



2

UNE CRISE FINANCIÈRE STRUCTURELLE

Pierre Salama

La crise actuelle est la plus profonde depuis celle des années 1930. Larvée depuis quelques années, la crise financière s'est développée avec force au second semestre 2008. L'effet de contagion a été particulièrement puissant et l'ensemble des économies dans le monde a été affecté. Leur système financier a été atteint puis, très rapidement, leur tissu industriel. Les PIB ont connu soit des taux de croissance négatifs, soit de forts ralentissements et le chômage a partout fortement augmenté. Pourtant l'illusion se développe au début du second semestre 2009 qu'il serait possible de renouer avec la croissance durablement, y compris sans envisager une nouvelle architecture financière. Ces illusions sont portées par une nouvelle flambée des bourses ¹, le retour des profits dans les institutions bancaires et financières, une volonté de leur part d'échapper aux contrôles de l'État en se désendettant auprès de lui, le versement consécutif à nouveau de bonus astronomiques aux traders, enfin un léger frémissement économique dans de nombreux pays et une croissance malgré tout encore élevée de la Chine. Selon de nombreux pronostiqueurs, le retour à une croissance durable devrait avoir lieu dès le dernier trimestre de 2009, voire au début de 2010. À l'inverse, d'autres économistes, plus lucides, se rappelant que la crise des années 1930 avait duré presque une décennie, insistent sur le profil de la crise qui, au lieu d'avoir une allure en V ou en L, devrait connaître une évolution en WW voire en VL.

Au-delà de ces interrogations sur la durée de la crise et son cycle, il reste que l'interrogation principale est de savoir si la crise a une origine financière *stricto sensu* ou bien si les globalisations commerciale et financière ont conduit ou non à des modifications radicales – différentes selon les pays – des conditions de valorisation du capital.

L'hypothèse que nous faisons ici est que la crise n'est pas due aux dysfonctionnements des marchés financiers internationaux dans les pays industrialisés. Ils sont certes loin d'être anodins et l'essor de produits financiers, de plus en plus

1 - L'indice de la Bovespa (Brésil) est ainsi passé de 73 920 en mai 2008 à 30 000 en octobre 2008 pour remonter ensuite à 58 633 fin août 2009 ; l'indice Hang Seng (Hong Kong) est quant à lui passé de 32 000 en octobre 2007 à 11 000 en octobre 2008 pour remonter ensuite à 21 000 au début d'août 2009.

complexes ces 10 ou 15 dernières années, les a accrus sensiblement ². Mais ces dysfonctionnements, fussent-ils considérables, n'expliquent pas la crise et sa gravité. Ils n'ont fait que précipiter celle-ci et l'amplifier.

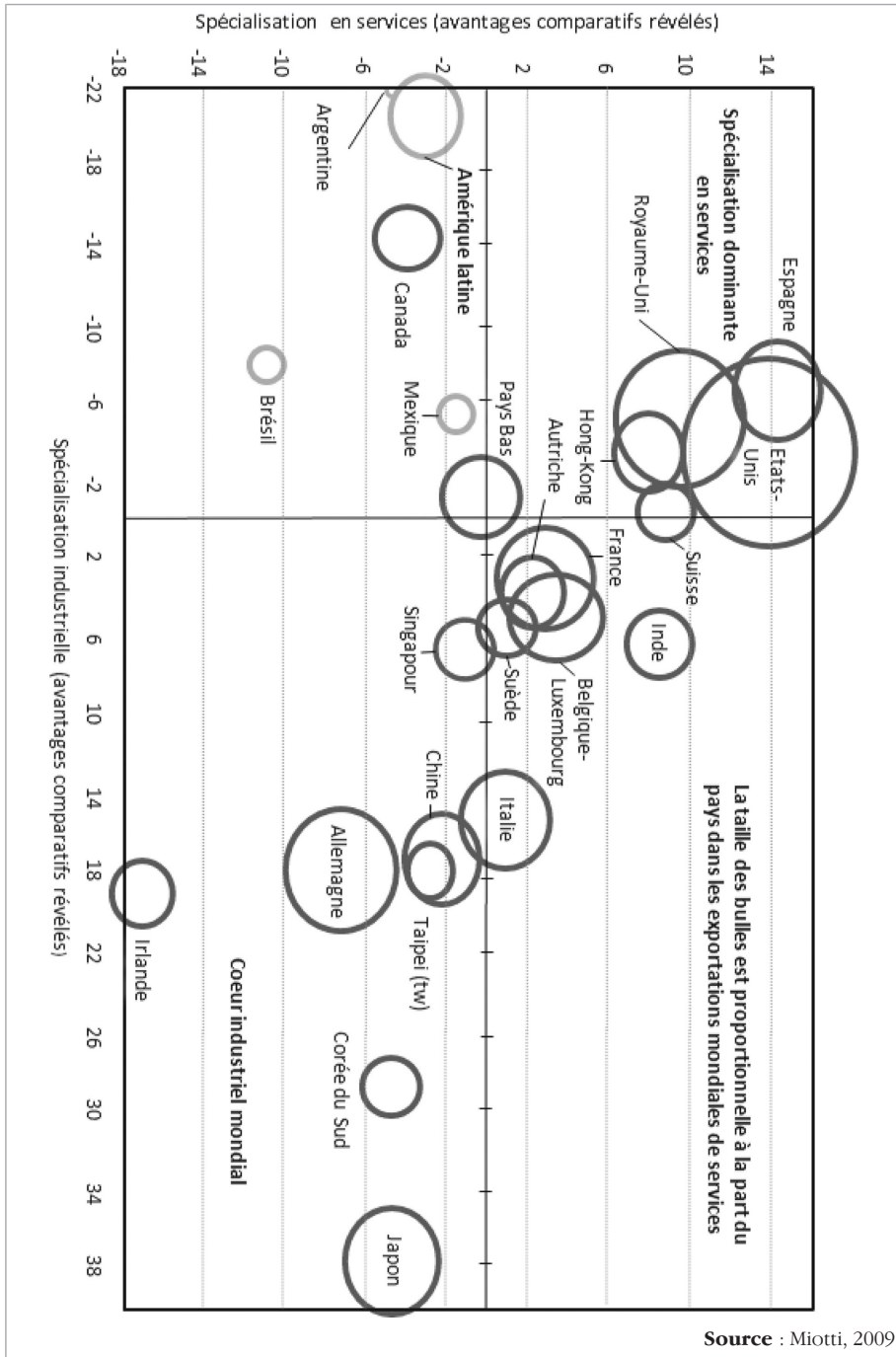
Si cette approche de la crise est pertinente, alors une simple modification de l'architecture financière (des produits moins risqués, une transparence plus importante, une législation visant à limiter et contrôler l'activité des institutions financières, la réintroduction dans les bilans des banques d'activités inscrites dans le hors-bilan, etc.) ne suffira pas pour juguler *durablement* la crise financière devenue aujourd'hui crise économique généralisée. La dérégulation financière, la globalisation financière et commerciale ont marqué profondément les régimes de croissance. Ce sont aujourd'hui ceux-ci qui sont en crise. Le dépassement de la crise passera alors par la capacité à mettre en place de nouveaux régimes de croissance.

Pour comprendre la crise financière et ses effets sur l'activité économique de l'ensemble des économies industrialisées, émergentes ou moins développées, il faut centrer l'analyse sur la globalisation commerciale et financière.

Les différences de coûts salariaux entre des pays asiatiques (Chine, Inde, Vietnam...) et les pays industrialisés, les économies émergentes d'Amérique latine (Brésil, Argentine, Mexique...), les « dragons » asiatiques (Corée du Sud, Taïwan...) sont substantielles. Elles sont de l'ordre de 1 à 40 pour le salaire horaire dans le secteur manufacturier entre la Chine et les pays industrialisés, de l'ordre de 1 à 5 entre la Chine et les pays émergents latino-américains. Comme les différentiels de niveaux de productivité tendent à se rétrécir entre les pays asiatiques d'une part et les autres pays d'autre part, les coûts unitaires du travail – combinaison des salaires et de la productivité – deviennent de plus en plus favorables pour les économies émergentes asiatiques. Le désarmement douanier, autrement dit la globalisation commerciale, impose donc des contraintes de coûts très fortes dans la plupart des entreprises industrielles des pays industrialisés et partiellement de certains pays semi-industrialisés. Délocaliser des segments de ligne de production devient plus rentable que de continuer à les produire dans des pays à salaires élevés. Les délocalisations se multiplient dans les pays industrialisés, mais aussi chez les « dragons », vers les pays à bas salaires afin de bénéficier de cet avantage de compétitivité. À l'exception de l'Allemagne, l'ensemble des économies industrialisées, des économies semi-industrialisées latino-américaines connaissent une désindustrialisation relative et perdent massivement des emplois industriels. Les avantages comparatifs révélés deviennent négatifs (Cepii, 2008 ; Miotti, 2009) au profit de la Chine qui devient « l'atelier du monde ».

2 - Il n'entre pas dans notre propos ici d'analyser les produits financiers nouveaux et les théories selon lesquelles leur complexification croissante diminuerait le risque de les utiliser. Sur ce point voir le démontage théorique de la « roublardise de la théorie » opéré par H. Bourguinat et E. Briys (2009) dans les chapitres 3, 4 et 5 de leur livre. Ces auteurs notent que « cette théorie, fascinante par bien des aspects, a été singulièrement absente des commentaires qui ont accompagné la débâcle de 2007-2008... c'est pourtant bien cette artillerie financière qui a donné le sentiment aux professionnels de la finance d'avoir dompté le risque et l'assurance de pouvoir en faire leur commerce » (p. 18).

Figure 1 – Localisation de l'industrie et des services en 2006



Dans ce contexte de globalisation commerciale (Hufbauer, Stephenson, 2009), la délocalisation est une conséquence de ces différentiels de coûts. Ce n'est pas la seule. La contrainte de coût très élevée a pour conséquence une forte pression sur les salaires. Pour résister à cette contrainte, trois autres possibilités existent : soit chercher des augmentations de productivité grâce à un effort particulièrement prononcé dans la recherche, soit freiner la progression des salaires réels, soit enfin opérer une combinaison des deux. C'est cette dernière option qui dominera dans les économies industrialisées et en partie dans les économies émergentes d'Amérique latine. À la différence de la période dite des « Trente Glorieuses », salaires réels et productivité du travail n'évoluent plus en parallèle et le fossé entre la croissance de leurs taux ne cesse de grandir. Malgré les accroissements de productivité, les salaires auront peu augmenté sur longue période.

La conséquence de cette atonie des salaires est importante en termes macro-économiques. D'un côté, l'atonie des salaires n'est pas suffisante pour contrecarrer la perte relative de compétitivité et conquérir des débouchés extérieurs, à l'exception des secteurs où le différentiel de productivité est suffisamment élevé pour compenser la supériorité relative des coûts salariaux. D'un autre côté, cette atonie limite les demandes des produits sur le marché interne. On pourrait déduire de ces deux effets une tendance à la stagnation économique sur longue période et ce d'autant plus que de nombreux pays européens (France, Allemagne...), mais aussi latino-américains, paraissent confirmer ce diagnostic. Ce serait une erreur pourtant de se limiter à ces deux effets pour déduire le ralentissement de la croissance ces vingt – trente dernières années dans de nombreux pays industrialisés et semi-industrialisés d'Amérique latine. Il ne suffit pas d'expliquer une réduction relative de la dimension tant des marchés intérieurs qu'extérieurs pour déduire cette évolution pour deux raisons, l'une de pure logique, l'autre de fond. La première concerne la dimension des marchés. Ce qui importe est de considérer non seulement les évolutions des demandes qui s'exercent sur le marché interne, mais aussi leurs dimensions absolues confrontées aux dimensions des capacités optimales des offres dans l'industrie, différentes selon les secteurs³. La seconde, concerne les contraintes financières. Avec la dérégulation financière, les exigences des actionnaires en terme de taux de rentabilité et de versement de dividendes sont devenues beaucoup plus élevées que par le passé. Aussi, les évolutions peu favorables des demandes internes et externes n'entraînent pas une baisse de la valorisation du capital telle qu'il en résulterait un ralentissement économique, mais plutôt un taux de rentabilité insuffisant par rapport aux exigences de la finance de valorisation du capital, ce qui est différent. On doit donc introduire immédiatement, aux côtés des effets de la globalisation commerciale, les conséquences de la dérégulation financière et de sa globalisation en terme de rentabilité pour comprendre le ralentissement économique.

3 - La dimension absolue d'une demande, quand bien même son évolution ne serait pas favorable, n'est donc pas ce qui importe le plus mais son rapport aux économies d'échelle que l'entreprise peut obtenir. Les grands pays comme la Chine, l'Inde, le Brésil ont de ce point de vue un net avantage par rapport aux petits comme l'Argentine, le Chili. Quant aux marchés externes, la désindustrialisation relative déduite des avantages comparatifs révélés devenus négatifs pour l'industrie ne signifie pas nécessairement une désindustrialisation absolue, mais traduit simplement le fait que le poids relatif des exportations sur les exportations mondiales régresse.

Cette double globalisation produit un cercle vicieux : le ralentissement de la progression des salaires et la contrainte de rentabilité élevée génèrent un ralentissement de l'activité reproduisant en les aggravant les facteurs qui l'ont produit. Il est logique alors que dans les pays à bas salaires, comme la Chine, les effets soient différents. La contrainte des coûts salariaux n'est pas de même nature puisque ce sont ces coûts qui servent de référence aux autres pays et, dans la mesure où leur productivité du travail croît sensiblement, le maintien de coûts unitaires compétitifs est compatible avec la hausse des salaires et avec l'augmentation des profits financiers. Les salaires augmentent sensiblement, mais de manière inégale selon les niveaux de qualification.

L'atonie de la demande, due à la progression faible des salaires réels, peut être contrecarrée par une augmentation sensible de l'endettement. L'endettement excessif des ménages est en quelque sorte la manière de résoudre la « quadrature du cercle » et d'échapper au ralentissement économique tout en remplissant les exigences de rentabilité de la finance. De nouveaux produits financiers complexes, de plus en plus sophistiqués, facilitent l'endettement des ménages. Grâce à cet endettement et aux effets seconds de ce dernier sur la valorisation des titres et l'augmentation consécutive du patrimoine fictif des ménages⁴, leur demande retrouve alors le dynamisme qu'elle avait perdu⁵. L'endettement excessif, l'augmentation des patrimoines fictifs accroissent la propension à consommer des ménages et offrent de ce fait un champ supplémentaire à la valorisation du capital productif. Ce faisant ils suppléent à l'atonie des salaires. C'est ce qui s'est passé aux États-Unis, en Grande-Bretagne, en Espagne etc. et c'est dans ces pays qu'on a pu observer des années durant un taux de croissance plus élevé qu'en France ou bien en Allemagne⁶. Ce n'est pas ce qu'on observe en Amérique latine où les ratios crédits sur PIB restent très bas malgré leur augmentation récente⁷.

4 - Donnons un exemple simple : un ménage s'endette pour acheter une maison. Cet achat constitue un actif. Son hypothèque ouvre la voie à de nouveaux emprunts etc., la demande est stimulée, mais le ménage à terme ne peut plus faire face au service de sa dette, et ce d'autant plus que, très souvent, les emprunts sont à taux d'intérêt progressifs, au début faibles ensuite élevés.

5 - Ainsi que l'ont montré Aglietta-Berrebi et d'autres économistes n'appartenant pas au *main stream* (en France : régulationnistes – post-keynésiens comme Boyer, marxistes comme Johsua, le conseil scientifique d'ATTAC, les études publiées sous la direction F. Chesnais (2000, 2004) etc.).

6 - Si l'on met en abscisse les revenus de la finance relativement au revenu et en ordonnée le taux de croissance du revenu, on peut tracer une courbe connue comme la « courbe sigmoïde » traduisant dans un premier temps un taux de croissance des revenus supérieur à celui du ratio des revenus de la finance sur les revenus, puis ensuite un taux de croissance inférieur. Cette seconde phase correspond à la fragilité financière de Minsky ou encore à la notion de risque croissant de Kalecki. On peut considérer que l'apparition de nouveaux produits financiers sophistiqués a permis dans un premier temps de déplacer le point d'inflexion de cette courbe vers la droite jusqu'à ce qu'apparaisse l'effet *Ponzi*.

7 - La profondeur du système financier latino-américain (Argentine, Brésil, Bolivie, Chili, Colombie, Costa Rica, Equateur, El Salvador, Guatemala, Honduras, Mexico, Panama, Pérou, Uruguay, Venezuela) est en pourcentage du PIB de 133 %, elle est aux États-Unis de 405 %, dans les économies émergentes asiatiques (Corée du Sud, Philippines, Indonésie, Malaisie, Thaïlande), de 208 %. Ce qui particularise les marchés financiers latino-américains est leur composition : les titres de la dette publique représentent 42 % du PIB, soit le tiers de l'ensemble des produits financiers, les actions 46 %, les titres de la dette privée 13 %, le reste représentant les dépôts bancaires. Dans les économies émergentes asiatiques, les titres de la dette publique représentent 30 % du PIB, soit un peu moins de 15 % de l'ensemble, les actions 78 %, les titres de la dette privée 46 %, 75 % pour les dépôts bancaires. En Argentine, au Brésil, au Mexique, plus de la moitié de l'ensemble des prêts bancaires est destinée

C'est donc dans l'*entremêlement* des effets des globalisations commerciale et financière qu'il faut trouver les racines de la fragilité particulière des régimes de croissance. Plus exactement c'est cette approche de la globalisation laissant aux marchés seuls le soin de décider, refusant à l'État toute possibilité de mener une politique industrielle, qui est responsable de l'atonie des salaires, de la perte de compétitivité des entreprises industrielles et de la désindustrialisation relative des économies des pays industrialisés et de leur tendance à la stagnation de leur PIB. Et c'est cette approche qui explique que leur salut – en terme de valorisation du capital et de croissance – puisse provisoirement venir d'un développement incontrôlé des produits financiers complexes et d'un endettement des ménages au-delà de leurs capacités de remboursement. Dans les pays où cet endettement excessif n'a pas eu lieu, la tendance au ralentissement des taux de croissance s'est affirmée. Mais parallèlement leur système financier s'est intoxiqué par l'achat de ces produits financiers lucratifs et fragiles grâce à la globalisation financière.

La globalisation commerciale, la dérégulation financière et son internationalisation ont généré de nouveaux régimes de croissance, différents selon les pays, dont une des particularités est d'être fragiles. Elles ne sont pas la cause de la crise, mais celle de son déclenchement et de sa contagion.

L'essor des activités financières n'est pas, par nature, parasitaire. D'une manière générale, les entreprises agissent dans un environnement macroéconomique sur lequel elles ont en général peu de prises, et elles le font également dans un contexte d'information incomplète. La complexité de la production aujourd'hui augmente l'incertitude quant à la rentabilité des projets. La couverture de ces risques nouveaux conduit au développement de produits financiers également complexes. Ainsi la complexification du marché financier, quant à ses produits et à leur jeu, est, dans une certaine mesure, la conséquence de la complexification de la production. Cette complexification financière prend son envol avec la libéralisation financière (décloisonnement, désintermédiation et déréglementation). Elle a certes un coût (Argitis, 2003), mais permet un profit supérieur à ce coût. Le développement de la finance, l'essor de produits financiers sophistiqués permettent donc *in abstracto* le développement du capital car le cycle du capital ne se déroule que si les activités financières permettent au capital productif d'être valorisé. L'essor du secteur industriel nécessite un développement plus que proportionnel du secteur financier. Cet essor n'entraîne pas nécessairement d'opter pour une dérégulation financière comme ce fut conseillé, voire imposé à plusieurs économies émergentes. Contrairement à ce qu'on a pu lire, la mobilité du capital favorisée par cette dérégulation ne mobilise pas l'épargne, ne diversifie pas ou peu le risque et ne conduit pas à une allocation optimale des ressources comme le rappellent E. Nell et W. Semmler (2009).

au secteur public entre 2001 et 2003 (10 % en Chine, Malaisie, Thaïlande, 1,5 % au Chili, mais 26 % en Colombie). Source : *The McKinsey Quarterly* (Juillet 2007) : « Desarrollo del potencial de los sistemas financieros de America Latina ».

Mais la finance, tel un Janus, a deux faces. L'une « vertueuse » que nous venons d'évoquer, l'autre « vicieuse » qui a pris une ampleur incontrôlée avec la globalisation financière. Il y a basculement vers la « financiarisation » lorsque le développement de ces activités obéit davantage à l'attrait des nouveaux produits financiers pour eux-mêmes, plutôt qu'à l'objectif de diminution des risques pris dans le financement du productif. La financiarisation est le seuil à partir duquel le financier, plus lucratif que le productif, se développe aux dépens de ce dernier. Le secteur financier semble alors s'autonomiser du secteur productif. La financiarisation est différente selon les pays et le niveau de développement atteint par leur secteur financier. Dans les pays industrialisés, elle affecte l'actif et le passif des entreprises. Dans les économies émergentes, les produits financiers sophistiqués sont encore peu nombreux, seules les grandes entreprises (en jouant sur les taux de change anticipés) et les banques, parfois, les ont utilisés ces dernières années et encore est-ce dans une mesure relativement faible. De telle sorte qu'on peut penser que dans ces pays la financiarisation concerne essentiellement les passifs (paiement des intérêts sur capitaux empruntés parfois élevés comme au Brésil, distribution de dividendes). Ce sont donc les contraintes imposées par le système financier aux entreprises (taux de profit élevé, forte rétribution des actionnaires, rémunération élevée sur capitaux empruntés) qui caractérisent la financiarisation.

À partir de là, on peut distinguer deux types de crise financière : celles récurrentes dans les années 1990 en Amérique latine sont de la responsabilité de leur régime de croissance, et celles directement liées à l'internationalisation de la finance, prenant une ampleur considérable grâce aux canaux de diffusion qu'elle a mis en place.

Les premières ont été analysées par de nombreux économistes dont nous-mêmes. Rappelons succinctement leur logique. Avant la crise de 1982 (cessation de paiement du Mexique et début de la « décennie perdue » en Amérique latine), les emprunts se réalisaient sous forme de crédits syndiqués. À l'exception des crédits « involontaires », le service de la dette est financé dans les années 1980 par des ressources propres. Avec la libéralisation de leurs marchés dans les années 1990, les pays latino-américains ont à nouveau accès aux marchés financiers internationaux : le service de leur dette est financé pour l'essentiel par des entrées de capitaux. Plus précisément, ces entrées de capitaux « volontaires » vont financer dans *une première phase* le solde négatif de la balance commerciale et les intérêts de la dette externe. L'amortissement de l'essentiel de la dette externe sera en grande partie financé par des prêts « involontaires » des banques internationales et par des financements directs des institutions internationales. L'entrée de capitaux est d'abord principalement constituée par l'émission de bons, puis *dans une seconde phase* par des investissements étrangers directs, l'entrée nette de bons s'amenuisant. Les économies latino-américaines fonctionnent alors dans une logique « d'économie de casino » : le taux d'intérêt est la variable de bouclage de la balance des paiements. Les capitaux externes sont attirés par ces taux et par la garantie de pouvoir repartir, s'ils tardent à venir ou s'ils menacent de repartir en masse, les taux d'intérêt s'élèvent, et ce, au détriment de la croissance. Les années 1990 sont scandées par ce type de crise financière (Mexique, Argentine avec l'effet Tequila, Brésil, Argentine à la fin des

années 1990). Dans une troisième phase, le solde négatif de la balance commerciale diminue puis devient positif, *les régimes de croissance sont moins sensibles à la logique d'économie casino, mais deviennent davantage sensibles à la logique de la finance internationalisée.*

Le développement des bulles spéculatives et leur éclatement ont été facilités par :

1. l'adoption de règles comptables valorisant les actifs à partir de leurs prix de marché (« *mark to market* ») ;
2. la possibilité pour les banques de vendre de manière très lucrative les risques pris grâce à la conception et à l'émission de produits financiers titrisés de plus en plus sophistiqués et de les ôter ainsi de leurs bilans ;
3. des théories « scientifiquement roublardes » (Bourguinat, Bryis, 2009) sous-estimant systématiquement les risques encourus par l'achat de produits titrisés de plus en plus complexes.

Ainsi conçue, l'ingénierie financière acquiert une logique propre d'emballage : « le crédit n'est plus fondé sur les perspectives de revenus des emprunteurs, mais sur l'anticipation de la valeur de leur richesse » note Aglietta (2008a). Le ratio de la dette sur le revenu enflé quand bien même il baisserait par rapport à la valeur de marché. Pour reprendre une expression de Mynski, on arrive très rapidement à un financement de type *Ponzi* et l'instabilité se profile, s'impose brutalement. Le système implose : l'explosion de la bulle conduit à une dévalorisation brutale des actifs et ce qui hier favorisait la bulle (l'« *equity value* », c'est-à-dire la différence positive entre la valeur de marché et le crédit accordé) se transforme en son contraire (la valeur de marché plonge et se situe dorénavant en deçà de la valeur des crédits à rembourser). Le retournement du cycle provoque un assèchement brutal des liquidités : les entreprises financières sont à la recherche de liquidités pour financer un risque qui, hier transféré et disséminé, devient fortement réévalué, les entreprises non financières, avec la dévalorisation de leur capitalisation, voient toute une série de ratios « virer au rouge » et sont confrontées à un manque croissant de liquidité. Les banques cessent de se prêter entre elles et *a fortiori* freinent brutalement leurs prêts aux entreprises. Le « *crédit crunch* » transforme la crise financière en une crise économique. La crise devient *systémique*, elle affecte y compris des entreprises ayant eu une gestion prudente, loin de la manipulation, hier lucrative, des produits financiers titrisés. Elle se propage avec force au-delà des frontières par les canaux forgés par la globalisation financière (FMI, 2009a, chap. 4 ; Banque mondiale 2009a, 2009b ; Boorman, 2009 ; Boorman et alii, 2008). À la recherche de liquidités, les banques et entreprises multinationales ont rapatrié une partie importante de leurs profits, ont cessé d'acheter des bons, ont rendu beaucoup plus difficile le financement des exportations des économies émergentes. S'ajoute à ces difficultés accrues, une raréfaction des débouchés dans les pays industrialisés en raison de la crise de l'économie réelle qui s'y développe. Manque de liquidités, sorties de capitaux, raréfaction des débouchés externes transforment la crise financière dans les économies émergentes en crise dans l'économie réelle et ouvrent la voie à des politiques contra-cycliques de la part des gouvernements de ces pays visant à

fournir des liquidités supplémentaires pour contrecarrer le *credit crunch*, et à relayer l'absence de dynamisme des marchés extérieurs par une dynamisation des marchés intérieurs. Ces politiques ont plus ou moins de succès selon la taille des marchés intérieurs, les inégalités des revenus. Elles freinent la chute absolue du PIB dans les économies latino-américaines, mais ne l'enrayent pas, elles parviennent à maintenir un taux de croissance encore important bien que fortement réduit en Chine. Ces canaux de transmission jouent donc à plein en raison du niveau élevé atteint par la globalisation financière et la globalisation commerciale.

**Tableau 1 – Flux financiers : pays émergents et en développement
(en milliards de dollars)**

	2001	2006	2007	2008	2009*	2010*
Flux privés	80,3	234	656	152,7	-142,1	3,3
Investissements directs	170,3	232,2	373,2	456,9	311,6	301,8
Investissements en portefeuille	-55,6	-112,2	32,9	-148,9	-139,4	-133,5

* Projections.

Source : FMI

Les bourses latino-américaines et asiatiques ont connu des chutes importantes et brutales (-59,1 % pour le Bovespa au Brésil, -52,6 % pour le Merval en Argentine, -44,8 % pour le Mexbol au Mexique entre fin août 2008 et novembre 2008) et leur volatilité a fortement augmenté et ce avant même que les bourses des pays développées ne plongent. Certains analystes financiers considèrent que ces renversements importants de tendance constituent un signe avant-coureur des difficultés à venir pour les bourses des pays développés. La séquence est donc la suivante : chute prononcée des bourses, précédant celle des bourses des pays développés, puis décalée, dépréciation forte des monnaies face au dollar, surtout lorsque la crise financière éclate. L'originalité de la crise financière vient à la fois de son caractère annonciateur pour les pays développés et de son accélération lorsque celle-ci éclate.

Après avoir atteint leur point le plus bas en mars 2009, les bourses des pays industrialisés ont de nouveau fortement progressé : au 24 juillet 2009 Wall Street voyait le cours de son indice progresser de +35 % par rapport au mois de mars, Paris de +33 %, Francfort de +41 % et Londres de +59 %, Hong Kong de +76 %. Elles sont cependant encore loin des pics atteints deux ans auparavant. Les bourses des économies émergentes ont également fortement progressé, tant en Asie qu'en Amérique latine⁸. Leurs chutes avaient été plus accentuées que celles

8 - Avec cette reprise des cours, les taux de change ont tendance à s'apprécier de nouveau dans les économies latino-américaines comme au Brésil avec le maintien à un niveau élevé des investissements étrangers directs et la reprise des cours des matières premières. Ce n'est pas le cas en Argentine où la perte de légitimité politique du gouvernement contribue à alimenter des sorties massives de capitaux (45 milliards de dollars entre juin 2007 et juin 2009).

des pays industrialisés, leur essor est également plus important confirmant ainsi ce que de nombreux économistes avaient observé, à savoir une volatilité plus importante, une ampleur plus grande, une fréquence supérieure (FMI, avril 2009a). Cette reprise des bourses est-elle annonciatrice de la fin de la crise et confirme-t-elle l'analyse défendant l'idée qu'il n'est nécessaire ni de réformer l'architecture financière, ni de porter atteinte aux dysfonctionnements des globalisations générées par leur dérégulation extrême ?

Il est exact que certains frémissements de l'activité économique aux États-Unis principalement, le maintien d'un taux élevé, bien que fortement réduit, de croissance en Chine, puissent contribuer à cet essor des bourses. Mais la reprise des cours boursiers a eu lieu avant même ces anticipations un peu plus positives sur le retour à la croissance. Aussi convient-il de sonder ce qui pourrait apparaître davantage comme un mirage que comme un miracle. Sans entrer dans le détail des explications possibles de cette reprise, notons que l'injection extrêmement massive de liquidités dans le système financier au sens large n'a pas ou peu servi à la reprise des crédits à l'industrie et au commerce malgré les demandes fortes de ces secteurs. Les institutions financières d'abord et les banques ensuite ont utilisé ces liquidités pour investir sur les marchés financiers. Il en a résulté une hausse des cours permettant dans certains cas aux banques de se désendetter vis-à-vis de l'État grâce aux plus-values réalisées. Il semble que le système financier, à la recherche de gains immédiats, ait perdu la mémoire, n'ait pas tiré des leçons du passé sinon celle qu'on ne les laisserait pas « mourir » (« *too big to fail* »), et soit prêt à recommencer l'aventure, persuadé que l'État sera de nouveau, comme en 2008, son « prêteur en dernier ressort » s'il advenait que cette envolée soit sans lendemain.

Envolée financière, crise économique laissent trois possibilités ouvertes : soit ne rien faire, comme si la crise financière n'avait été qu'un accident de parcours, soit toucher à l'architecture financière en limitant certaines opérations et en exigeant plus de transparence sur les produits financiers, soit porter atteinte à la dérégulation financière et commerciale. Si notre analyse est exacte, seule la troisième possibilité pourrait permettre de dépasser cette crise durablement. Les régimes de croissance qui émergeraient de cette crise seraient profondément différents, plus respectueux des hommes et de l'environnement, moins adorateurs du veau d'or. On comprend dès lors que la solution ne puisse être technique, mais politique.