *The National Interest*.
- Gorton, Gary B. (2008a): The panic of 2007, NBER working paper, No. 14358.
- ----- (2008b): The subprime panic, NBER working paper, No. 14398.
- Khandani, Amir E. & Lo, Andrew W. (2008): What happened to the quants in august 2007? Evidence from factors and transactions data, NBER working paper, No. 14465.
- Mayer, Christopher J. & Pence, Karen (2008): Subprime mortgages/

what, where, and to whom? NBER working paper, No. 14083.

- Mian, Atif & al. (2008): The political economy of the U. S. mortgage default crisis, NBER working paper, No. 14468.
- Mulligan, Casey & Threinen, Luke (2008): Market responses to the panic of 2008, NBER working paper, No. 14446.
- Stiglitz, E. Joseph (2003): The roaring nineties, W.W. Norton, New York (traduction française par Paul Chemla sous le titre quand le capitalisme perd la tête, Fayard, 2003).
- ----- (2002): Globalization and its discontents, W. W. Norton & Company.
- Tong, Hui & Wei, Shang-Jin (2008): Real effects of the subprime mortgage crisis: Is it a demand or a finance shock? NBER working paper, No. 14205.
- White, Michelle J. & Zhu, Ning (2008): Saving your home in chapter 13 bankruptcy, NBER working paper, No. 14179.
- Williamson, John (1990): What Washington means by policy reform, In J. Williamson, ed., *Latin American Adjustment: How Much Has Happened?* (Washington: Institute for International Economics).
- World Bank, Commission on Growth and Development (2008): The Growth Report: Strategies for Sustained Growth and Inclusive Development, Conference edition.