

LE LIBÉRALISME APRÈS LA CRISE FINANCIÈRE

Christian Chavagneux
Rédacteur en chef adjoint d'*Alternatives Economiques*
Rédacteur en chef de la revue *L'Economie politique*

Octobre 2008 : ci-gît le libéralisme économique, mort au champ d'horreur de la finance internationale. *Requiescat in pace*. Pour nombre de commentateurs, y compris parmi les plus avisés, après la chute de Lehman Brothers, les milliers de milliards de dollars et d'euros mis sur la table par les États et les banques centrales pour sauver le système financier mondial, les nationalisations partielles ou totales de banques, les appels à un « nouveau Bretton Woods » et les plans de relance budgétaire tous azimuts ont signé l'arrêt de mort du libéralisme économique.

C'est peut-être aller un peu vite en besogne. Oui, une bataille diplomatico-économique est engagée depuis la fin 2008 entre les États et entre ces derniers et les financiers privés autour de la régulation de la finance. Mais rien ne permet encore d'en connaître l'issue. Au-delà des discours politiques de circonstance, on ne pourra juger de la reprise en main ou non de la finance que dans plusieurs mois, une fois le contenu des éventuelles nouvelles réglementations connu. Il faudra ensuite observer la façon concrète dont ce contenu sera mis en œuvre. On saura alors si la crise financière démarrée en août 2007 aura fait comprendre aux États l'ampleur des menaces que fait peser une finance non régulée sur la bonne marche de leurs économies. Et ce n'est qu'à ce moment-là que l'on pourra apprécier le rôle qu'auront joué les dérapages récents de la finance dans la crise du libéralisme économique.

Car crise du libéralisme il y a bien. Comme j'ai essayé de le montrer dans un ouvrage récentⁱ, la représentation du monde qu'il véhiculait était déjà devenue moins crédible avant la crise financière. Elle avait perdu deux de ses soutiens importants : les institutions économiques internationales, qui portaient sa bonne parole et ne sont pas les dernières à douter aujourd'hui; et la théorie économique dominante, qui lui servait de justification, mais dans laquelle avec Joseph Stiglitz, Paul Krugman, Dani Rodrik et d'autres, on peut désormais puiser de bons arguments pour une intervention directe de l'État. De plus, les gouvernements n'ont pas attendu la crise financière de 2007-2008 pour modifier la nature de leurs interventions dans l'économie, dans un sens moins favorable à la liberté des marchés et à la concurrence sans frein : au Nord, avec un renouveau des politiques publiques intrusives (politique industrielle, lutte contre le réchauffement climatique...); au Sud, avec la démonstration de l'efficacité des politiques de développement encadrant sévèrement les marchés et la concurrence.

Surtout, la crise des *subprimes*, notamment dans sa phase d'hystérie boursière et de gel des marchés de capitaux entre la mi-septembre et la mi-octobre 2008, n'est que le dernier exemple soulignant à l'extrême les errements de la finance pourtant censée représenter le cas d'école d'une déréglementation réussie. Cette crise a apporté *in vivo* la démonstration qu'une concurrence accrue dans la finance se transformait en prises de risques excessives et opaques. Et que les



établissements financiers privés aussi bien que les régulateurs publics étaient dépassés par un monde devenu incompréhensible à tous. L'échec de la finance déréglementée sera, peut-être, le coup fatal porté au libéralisme contemporain. Comment, après tant d'années de croyance dans les vertus des marchés financiers libres, en est-on arrivé là?

Fin de consensus

La scène se passe au Sénat états-unien, fin octobre 2008. Le démocrate Henry Waxman dirige les débats d'une commission destinée à évaluer le rôle des régulateurs publics et en particulier les responsabilités personnelles d'Alan Greenspan, l'ancien dirigeant de la banque centrale des États-Unis, dans la débâcle du système financier :

Sénateur Waxman : Votre idéologie est, je vous cite, « que des marchés de libre concurrence sont les mécanismes les plus efficaces [...] Nous avons tenté la réglementation et celle-ci a échoué ». [...] Avez-vous le sentiment que cette idéologie vous a poussé à prendre des décisions que vous n'auriez pas dû prendre?

Alan Greenspan : Permettez-moi de rappeler ce qu'est une idéologie. Une idéologie est un cadre conceptuel à travers lequel nous voyons le monde. Tout le monde a une idéologie. Elle est indispensable à chacun. La question est de savoir si elle est juste ou pas. Pour répondre à votre question, oui il y a un vice dans cette vision. [...]

Sénateur Waxman : En d'autres termes, vous pensez que votre vision du monde, votre idéologie n'est pas juste, qu'elle ne fonctionne pas.

Alan Greenspan : Exactement.

Les aveux contrits d'Alan Greenspan confessant publiquement que sa croyance dans les vertus de la finance déréglementée était mal placée ne sont que l'expression publique la plus symbolique d'un secret que les économistes, y compris chez les libéraux, avaient dévoilé depuis plusieurs années déjà : la déréglementation financière cause plus de dégâts qu'elle n'apporte de bienfaits. « Désastres financiers périodiques, crises de la dette, fuites de capitaux, crises de changes, faillites de banques, krachs boursiers..., c'est assez pour forcer un bon libéral à s'arrêter pour réfléchir », écrivait déjà en mai 2003 le très libéral hebdomadaire britannique *The Economist*. L'année 2003 est aussi le moment où quelques études commencent à montrer que les pays émergents qui ont ouvert leur économie aux grands vents de la finance mondiale « ont connu un effondrement de leur production lié à de coûteuses crises bancaires ou de taux de change » et, que, de manière plus générale, il n'y a aucun élément « pour soutenir l'argument théorique selon lequel la mondialisation financière *per se* permet d'obtenir des taux de croissance plus élevés ». C'est Kenneth Rogoff, alors économiste en chef du Fonds monétaire international (FMI), une institution que l'on a connue plus enthousiaste pour la libéralisation financière, qui l'affirme...

Et ce n'était que le début. « Les risques de la mondialisation financière ont été sous-estimés et les gains surestimés » affirme en 2005, un rapport de la Banque mondiale dirigé par Roberto Zaghera. Ou encore, Garry J. Schinasi, l'un des économistes phares du FMI sur les questions financières,

publie en 2006 un livre entièrement consacré aux menaces, que fait peser chaque jour sur nos têtes la finance mondiale, et à l'impossibilité des politiques publiques de maîtriser quoi que ce soit !

Quant à Raghuram Rajan, économiste en chef du FMI, il profite de la grande réunion annuelle des banquiers centraux à Jackson Hole en août 2006, pour jeter un nouveau pavé dans la mare des défenseurs du libéralisme financier : « les pays en développement qui ont relativement plus recours aux capitaux étrangers n'ont pas crû plus vite sur le long terme et ont même crû moins vite » ! Mieux : on pourrait s'attendre au moins à ce que les capitaux aillent en priorité vers les pays qui croissent le plus vite, ceux qui sont le plus susceptibles de fournir de meilleures opportunités d'investissement. Il n'en est rien : « sur les trente dernières années, le montant net de capitaux étrangers se dirigeant vers les pays croissant relativement plus vite a été inférieur à ceux allant vers les pays à croissance moyenne ou faible ». Avec, en point d'orgue de son analyse, la constatation qu'à l'inverse de toutes les prévisions de la théorie économique dominante pro libéralisation, les pays en développement exportent depuis plusieurs années plus de capitaux au Nord qu'ils n'en reçoivent de ce dernier !

Un dernier exemple : en 2008, dans un état des lieux de la littérature économique sur les effets de l'ouverture financière, l'un des spécialistes états-uniens du sujet, Maurice Obstfeld affirme que « la démonstration concrète des gains de la mondialisation financière [...] s'est révélée difficile à prouver de manière définitive ».

2003-2008 : au moment où la crise des *subprimes* se transforme en une panique financière mondiale, cela fait déjà cinq ans que les économistes ne croient plus aux vertus de la libéralisation financière. Pourquoi? La réponse est simple : les thuriféraires de la libéralisation financière nous avaient promis monts et merveilles de la déréglementation financière et de la libre circulation internationale des capitaux et ils sont obligés de constater que leurs promesses n'ont pas été tenues. Pire, les évolutions de la finance mondiale libéralisée ont été à l'exact opposé de ce qui était promis.

Promesses non tenues

Le libéralisme financier devait supprimer les déséquilibres des échanges extérieurs et les mouvements erratiques des taux de change. Qu'en a-t-il été en réalité? Des déséquilibres extérieurs persistants, une instabilité des taux de change. Les échanges extérieurs des États-Unis, quelques années mises à part, ont été systématiquement dans le rouge ces dernières décennies. Depuis le milieu des années 1990, leur déficit extérieur ne cesse de croître et représentait encore en 2007 l'équivalent de plus de 5% de leur PIB ! A l'inverse, le Japon, l'Allemagne et la Chine, souvent suivie par les autres pays émergents, affichent des excédents de manière structurelle. Aucun mécanisme n'est venu résoudre les déséquilibres extérieurs (forts déficits et forts excédents dans la durée) car les variations de taux de change réparatrices attendues n'ont pas eu lieu. Début décembre 2008, sur le site www.voxeu.org, qui décline au jour le jour les commentaires des économistes « acceptables » par la corporation, Menzie D. Chinn et Shang-Jin Wei ont fini par le

reconnaître et par enterrer cette première promesse de la libéralisation : « l'idée qu'une plus grande flexibilité des taux de change conduit à des ajustements plus rapides des comptes extérieurs est si souvent répétée qu'elle apparaît comme un truisme. [...] Cependant, nous pensons que ce point de vue ne tient pas l'examen attentif des faits ».

L'accumulation d'excédents extérieurs durables par les pays émergents de l'OPEP et d'Asie a même contribué à nourrir une accumulation de réserves qui a accru la liquidité mondiale en quête de placements. Une situation d'argent abondant qui a maintenu le prix de l'argent, les taux d'intérêt à long terme, à un niveau bas. Incitant ainsi les investisseurs à adopter des stratégies risquées susceptibles de fournir un meilleur rendement, notamment en achetant les produits financiers sophistiqués et opaques liés au marché immobilier états-unien. Parce qu'elle ne contribue en aucune façon à réduire les déséquilibres extérieurs, la libéralisation financière a bâti les fondements de la crise actuelle.

Pourtant, avec l'ouverture des frontières financières, l'épargne internationale disponible était censée se répartir harmonieusement de telle sorte qu'elle serve la croissance mondiale et le développement des pays du Sud. Une fois encore, la réalité n'a pas daigné se plier aux promesses de la théorie. La finance internationale n'a cessé depuis les années 1970 de susciter bulle spéculative sur bulle spéculative. Apportant, sans faillir, trop de capitaux ici (aux pays du Sud par les prêts bancaires dans les années 1970, aux pays émergents par les prêts obligataires dans les années 1990, etc.) ou là (sur les marchés boursiers ou immobiliers du Nord, etc.), avant que les investisseurs ne s'aperçoivent dans un mouvement de panique que la chose était risquée et qu'il fallait fuir le plus vite possible.

Ironie suprême, on nous avait aussi promis qu'avec le libéralisme, les risques financiers seraient mieux maîtrisés et les crises moins fréquentes ! Couvrant plus de 120 crises bancaires, des débuts du 19^{ème} siècle à 2008, les deux économistes états-uniens Carmen M. Reinhart et Kenneth S. Rogoff montrent que c'est l'inverse. De la fin des années 1940 au début des années 1970, il n'y en a pratiquement pas eu. La période est marquée par une forte réglementation de la finance et un contrôle des mouvements internationaux de capitaux. Les deux auteurs observent que « les périodes de forte mobilité internationale des capitaux ont produit, de manière répétée, des crises bancaires internationales ». Citant plusieurs travaux récents émanant du FMI et de la Banque mondiale, ils exposent combien les périodes de libéralisation financière nourrissent l'apparition de crises. Et montrent que, de ce point de vue, pays développés et pays émergents sont logés à la même enseigne.

Pourquoi un tel résultat? Parce que la maîtrise des risques financiers par les autorités publiques et par les établissements privés, banques, fonds spéculatifs, etc., est devenue d'autant plus problématique que les « innovations financières », les nouvelles façons de faire circuler les capitaux, ont accru le phénomène.

Une opacité accrue : les produits dérivés et la crise des *subprimes*

Il y a eu le développement des transactions de « produits dérivés », baptisés ainsi, car l'évolution de leurs prix est liée à celle d'un autre actif financier (action, obligation). Le principe du produit dérivé est d'acheter aujourd'hui le droit de faire plus tard des opérations financières engageant de gros montants. Imaginés à l'origine pour se protéger contre des variations inattendues de taux d'intérêt, de taux de change, de cours d'une action ou du prix des matières premières, ils sont devenus un terrain de jeu apprécié de la spéculation financière. Pour presque rien, on peut prendre de gros paris à moyen terme, et ce, dans l'opacité la plus parfaite : seuls 7% des produits dérivés font l'objet de contrats transparents sur qui prend combien de risque, 93% des contrats restent dans le flou d'un marché peu régulé (dit de gré à gré).

La France en a eu un premier écho avec l'affaire Kerviel, après l'annonce par la Société Générale, le 24 janvier 2008, de la « paume » gigantesque de 4,9 milliards d'euros due aux paris insensés et dissimulés de son trader. Acheter un produit dérivé donne le droit (avec les options) ou l'obligation (avec les *futures*) d'acheter ou de vendre un actif dit sous-jacent (action, devise, pétrole...) à une date ultérieure, mais à un prix fixé aujourd'hui. Ainsi, une compagnie aérienne peut acquérir le droit d'acheter du pétrole en septembre prochain à un prix fixé aujourd'hui et ne se fera pas surprendre en cas de hausse inopinée du prix du baril. En face, il y a bien sûr un investisseur qui prend le risque qu'en septembre le prix auquel il s'est engagé à livrer le pétrole soit inférieur au prix du marché auquel il devra l'acheter pour le livrer et qu'il en soit de sa poche. Mais c'est le jeu. Jérôme Kerviel, le trader mis en examen de la Société Générale, jouait sur des « dérivés actions sur indices boursiers », c'est-à-dire des produits dérivés permettant par exemple à un gérant de sicavⁱⁱ qui reçoit l'épargne des ménages et la place sur les actions des principales sociétés du CAC 40ⁱⁱⁱ, de se protéger contre les variations inattendues du cours des actions. Les produits dérivés sont donc utiles, car ils permettent à de nombreux acteurs économiques d'éviter de prendre des risques en les transférant à d'autres acteurs qui les assument.

Il peut arriver que le risque soit si grand qu'aucun acteur financier raisonnable ne veuille vendre de couverture. On dit alors que le marché est « illiquide ». C'est là qu'entre en jeu le spéculateur, celui qui va prendre des paris fous parce qu'ils peuvent rapporter gros. Il donne ainsi de la « liquidité » au marché dont il permet l'existence. C'est son aspect positif. Mais il introduit également plusieurs fragilités. Il mobilise ce que l'on appelle « l'effet de levier », c'est-à-dire la possibilité de prendre beaucoup de paris en ayant peu d'argent à soi, l'essentiel étant emprunté auprès des banques, quand elles ne jouent pas elles-mêmes le rôle du spéculateur, attirées par des perspectives de profits élevés. Jusqu'au jour où la spéculation échoue. Et là, non seulement le spéculateur a des problèmes, mais aussi toutes les banques qui lui ont beaucoup prêté. Et si ce sont les principales banques du pays, c'est toute l'économie qui se retrouve en danger. Le spéculateur introduit ainsi le risque systémique, la possibilité qu'une crise locale devienne une crise généralisée.

Pour l'expert du FMI Garry J. Schinasi, les produits dérivés lient les institutions financières dans un réseau opaque d'exposition aux risques, dont l'amplitude est à la fois forte, volatile et mal comprise aussi bien par les autorités publiques que par les acteurs financiers privés eux-mêmes. Ils

sont susceptibles de provoquer des crises financières dont les conséquences sur la croissance mondiale seraient aussi fortes que celles provoquées par des paniques financières et des crises bancaires. La crise des *subprimes* en a été la démonstration malheureuse.

Pourquoi ce qui n'aurait dû être qu'une crise immobilière états-unienne s'est-il transformé en une crise bancaire mondiale? Les banques commerciales, sachant très bien que ces crédits étaient risqués, se sont appuyées sur la titrisation pour les revendre à d'autres, après avoir empoché leurs commissions. En outre, sachant que les règles internationales de contrôle des risques les obligeaient à mettre du capital de côté pour couvrir de tels prêts risqués, ce qui est coûteux, elles ont pu, grâce à la titrisation, faire plus de business en contournant les règles prudentielles. Ce sont les banques d'affaires, les Lehman Brothers, Merrill Lynch et autres UBS qui ont acheté ces titres immobiliers. Pour en retirer le maximum, elles ont imaginé de les placer dans des « SPV », des *Special Purpose Vehicle*, des sociétés *ad hoc* sans foi ni loi, non régulées et prêtes à tout. Ces sociétés sollicitaient les investisseurs financiers en leur proposant des obligations dont le remboursement était garanti par leur portefeuille de crédits immobiliers, voire par un mélange de ces crédits avec d'autres crédits titrisés (prêts aux étudiants, prêts à la consommation...), créant du même coup un réseau toujours plus opaque de distribution des risques dans toute la finance mondiale.

Et la chaîne ne s'arrête pas là. Certains investisseurs, sentant bien que ces produits financiers dont la valeur reposait sur des crédits immobiliers risqués n'étaient pas nets, ont acheté des protections, des polices d'assurance, contre le risque de non-remboursement. Parmi ces investisseurs, des banques européennes, qui rêvaient de développer les mêmes pratiques que leurs consœurs états-uniennes et achetaient des produits risqués tout en se couvrant. Les yeux brillants des primes à toucher, les assureurs, comme American International Group (AIG), deuxième compagnie d'assurance mondiale, ont vendu de la protection par l'intermédiaire de produits dérivés particuliers, les *Credit Default Swaps* (CDS) en veux-tu en voilà, sachant très bien qu'ils prenaient de gros risques en cas de retournement du marché immobilier. Incapables de faire face à leurs engagements, ils ont fini par être nationalisés, dépecés et revendus, comme AIG, ou revendus directement entre acteurs privés, comme cela a été le cas de CIFG, l'ex-filiale de la banque française Natixis.

Après que la crise ait éclaté en août 2007, tous ces acteurs financiers ont mis plusieurs mois à se rendre compte combien ils étaient reliés par une pelote de risques indémêlable. Ils ont commencé à devenir nerveux. Les banques, ne connaissant pas la situation des autres banques, sont devenues réticentes à se prêter entre elles. La Fed est intervenue pour fournir des liquidités et les rassurer. Certaines banques d'affaires ont commencé à ne plus inspirer confiance, comme Bear Stearns, et leurs cours boursiers ont chuté. Puis ce fut la faillite de Lehman Brothers à la mi-septembre 2008 et la panique qui s'en est suivie.

Une opacité accrue : les centres financiers *offshore* et la crise des *subprimes*

L'autre source d'opacité liée à la libéralisation financière tient au développement des paradis fiscaux, sur lequel elle s'est appuyée. D'après les données, incomplètes, dont on dispose, les paradis fiscaux représentent la moitié des activités internationales des banques (environ la moitié des dépôts et des crédits internationaux reçus et effectués par les banques proviennent et vont dans des paradis fiscaux) et concentrent un tiers des investissements directs à l'étranger des firmes, ce qui donne une image un peu bizarre de l'économie mondiale. Par exemple, les Bermudes reçoivent plus d'investissements des multinationales états-uniennes que la Chine, ou bien les résidents des Îles Vierges britanniques investissent plus en Chine que les États-Uniens et les Européens ! Ces images sont bien entendues factices, elles résultent du fait que les multinationales se servent des paradis fiscaux pour établir des filiales qui vont aller investir ailleurs : peu taxées par définition, ce sont elles qui feront le plus de profits dans le groupe. Idem pour les transactions financières, les paradis fiscaux servant à contourner les règles publiques, éviter de payer des impôts ou cacher le produit d'activités illicites, le tout accroissant encore le flou quant à la circulation des capitaux.

Au-delà des avantages fiscaux qu'ils procurent, certains paradis le sont également en termes réglementaires. Les établissements financiers s'y installent alors pour mener leurs opérations de prises de risques en toute opacité. Ces centres financiers *offshore* n'ont pas été l'agent principal de la crise financière actuelle. Mais ils y ont joué un rôle primordial. Selon une analyse menée avec le chercheur Ronen Palan et le comptable Richard Murphy et dont les résultats seront publiés au courant de 2009 par Cornell University Press, nous avons pu établir combien ces centres *offshore* participent précisément à l'instabilité financière actuelle.

Ainsi, pour donner quelques exemples, la toute première banque à faire faillite dans cette crise et à être nationalisée a été la britannique Northern Rock. Sa dette était dissimulée dans une filiale, Granite, établie à Jersey. La première banque d'affaires à faire faillite aux États-Unis a été Bear Stearns du fait de paris perdus par ses fonds spéculatifs établis pour partie aux îles Caïmans et pour partie à Dublin. La banque allemande Hypo Real Estate a également dû ses déboires aux activités hasardeuses de sa filiale en Irlande. La Banque Fortis comptait plus de 300 filiales dans les paradis fiscaux. Un rapport de l'équivalent de la Cour des comptes états-unienne a souligné qu'une partie du système bancaire de l'ombre, les fameux SPV – *Special Purpose Vehicle*, des sociétés *ad hoc* très opaques –, dans lesquels étaient logés les risques liés aux *subprimes*, étaient enregistrés aux îles Caïmans.

La libéralisation a fait de la finance internationale ce que la chercheuse britannique Susan Strange appelait une zone de non régulation (*ungovernance*) de l'économie mondiale : plus aucun acteur, public ou privé, ne peut véritablement y assurer la maîtrise des risques qui s'y développent. Qu'a montré d'autre la crise des *subprimes*? Le contrôle de la circulation mondiale des capitaux est ainsi devenu extrêmement difficile : le manque d'information sur les activités des grands établissements financiers mondiaux rend complexe de savoir ce qui est susceptible d'alimenter ou non le financement de telle ou telle économie. Cette perte de connaissance amène soit à être surpris par un manque de crédit nécessaire pour alimenter une reprise économique, soit à constater *ex post* que tel pays ou tel secteur a connu une arrivée trop massive de capitaux risquant de se transformer en krach financier. La libéralisation a de plus permis une montée en puissance des

activités illicites, de l'évasion et de la fraude fiscale à grande échelle : la finance internationale représente désormais une grosse part d'ombre de la mondialisation.

Il aura fallu des crises financières, des croissances brisées, des emplois perdus. L'année 2009 en est l'une des pires expressions. Mais ce bilan, calamiteux, a définitivement cassé le consensus en faveur de la libéralisation financière. C'est l'un des mouvements les plus forts dans la remise en cause du libéralisme.

Bibliographie

Chavagneux, Christian. (2009). *Les dernières heures du libéralisme*, 2^{ème} édition, Perrin.

Palan, Ronen, Richard Murphy et Christian Chavagneux. (2009). *Tax havens : At the heart of globalization*, Cornell University Press, à paraître.

Reinhart, Carmen M. et Kenneth S. Rogoff. (2008). « Banking crisis : an equal opportunity menace », *NBER Working Paper*, n° 14587, décembre.

Schinasi, Garry J. (2006). *Safeguarding Financial Stability. Theory and Practice*, International Monetary Fund.

ⁱ Voir la bibliographie à la fin de cet article.

ⁱⁱ Les sicav sont des fonds de placement collectif.

ⁱⁱⁱ Le CAC 40 est un indice de la Bourse de Paris.

