

Les mythes de la déréglementation néolibérale
The Myths of Neoliberal Deregulation
Los mitos de la desregulación neoliberal

Leo Panitch and Martijn Konings

Number 52, Winter 2012

Le renouvellement de la sociologie historique marxiste des relations internationales

URI: <https://id.erudit.org/iderudit/1017278ar>

DOI: <https://doi.org/10.7202/1017278ar>

[See table of contents](#)

Publisher(s)

Athéna éditions

ISSN

0831-1048 (print)

1923-5771 (digital)

[Explore this journal](#)

Cite this article

Panitch, L. & Konings, M. (2012). Les mythes de la déréglementation néolibérale. *Cahiers de recherche sociologique*, (52), 87–103.
<https://doi.org/10.7202/1017278ar>

Article abstract

If a single root cause has predominated in explanations of the current global financial crisis, it is “deregulation”. Lack of state oversight of financial markets is widely cited as having permitted the perilous over-leveraging of financial institutions, based on weakly securitized debt, that has brought about the present debacle. This diagnosis of the cause of the crisis also steers towards a particular solution: if deregulation allowed markets to get out of control, then we must look to re-regulation as the way out. The authors’s argument seeks to underscore the limitations of the “deregulation thesis”. The authors propose a new approach to the financial crisis in the context of the contradictions of the contemporary neoliberal American State.

Les mythes de la déréglementation néolibérale¹

LEO PANITCH ET MARTIJN KONINGS

Une cause fondamentale prévaut dans les explications de la crise financière mondiale actuelle: la «déréglementation». On note presque partout – non seulement dans les pages de la presse financière, mais aussi chez les commentateurs de gauche – que le manque de surveillance étatique des marchés financiers a permis aux institutions financières basées sur des dettes fragilement titrisées d’acquérir une marge de manœuvre démesurée, entraînant la débâcle actuelle. De ce diagnostic des causes de la crise découle une solution en particulier: si les marchés sont devenus incontrôlables dans la foulée de la déréglementation, la sortie de crise doit passer par le chemin de la re-réglementation. Dans cet ordre d’idée, Will Hutton conçoit la crise des prêts à haut risque (*subprimes*) comme le résultat de décennies de politiques de laissez-faire qui ont entraîné une croissance et une instabilité financière excessives; maintenant que «le capitalisme financier anglo-saxon a encaissé un revers fondamental», il anticipe et espère un retour des politiques régulatrices keynésiennes. Eric Helleiner souhaite également que: «la crise nous poussera peut-être vers un ordre financier mondial plus décentralisé et re-réglementé [...] plus compatible avec des formes diverses de capitalisme [...] moins associé à un ensemble entièrement libéral de règles autour du mouvement du capital et des services financiers». En contraste, l’analyse

.....
1. Cet article est une adaptation de «The Political Economy of the Subprime Crisis», coécrit avec Sam Gindin et Scott Aquanno, le nouveau chapitre de conclusion de Leo Panitch et Martijn Konings (dir.), *American Empire and the Political Economy of Global Finance*, 2^e éd, New York/Basingtoke, Palgrave, 2009.

de Robin Blackburn souligne que «la financiarisation a vu le jour dans un monde plutôt fortement réglementé», et il se demande également si «plus de réglementations, et de meilleures», bien que nécessaires, seront «suffisantes». Toutefois, son explication de la crise met l'accent principalement sur des innovations financières endémiques à l'intérieur d'un système bancaire virtuel non réglementé².

Chez plusieurs auteurs, on doit cette insistance sur la déréglementation pour expliquer la crise actuelle à une conception polanyienne des limites changeantes entre État et marché. Cette conception avance l'idée d'un «désencastrement» des marchés vis-à-vis de l'État. De ce point de vue, nous serions peut-être à l'heure actuelle témoins du début d'un mouvement de «ré-encastrement» du marché à l'intérieur de normes publiques et d'institutions régulatrices. Comme l'écrivait récemment Robert Wade:

Les réponses gouvernementales à la crise suggèrent que nous sommes entrés dans la deuxième étape du «double mouvement» de Polanyi, un mode d'opération récurrent dans le capitalisme par lequel (en simplifiant) un régime de libres marchés et de marchandisation croissante génère tellement de souffrances et de déplacements qu'il suscite des tentatives d'imposer une réglementation de plus près des marchés et une dé-marchandisation³.

Le problème majeur de cette perspective réside dans sa tendance à analyser les dynamiques financières des décennies précédentes selon l'auto-représentation hégémonique de cette époque – c'est-à-dire selon les doctrines clés de l'idéologie néolibérale: le retrait des institutions publiques de la vie sociale et économique et le retour à une époque prékeynésienne de non-intervention. Cependant, seule une lecture superficielle et stylisée peut en arriver à postuler que l'État était en retrait. Les *pratiques* néolibérales n'ont pas entraîné un retrait institutionnel, mais plutôt une expansion et une consolidation des réseaux de liens institutionnels qui ont soutenu le pouvoir impérial de la finance américaine. Bien entendu, c'est maintenant un lieu commun que de remarquer qu'on ne devrait pas concevoir les États et les marchés comme réellement opposés les uns aux autres, mais, à de rares exceptions près, on formule ces remarques pour la forme et l'idée que l'expansion financière s'est accompagnée d'une atténuation de l'État guide toujours la plupart des recherches. Un exposé concret des multiples façons dont l'État américain et les marchés financiers se constituent mutuellement doit nécessairement mener à la conclusion que ces discours ne représentent pas adéquatement les effets pratiques des idéologies néolibérales. Le néolibéralisme et l'expansion

2. Will Hutton, «The US took action in the face of the crisis», *Observer*, 21 septembre 2008; Eric Helleiner, «The return of regulation», *Globe and Mail*, 18 septembre 2008; Robin Blackburn, «The Subprime Crisis», *New Left Review*, n° 50, mars-avril 2008.

3. Robert Wade, «Financial Regime Change?», *New Left Review*, n° 53, septembre-octobre 2008, p. 6.

financière n'ont pas détaché le marché de son contexte social ; ils ont plutôt encastré les formes et les principes financiers encore plus profondément dans le tissu social américain.

Il ne s'agit pas de nier que les changements dans le mode de réglementation ont joué un rôle important dans les développements ayant mené à la crise ; il s'agit plutôt de noter qu'on devrait situer ces changements à l'intérieur d'un contexte plus large de relations de classe financiarisées. La « déréglementation » n'est pas seulement le résultat d'engagements idéologiques envers le néolibéralisme. Elle découle aussi bien d'une série de décisions pragmatiques, prises selon les exigences du moment, de retirer les barrières légales qui freinaient des dynamiques financières déjà sur une lancée décisive à l'intérieur des vieilles formes de réglementation ; cela s'applique amplement à l'abrogation du *Glass-Steagall Act* par l'administration Clinton. De plus, même en tenant compte du retrait de quelques restrictions, le fait demeurait que :

Les marchés financiers américains sont presque assurément les marchés les plus réglementés de l'histoire, si on mesure la réglementation au volume (nombre de pages) de règles, probablement aussi si on mesure l'ampleur de la surveillance, et possiblement aussi si on tient compte de la vigueur de la mise en application⁴.

Les réglementations « bénéfiques »

Plutôt que de concevoir les relations entre État et marché durant l'ère néolibérale en termes de déréglementation, il serait peut-être plus avantageux de retracer les chemins empruntés par le développement de la financiarisation à travers les corps réglementaires anciens et nouveaux. Déjà dans les années 1960, on voyait poindre à l'horizon la titrisation des activités bancaires commerciales et l'expansion des activités bancaires d'investissements, notamment dans la croissance du marché des eurodollars et la création des premiers modèles informatiques fiables d'analyse des risques financiers. La crise bancaire de 1966, les plaintes des fonds de pension contre les coûts de courtage fixes, la série de scandales à Wall Street ; tous ces phénomènes indiquèrent que, sous les encouragements explicites de l'État, le terrain de jeu de la finance américaine s'était agrandi bien au-delà de ce que pouvaient contenir les réglementations héritées du *New Deal*. Les pressions culminèrent dans le « Big Bang » de Wall Street en 1975. Pendant ce temps, l'effondrement du système de taux de change fixe de Bretton Woods, dû aux pressions de l'inflation sur le dollar tout comme à la croissance du commerce et des investissements internationaux, participa au lancement de la révolution

4. Donald Mackenzie, « Opening the Black Box of American Finance », *Review of International Political Economy*, vol. 12, n° 4, 2005, p. 569.

des produits financiers dérivés au moment où la demande augmentait pour la couverture de risque par l'échange de contrats à terme et d'options sur les taux de change et sur les taux d'intérêt pour les titres gouvernementaux et privés. La création de la *Commodity Futures Trading Commission* (CFTC) en 1974 témoignait d'une volonté de réglementer les produits dérivés. On cherchait à faciliter leur développement pour combler la demande croissante pour l'étalement et la couverture des risques dans les marchés en expansion du crédit et des devises. Leo Melamed, qui (avec l'aide de Milton Friedman) mena la Bourse de commerce de Chicago dans le développement du marché des contrats à terme sur les devises, a reconnu explicitement que la CFTC serait: «bénéfique à la croissance de nos marchés. Nos plans pour de nouveaux instruments financiers de contrats à terme étaient ambitieux, et un sceau d'approbation fédéral pouvait grandement les aider⁵.» Ce n'est pas l'idéologie néolibérale qui a brisé l'ancien système de réglementations financières. Ce sont plutôt les contradictions qui ont émergé à l'intérieur même de ce système. Les agences étatiques comme la CFTC promouvaient avec enthousiasme l'étalement de la couverture de risque par des acteurs privés qui développaient, investissaient et spéculaient dans les produits dérivés. On adopta l'attitude du «pourquoi pas?», ouvrant ainsi la voie à l'autorégulation et à l'innovation. Cette approche se confirma en 1978, lorsque le Trésor en arriva à la conclusion que l'échange de produits dérivés sur les bons du Trésor américain, mis en marché par la *New York Fed*, aiderait à stabiliser et à augmenter les participations à la dette américaine⁶.

Dans les années 1980, alors que les marchés financiers prenaient de l'expansion aux États-Unis et dans le monde, le concept de commerce de risque ne resta pas confiné seulement aux taux de change et aux taux d'intérêt, mais s'étendit à toutes les formes de crédit. De plus en plus, les institutions financières s'échangeaient «en vente libre» de nouveaux types de contrats de produits dérivés, comme les dérivés sur événement de crédit. Une loi de l'administration Clinton en 1993 confirma la réticence de la CFTC, de la Réserve fédérale et de la *Securities and Exchange Commission* à ralentir ce développement. Cette loi exemptait une série de swaps et d'instruments hybrides de produits dérivés de toute forme de réglementation. Dans la foulée de la crise du fonds spéculatif *Long-Term Capital Management* en 1998, la présidente de la CFTC, Brooksley Born, émit la mise en garde suivante: «cet épisode devrait sonner l'alarme à propos des risques inconnus que le marché des

5. Leo Melamed, *Leo Melamed on the Markets*, New York, John Wiley and Sons, 1992, p. 10; Bob Tamarkin, *The Merc: The Emergence of a Global Financial Powerhouse*, New York, Harper Business 1993, p. 217.

6. Charles Seeger, «The Development of Congressional Concern about Financial Futures Markets», dans Anne Peck (dir.), *Futures Markets: Regulatory Issues*, Washington DC, American Enterprise Institute for Public Policy Research, 1985, p. 12-14.

produits dérivés en vente libre pourrait poser à l'économie américaine et à la stabilité financière dans le monde». Mais les tentatives de Born d'obtenir une loi permettant à la CFTC d'enquêter sur ce marché se butèrent à une opposition féroce de la part de Rubin, Summers et Greenspan au Trésor et à la Réserve fédérale, ainsi que de sénateurs comme Phil Gramm, lui qui était à la solde d'Enron. « Il n'est pas nécessaire de réglementer des transactions de produits dérivés négociées par des professionnels, déclara Greenspan. La réglementation qui ne sert pas de but utile entrave l'efficacité des marchés à augmenter le niveau de vie⁷. » Derrière ces « remèdes doctrinaires » néolibéraux se cachait la peur de provoquer une crise si l'on commençait à réglementer les swaps de produits dérivés en vente libre ; cela créerait une incertitude légale autour des trillions de dollars de contrats impliqués, comme l'affirma le rapport du *President's Working Group on Financial Markets* de 1999, dont Larry Summers était le principal auteur⁸.

L'adoption du *Commodity Futures Modernization Act* eut lieu dans les derniers mois de l'administration Clinton, alors que Summers était maintenant secrétaire au Trésor. Cette nouvelle loi consolida les exemptions dont bénéficiaient les produits dérivés dans la loi de 1993. Tandis que Rubin retourna à Wall Street (déménageant de chez Goldman Sachs vers Citi), le transfert de Summers à la présidence de Harvard aurait pu suggérer une plus grande indépendance envers le capital financier. Sa nomination comme « Conseiller économique principal » dans l'administration Obama semblait donc faire contraste avec le pipeline qui liait Wall Street, et surtout Goldman Sachs, au Trésor et à la Maison-Blanche sous les administrations Clinton et Bush. Néanmoins, le 4 avril 2009, le *Washington Post* révéla qu'en 2008, Summers « récolta environ 5,2 millions de dollars en compensation du fonds spéculatif D. E. Shaw, et plus de 2,7 millions de dollars en frais de conférence de la part de nombreuses firmes de Wall Street inquiètes, ainsi que d'autres organisations ». Ce qui s'offrait ainsi à nos yeux, c'était l'entrelacement complexe des carrières et des intérêts publics et privés sous-tendant la relation entre les institutions étatiques et celles du marché, toutes engagées dans la promotion de la financiarisation.

7. Brooksley Born, « International Regulatory Responses to Derivatives Crises: The Role of the US Commodity Futures Trading Commission », *Northwestern Journal of International Law and Business*, vol. 21, n° 3, 2001; Anthony Faiola et al., « The Crash: What Went Wrong? », *Washington Post*, 15 octobre 2008.

8. Larry Summers, Arthur Levitt, Alan Greenspan et William Rainer, *Report of the President's Working Group on Financial Markets*, novembre 1999. Dans son mémoire, Robert Rubin déclare que son expérience chez Goldman Sachs lui a enseigné qu'il existait des « situations dans lesquelles les produits dérivés exerçaient une pression additionnelle sur des marchés volatils [et que] plusieurs personnes qui usaient de produits dérivés ne comprenaient pas entièrement les risques qu'ils prenaient », mais que Summers « pensait que j'étais trop inquiet du risque des produits dérivés ». Rubin n'explique pas pourquoi ce sont les vues de Summers qui ont prévalu. Robert Rubin et Jacob Weisberg, *In an Uncertain World: Tough Choices from Wall Street to Washington*, New York, Random House, 2003, p. 287-288.

Capital et empire

La financiarisation a fonctionné de nombreuses façons différentes pour pousser vers l'avant l'expansionnisme américano-impérial des années 1990 et du début des années 2000. Dans une économie globale complexe, le développement de marchés titrisés et l'internationalisation de la finance américaine ont généré des formes d'assurance contre les risques. L'absence de celles-ci aurait freiné l'accumulation de façon significative. De plus, la prédominance mondiale des institutions financières américaines a contribué à la mobilisation de crédits internationaux bon marché pour l'économie américaine, qui a ainsi pu remplir son rôle de « plus important consommateur du monde », au moment même où le capital américain s'écoulait vers l'étranger sous forme d'investissement direct à l'étranger et de dépenses militaires. Le dollar américain a fait office de réserve de valeur et de moyen d'échange clé, tandis que les bons du Trésor américains sont devenus les moyens standards de calculer la valeur dans l'économie mondiale en général. Comme nous allons le voir, la financiarisation a également joué un rôle vital sur le plan national, à la fois en intégrant les classes subordonnées dans un réseau de relations financières grâce aux pensions privées, au crédit à la consommation et aux hypothèques, et également en soutenant la demande des consommateurs dans un contexte de stagnation des salaires et de limitations à l'État-providence.

Mais malgré la relation fonctionnelle qu'elle entretenait avec le pouvoir impérial, la financiarisation a aussi engendré de nouvelles contradictions. Tandis que l'inflation des actifs allait beaucoup plus dans le sens des objectifs du capital américain que l'inflation des prix à la consommation des décennies précédentes, il s'agissait également d'un processus responsable d'une énorme volatilité. L'émergence et l'éclatement de bulles financières devinrent des éléments courants du système, le succès des interventions étatiques pour les contenir renforça l'impression que l'on pourrait gérer celles qui étaient à venir. Le rôle hautement proactif de Washington dans l'endigement des crises financières nationales et internationales à partir des années 1980 constitua sans doute la démonstration la plus concrète que le soi-disant retrait de l'État des marchés était une illusion idéologique. Si les politiques néolibérales ont engendré une grande quantité d'activités financières, l'effet net n'en fut pas de subordonner les compétences étatiques aux forces du marché, mais plutôt de rendre les interventions politiques encore plus nécessaires – au premier chef pour éteindre les incendies allumés par la volatilité financière – et plus faisables. La financiarisation a étendu le rôle de l'État américain à la fois directement et de façon multilatérale, en dépit qu'elle ait aussi étendu la marge de manœuvre stratégique disponible pour le capi-

tal. Le résultat fut la construction étape par étape d'un régime « trop gros pour échouer », dans lequel les intermédiaires, si grands et interreliés que leur chute entraînerait avec elle un pan considérable du système, pouvaient compter sur l'État américain et surtout le Trésor pour venir à la rescousse.

Les interventions économiques répétées de l'État américain, bien que dictées par les exigences du moment, ne furent jamais aussi contingentes et exceptionnelles que le laissaient croire leurs descriptions officielles. Au contraire, elles faisaient partie intégrante des pratiques politiques distinctes de l'ère néolibérale. La Réserve fédérale et le Trésor, confrontés à une volatilité financière constante et à des crises intermittentes, ont développé une série de compétences institutionnelles pour leur faire face. Mais on ne devrait pas concevoir ces compétences institutionnelles comme se tenant au-dessus du monde financier qu'elles réglementaient; elles se mêlaient plutôt à ses contradictions. Le rôle plus accru de l'État, incluant les pratiques discriminatoires de renflouement des banques du Nord en crise de liquidités tout en imposant discipline et austérité au Sud global, a construit un « aléa moral » tout en générant de l'innovation et une expansion financière. Bien qu'on qualifie souvent les politiques « trop grosses pour échouer » de dernier recours, indiquant par là le manque essentiel de cohérence du néolibéralisme, il n'en demeure pas moins que les moments où le gouvernement américain mena la charge en s'imposant pour contenir des crises financières n'étaient pas l'exception mais bien la règle. En ce sens, les interventions massives des administrations Bush et Obama au cours de la crise actuelle sont simplement la culmination de la longue série d'interventions qui ont marqué l'ère néolibérale.

Hypothéquer la Great Society

On ne peut comprendre la crise sans d'abord en saisir les racines nationales. Celles-ci reposent dans les réseaux de pouvoir financiarisé qui ont assujéti la classe moyenne et la classe ouvrière américaine à un régime d'endettement. Limités dans ce qu'ils pouvaient retirer de leur travail après les revers subis par le mouvement syndical dans les années 1970-1980, les travailleurs américains ont été entraînés dans la logique de l'inflation des actifs de l'ère de la finance néolibérale non seulement en raison de l'investissement institutionnel de leurs pensions, mais également par l'entremise de leur actif majeur: la maison familiale. Au moment où les programmes de dépenses publiques de la « *Great Society* » des années 1960 se butèrent aux gonflements des budgets militaires et aux appels pour des politiques contre l'inflation dans le but de soutenir le dollar, les marchés financiers furent déployés pour résoudre les

problèmes sociaux, comme la crise du logement dans les villes américaines. Sous l'administration Carter, le *Community Reinvestment Act* de 1977 requérait que Freddie Mac et Fannie Mae garantissent les prêts hypothécaires faits par des banques dans les communautés pauvres. Cela ouvrit le marché des créances hypothécaires pour le logement des familles à faible revenu. L'une des grandes ironies des mouvements féministes et des droits civils réside dans le fait qu'au moment où les pressions sociales se traduisaient par le développement de modèles de risques non racistes et non sexistes par les banques et les compagnies de crédit – créant une plus grande égalité d'occasion d'endettement – celles-ci assujettissaient ainsi de plus en plus de gens aux modes de discipline et de crise des marchés financiers contemporains.

Ces politiques n'ont pas seulement présidé à l'élan du marché hypothécaire et à l'augmentation des taux de propriété; elles ont également mis en place l'infrastructure qui a sous-tendu la croissance spectaculaire de l'endettement des ménages au cours des décennies suivantes. L'ère du néolibéralisme n'a pas entraîné une détérioration absolue du niveau de vie pour la plupart des ménages et des travailleurs: l'accumulation de l'endettement des ménages et l'intensification du travail ont soutenu de hauts niveaux de consommation – plus de membres de la famille travaillant de plus longues heures, dans des conditions plus difficiles, assujettis à la pression du paiement des dettes. Les effets inégalitaires des politiques néolibérales ont incité les Américains à prendre leurs décisions financières en fonction de la croyance que la propriété était sans risque et garantissait une hausse annuelle de la valeur résiduelle de leur maison; officiellement, on a beaucoup encouragé de telles attitudes. À partir des années 1980, alors que l'administration Reagan accélérait son assaut contre les droits des travailleurs et les prestations publiques, les propriétaires de maison commencèrent à encaisser «l'effet de richesse» de la hausse de la valeur des propriétés, en utilisant des moyens comme les marges de crédit sur la valeur des propriétés (*Home Equity Lines of Credit*). La restructuration du secteur hypothécaire basée sur la titrisation, dans la foulée de la crise de l'épargne et des prêts de 1984, a établi le lien entre la consommation et les valeurs immobilières; cela s'est combiné au charme éternel de l'idée d'être propriétaire de sa maison pour créer une spirale grandissante de hausse de la demande et des prix des maisons.

Les marchés des hypothèques titrisées prirent leur envol après la récession du début des années 1990. L'administration Clinton promouvait ouvertement des solutions de rechange marchandes au revenu public, dans le but de «mettre un terme à l'assistance sociale telle que nous la connaissons». Il s'agissait d'intégrer les communautés ouvrières noire et hispanique dans les

marchés immobiliers dominants. Le flot de nouveaux acheteurs (et de spéculateurs) soutint une hausse constante des prix des maisons. Dans la foulée de la crise financière asiatique et de l'effondrement du boom « .com », qui ont diminué la sécurité offerte par le marché boursier aux investissements et aux fonds de pension, le marché immobilier est devenu une source de richesse clé pour beaucoup de salariés américains. Pourtant, la réalisation du rêve américain d'être propriétaire de sa maison n'était possible à cette échelle que parce que des intermédiaires financiers créaient frénétiquement de l'endettement hypothécaire des ménages pour le combiner en « lots » et le revendre dans le marché du crédit structuré. Déjà bien en selle pendant les années 1990, cette tendance s'est vue bonifiée lorsque la Réserve fédérale a baissé les taux d'intérêts dans la foulée de l'effondrement du .com et du 11 septembre 2001. Les banques commerciales sont entrées en concurrence pour prolonger les hypothèques résidentielles dans le but de les mettre en lots et de les transférer aux banques d'investissements. Les prêteurs devinrent de plus en plus des courroies de transmission, transférant les dettes aux marchés financiers. De telles procédures de titrisation ont permis aux banques de toucher de nouvelles formes de revenus alors qu'elles étaient aux prises avec une diminution des revenus provenant de leurs services traditionnels. La possibilité de facturer des coûts sur des dettes qu'on peut ensuite retirer du bilan a rendu les banques plus enclines à prendre des risques avec des ménages à faible revenu. Entre 1990 et 2006, le montant de la dette résidentielle détenue par les émetteurs de titres de créance est passé de 55 milliards de dollars à 2117 milliards de dollars⁹.

La majeure partie de cet édifice d'obligations financières s'est construite à travers le « système bancaire virtuel ». Pour tirer profit de leurs ressources et augmenter leur capacité à prêter, les banques ont de plus en plus transféré leurs engagements vers les fameux *Special Investment Vehicles* (SIV), qui n'étaient pas du ressort réglementaire de la Réserve fédérale. Le système bancaire virtuel ouvrait sur le monde plus vaste de la finance structurée: titres de créances, produits dérivés basés sur ces derniers, autres produits dérivés basés sur ces produits dérivés, et une infinie variété d'instruments d'assurance. Il ne fait aucun doute que si la Réserve fédérale avait voulu, elle aurait pu faire plus d'efforts pour imposer une réglementation limitant la prolifération des obligations financières hors bilan. Mais Greenspan a choisi de ne pas le faire. Comme il l'a affirmé en 2005: « les technologies de traitement d'information ont permis aux créanciers d'atteindre un degré d'efficacité important dans la collecte et l'assimilation des données nécessaires à évaluer le risque ».

9. US Census Bureau, *Statistical Abstracts of the United States*, 2008.

Lorsque combiné aux équations de risque des modèles de pointage de crédit, ces instruments assuraient que « là où des demandes de crédit de demandeurs marginaux auraient tout simplement été rejetées, les prêteurs sont maintenant en mesure de juger avec efficacité les risques posés par des demandeurs individuels et d'apposer un juste prix sur ces risques ». Ce sont ces améliorations qui ont « mené à une croissance rapide des prêts hypothécaires à haut risque (*subprimes*) ». Le grand accomplissement de « l'innovation et du changement structurel dans l'industrie des services financiers [a été] de fournir l'accès à la vaste majorité des consommateurs, incluant ceux avec des moyens limités¹⁰ ».

La transformation des dettes – non seulement les hypothèques, mais aussi les cartes de crédit, les prêts étudiants, etc. – en titres de créance est devenue une source centrale de création de liquidité pour le capitalisme américain, générant un fouillis de produits dérivés et d'instruments titrisés qui se sont répandus rapidement dans les livres d'une panoplie d'institutions, incluant les grandes banques d'investissement et les grandes compagnies d'assurances new-yorkaises. Les sphères de la haute et de la basse finance sont devenues intimement entremêlées dans ce mélange volatil de finance et de pauvreté.

On peut relier directement les problèmes du marché immobilier résidentiel à l'augmentation du fardeau de paiement des ménages. À court terme, les Américains ont réussi à gérer la pression en refinançant à des taux attrayants, mais cela, bien sûr, n'a fait qu'augmenter davantage le fardeau structurel. Tandis que les familles ont atteint leurs limites en augmentant continuellement leur total d'heures travaillées, le revenu médian réel des Américains a continué sa chute après le déclin de 2001. Étant donné la saturation du marché de la classe moyenne, les compagnies de prêts hypothécaires ont commencé à structurer des prêts pour attraper les ménages pauvres, en offrant des taux hypothécaires ajustables comprenant de bas taux « allumeurs » pour une période initiale de deux ans. En 2006, les prêts à haut risque (*subprimes*) comptaient pour 28 % des hypothèques totales aux États-Unis, et les titres d'hypothèques *subprimes* formaient la plus grande composante du marché américain de titres de créances¹¹. Pendant ce temps, dans un contexte de guerre en Irak et en Afghanistan et d'une économie en déclin, la Réserve fédérale manœuvrait pour soutenir un dollar chancelant en haussant les taux d'intérêt de 4 points de pourcentage entre le milieu de l'année 2004 et le milieu de l'année 2006; cela se traduit par une hausse des primes d'intérêt sur les émissions de prêts à haut

10. Alan Greenspan, Federal Reserve System, Community Affairs Research Conference, Washington DC, 8 avril 2005.

11. Karen Waever, « US Asset-Backed Securities Market: Review and Outlook », Deutsche Bank, *Global Securitization and Structured Finance 2008*, tableau 3.

risque (*subprimes*). En 2006, le taux d'hypothèques *subprimes* impayées avait augmenté de 4%, en 2007, il frôlait les 17%¹².

Pendant l'été 2007, on entendait parler un peu partout de ménages devant de larges sommes et incapables de générer un revenu suffisant pour payer leurs dettes. On connaît la suite. Puisque le nombre de défauts de remboursement des prêts à haut risque augmentait, les investisseurs commencèrent à vendre leurs titres de créances à court terme (en papiers commerciaux), entraînant une crise de liquidités dans le marché des papiers commerciaux. Puisqu'un grand nombre de papiers arrivaient à terme et requéraient un refinancement, la pression sur les SIV augmenta, les forçant à vendre quelques actifs dans un mauvais marché tout en détenant des centaines de milliards de dollars de dettes titrisées à long terme dans leurs livres. Une «gangrène de la peur» commença à infecter les grandes banques lorsque les investisseurs prirent conscience qu'ils étaient plus vulnérables aux SIV qu'ils ne l'avaient prévu¹³. Ils commencèrent à thésauriser des liquidités, au moment où d'importantes revues à la baisse de leurs portefeuilles d'obligations adossées à des actifs (*CDO Collateral Debt Obligation*) rayèrent des centaines de milliards de dollars de leurs bilans. Ce type d'événements fut à la base des faillites de Bear Stearns et de Lehman Brothers.

Tandis que le malaise dans le marché hypothécaire se répandait à d'autres secteurs et entraînait un gel virtuel du marché des prêts interbancaires, les autorités tentèrent tout un attirail de politiques pour débloquer le système. Mais le manque persistant de liquidités sur les marchés, reflétant le manque de flots de revenus ainsi que l'insolvabilité fondamentale des institutions financières ainsi engendrée, étaient autant de manifestations de contradictions profondes. Les sauvetages et les garanties fournies par Paulson et Geithner ont jusqu'à maintenant empêché un effondrement systémique total, mais ils ont été incapables de débarrasser le système des mauvaises dettes et de restaurer la liquidité des marchés. Les estimations des pertes totales sur les actifs américains oscillent entre 2200 milliards de dollars (FMI) et 3600 milliards (Nouriel Roubini), ce dernier montant équivalant à 5 fois la valeur du premier TARP (*Troubled Asset Relief Program* ou Plan Paulson)¹⁴. Mais comme l'a clairement démontré l'apparent scandale des bonis payés aux patrons dans des firmes ayant bénéficié du plan de sauvetage, il est politiquement hasardeux pour l'État américain d'assumer une plus grande responsabilité pour les risques pris par les banques si les bénéfices restent dans des poches privées. Que la perspective d'une nationalisation des banques – à une échelle

12. US Census Bureau, *Statistical Abstracts of the United States, 2005-2007*.

13. Gillian Tett, «US Treasury hopes actions speak louder than words», *Financial Times*, 23 mars 2009.

14. Martin Wolf, «Why Obama's new Tarp will fail to rescue the banks», *Financial Times*, 10 février 2009.

beaucoup plus grande que celles déjà contemplées ou pratiquées par l'État américain – puisse avoir fait son chemin dans le discours public dominant est un résultat de cette tension inéluctable.

Nationalisation ?

Les commentateurs et les responsables politiques du courant dominant, dont Greenspan, ont commencé à contempler l'idée d'un contrôle public de parties importantes du système financier. Bien qu'ils trouvent l'idée de propriété publique répugnante en principe, beaucoup en viennent à reconnaître que les institutions sont nationalisées petit à petit. Les gérants des fonds spéculatifs ont demandé une approche plus cohérente à la nationalisation des banques – approche qui devrait toujours adhérer aux principes de base d'une économie de marché:

Si on considère une firme en faillite comme « trop grosse » pour mériter cet honneur, on devrait explicitement la nationaliser, à la fois pour limiter les effets sur les autres firmes et pour protéger les entrailles du système. On devrait déposséder ses actionnaires et remplacer son administration. Il faudrait vendre au plus offrant ses parties qui ont encore de la valeur en tant que firmes fonctionnelles – peut-être à une banque qui n'a pas été balayée par la bulle de crédit. On devrait ensuite liquider le reste dans des marchés calmes. Faisons ça, et pour tout le monde sauf la firme qui est à l'origine du dégât, la douleur s'apaisera probablement¹⁵.

Cela fait écho à l'argument voulant transformer les banques en service public, mis de l'avant le 17 septembre 2008 par un ancien membre du Comité des Politiques monétaires de la Banque d'Angleterre, Willem Buiter, sur son blogue du *Financial Times*:

Il existe un argument de longue date selon lequel il n'y a pas de véritable raison pour que les institutions bancaires qui prennent des dépôts soient propriété privée, parce qu'elles ne peuvent exister sans encombre sans une infrastructure de garantie des dépôts ou de prêteur de dernier ressort, qui est ultimement garantie par le contribuable... L'argument voulant qu'on ne puisse confier l'intermédiation financière au secteur privé peut maintenant s'étendre pour inclure les nouvelles formes de capitalisme financier orientées sur les transactions et basées sur les marchés de capitaux. Le risque d'une disparition soudaine à la fois des liquidités de marché pour des classes d'actifs financiers d'importance systématique et de liquidité de financement pour des firmes d'importance systématique pourrait bien être trop grand pour permettre aux entreprises privées de jouer le jeu. Il n'y a aucun doute que la socialisation de la plus grande partie de l'intermédiation financière serait coûteuse en matière de dynamisme et d'innovation, mais le risque d'instabilité étant trop grand et le coût de l'instabilité trop élevé, il pourrait bien valoir la peine d'assumer ces coûts. De la financiarisation de l'éco-

.....
15. Michael Lewis et David Einhorn, «How to Repair a Broken Financial World», *New York Times*, 3 janvier 2009.

nomie à la socialisation de la finance. Un petit pas pour les avocats, un grand pas pour l'humanité.

La logique de cet argument était convaincante. Mais comme les dispositions du gouvernement travailliste au Royaume-Uni de fournir du capital public en masse aux banques en octobre 2008 ont garanti que celles-ci « opéreraient toujours sur une base commerciale », et à une distance suffisante du contrôle gouvernemental, de même le Trésor américain se retint, sous Geithner comme sous Paulson, de prendre le contrôle direct des compagnies dont il était devenu l'actionnaire majoritaire¹⁶. Maintenir le vieil arrangement Washington-Wall Street comportait des pièges. Les représentants du Congrès qui avaient insisté pour que la renégociation des contrats des travailleurs automobiles soit la condition à remplir avant d'injecter l'argent public dans les entreprises automobiles sentirent que Geithner les avait placés dans une position intenable lorsqu'il fut rendu public que des membres de la direction d'AIG avaient reçu des millions en bonis – d'où la fureur populaire dont le secrétaire au Trésor fut l'objet en mars 2009.

Lorsque Geithner exposa finalement les détails du plan du Trésor à la fin du mois de mars 2009, il le présenta explicitement comme une nouvelle mouture des partenariats public-privés qui étaient devenus si courants sous le néolibéralisme. En prenant pour modèle le « *Resolution Trust Corporation* » gouvernemental pendant la crise de l'épargne et du crédit, cinq fonds de gestion d'actifs public-privés seraient mis sur pied, en utilisant le reste des fonds du TARP comme fonds propres et comme subventions sous la forme de prêts sans intérêt de la Réserve fédérale et du FDIC, pour mettre en place un marché pour les « actifs gérés en extinction » (*legacy assets*) (le nouveau nom que l'on donna aux prêts et aux produits dérivés hypothécaires toxiques). Martin Wolf a bien résumé l'essence du plan:

Selon le plan, le gouvernement fournit presque tout le financement et assume presque tout le risque, mais il utilise le secteur privé pour fixer le prix des actifs. En retour, les investisseurs privés obtiennent des récompenses – peut-être généreuses – basées sur leur performance par l'entremise de participation au capital, aux côtés du Trésor. Ceci me fait penser à un « plan pour secourir les fonds des vautours »¹⁷.

16. Philip Hampton et John Kingman, « Mandate to protect taxpayers' investment », *Financial Times*, 13 novembre 2008.

17. Martin Wolf, « Successful bank rescue still far away », *Financial Times*, 24 mars 2009. Voir aussi Tett, « Us Treasury hopes actions speak louder than words », et Edmund Andrews, Eric Dash et Graham Browley, « Toxic Asset Plan Foresees Big Subsidies for Investors », *New York Times*, 21 mars 2009.

Les nouveaux régulateurs

Les pratiques de l'ère néolibérale s'ancrent non seulement dans les idées hégémoniques d'Hayek ou de Friedman, mais aussi dans un réseau plus large de relations de pouvoir capitalistes, formées au fil de plusieurs décennies. La vitesse avec laquelle on remplace les doctrines néolibérales par un nouveau « bon sens » qui met l'accent sur une réglementation prudente devrait attirer notre attention sur le degré de continuité entre les pratiques qui les sous-tendent ; les deux discours servent à dissimuler les tensions économiques et sociales plus fondamentales produites au cours de l'ère néolibérale. Cette « harmonisation prématurée des contradictions sociales », pour emprunter la formule d'Ernst Bloch, fait grand écho. Le plaidoyer pour la réglementation joue un rôle important dans la réintégration d'une strate sociale en colère à l'intérieur d'un système économique marqué d'une vaste inégalité. Ce fut la notion voulant qu'il était possible d'universaliser les bénéfices de la richesse capitaliste qui motiva les campagnes de soutien pour sécuriser la « financiarisation à occasion égale » des années 1970. Depuis longtemps, on structure la « réforme » des institutions financières de manière à laisser le contrôle aux mains des élites financières qui ont exploité cette position à leur avantage. Il y a peu de raisons de supposer que le nouveau « bon sens » à propos des bénéfices d'une réglementation prudente fera exception à ce mode d'opération, à moins que ces nouvelles idées ne se joignent à une plus grande vague de fond de dissension et d'activisme.

L'indignation dirigée aujourd'hui à l'encontre de Wall Street rappelle une longue tradition de ressentiment populiste contre les financiers, et suggère que des éléments de cette tradition ont persisté aux côtés de l'intégration toujours plus importante des travailleurs dans des relations financières capitalistes. Pourtant, on a aussi utilisé le populisme, et ce de longue date, pour manipuler les sentiments anti-autoritaires des masses de manière à renforcer l'autorité politique ; *Fox News* personnifie aujourd'hui le curieux mélange d'individualisme et de conformisme de la société américaine, noté jadis par Tocqueville. Les élites américaines ont développé une capacité étonnante de se jouer de tels sentiments. Les suites de l'effondrement du « .com » illustrèrent amplement cette dialectique de tumulte et d'intégration, lorsque les pratiques de fraude répandues au sein des entreprises furent étalées au grand jour. La législation qui s'ensuivit offrit seulement un degré minimal de protection contre l'« Enronitis » et ne fit rien pour aider ceux et celles qui avaient perdu leur emploi et leur fonds de retraite¹⁸. Mais la vision d'une poi-

18. Susanne Soederberg, « A critique of the Diagnosis and Cure for «Enronitis»: The Sarbanes-Oxley Act and Neoliberal Governance of Corporate America », *Critical Sociology*, vol. 34, n° 5, 2008.

gnée de PDG arrêtés et menottés apaisa la grogne populaire, pendant que les élites financières continuaient à inventer des chaînes d'intermédiation dont elles étaient, comme auparavant, les principales bénéficiaires.

Avec la nouvelle crise, critiquer les financiers est maintenant chose commune. Alors qu'il luttait pour faire entériner son TARP par le Congrès, Paulson se sentit obligé d'avouer devant le Comité de la Chambre sur les services financiers (*House Financial Services Committee*) que «le peuple américain est en colère à propos des compensations versées aux hauts dirigeants, et il a raison». Cette déclaration valait son pesant d'or. Elle venait d'un homme qui était le PDG le mieux payé de tout Wall Street avant de se joindre au Trésor, recevant 38,3 millions de dollars annuellement en salaire, actions et options, en plus d'un bonus de 18,7 millions au milieu de l'année lors de son départ de Goldman Sachs, et d'un «allègement fiscal» estimé à 200 millions sur la vente de presque 500 millions de dollars d'actions qu'il possédait dans l'entreprise (pour éviter des «conflits d'intérêts» dans son nouvel emploi)¹⁹. En l'absence d'une bureaucratie d'État traditionnelle, les juristes et financiers dominants du secteur privé se sont longtemps promenés entre Wall Street et Washington, agissant dans une sphère pour introduire de nouvelles réglementations «dans l'intérêt public», alors qu'ils se spécialisent dans l'autre sphère à identifier les lacunes dans la réglementation afin d'en tirer avantage. Ils se sont montrés aptes à pacifier les explosions de mécontentement populaire entraînées par les crises et les scandales financiers en promettant de nouveaux cadres réglementaires et des processus de «codification, institutionnalisation et judiciarisation» qui servent en fait à jeter les fondements pour une croissance accrue du capital financier²⁰.

Reconnaissant devant les audiences du Congrès que les plans de compensation exorbitants de Wall Street étaient un «problème sérieux», Paulson ajouta du même souffle que: «nous devons trouver une manière d'aborder cela dans la loi *sans miner l'efficacité du programme*²¹». Six mois plus tard, Obama lançait un appel identique, lorsque le plan de son secrétaire au Trésor pour réaliser un effet de levier sur les investissements privés avec d'énormes fonds publics était dévoilé sur fond d'indignation de masse à propos des bonis d'AIG. «Vous avez ici une situation assez flagrante qui fâche les gens, dit Obama. Alors, essayons de voir s'il existe des manières de faire cela qui sont à la fois légales, constitutionnelles, qui respectent nos principes d'équité de base, mais qui ne nous empêchent pas de remettre le système bancaire sur

19. David Stout, «Paulson Gives Way on CEO Pay», *The New York Times*, 24 septembre 2008; Simon Bowers, «Wall Street Man», *Guardian*, 26 septembre 2008.

20. Michael Moran, *The Politics of Financial Services Revolution: The USA, UK and Japan*, New York, 1991, p. 13.

21. Cité dans Stout, «Paulson Gives Way», nos italiques.

les rails²². » Ici, le « mais » dit tout à propos de la nécessité d'outrepasser la justice sociale dans le but de retourner à la routine du « *business as usual* ».

Le sauvetage des banquiers mondiaux

Dans la foulée du scandale de mars 2009 à propos des bonis de plus de 165 millions de dollars payés aux dirigeants d'AIG, les commentateurs critiques ont commencé à noter que cela représentait « moins de 0,1 % — un millième — des 183 milliards de dollars que le Trésor américain a donné à AIG comme “*pass-through*”²³ à ses contreparties²⁴ ». Un autre commentateur parla de « moment Katrina », à propos des évasions publiques offertes par Summers, le nouveau conseiller économique en chef d'Obama, sur les « contreparties » qu'AIG avait remboursées. Pourtant:

au moment même où Summers s'exprimait, AIG confirmait tardivement ce qu'il ne confirmerait pas. AIG avait essentiellement blanchi ses 170 milliards de dollars en argent des contribuables en remboursant ses partenaires imprudents de jeu et d'avidité, de Goldman Sachs et Citigroup à Wall Street jusqu'à la Société Générale et la Deutsche Bank à l'étranger²⁵.

Ce qui restait à savoir, c'est si de telles preuves que Washington utilisait les fonds publics pour sauver non seulement Wall Street, mais aussi les banques étrangères, allaient miner la performance d'équilibriste de l'État américain entre ses rôles intérieur et impérial. La plupart du temps, au moins depuis les années 1930, les gouvernements américains ont réussi à gérer cette tension. L'administration Obama ne sera pas moins décidée que ses prédécesseurs à assumer ses responsabilités impériales dans le domaine de l'économie politique globale. Les leaders européens ont vite fait d'encenser le Trésor américain pour avoir « agi non seulement pour les intérêts des États-Unis, mais aussi pour ceux des autres nations »²⁶. Les États-Unis n'ont pas agi de la sorte par altruisme, puisque ne rien faire aurait été risqué pour le dollar. Mais ici réside l'essentiel: Washington ne peut agir dans l'intérêt du capitalisme américain sans également refléter la logique de l'intégration du capital américain avec le capitalisme global, à la fois économiquement et politiquement.

Dans ce contexte, on ne devrait pas accorder trop d'importance aux différences d'approches entre les gouvernements européens, qui favorisent plus de réglementation multilatérale, et l'administration américaine qui met l'accent sur une plus grande coordination des stimuli fiscaux. En effet, on

22. Andrew Ward, « Obama urges restraint over bonus penalties », *Financial Times*, 24 mars 2009.

23. Ndt: Pass-through security: titre adossé à des créances avec flux identiques.

24. Michael Hudson, « The Real AIG Conspiracy », *Counterpunch*, 18 mars 2009.

25. Frank Rich, « Has a “Katrina Moment” Arrived ? », *The New York Times*, 22 mars 2009.

26. Le ministre des Finances allemand Peer Steinbrück, cité dans Bertrand Benoit, « US “will lose financial superpower status” », *Financial Times*, 25 septembre 2008.

peut considérer les initiatives actuelles pour une meilleure documentation et une meilleure réglementation des produits hors bilan et des produits dérivés en vente libre, tout comme le renversement de la tendance à la privatisation de la gestion des risques et des fonctions de notation de crédit, comme des instances de « fabrication de marché ». L'implication croissante des institutions publiques dans l'évaluation du risque financier peut tout de même jeter les bases d'une marchandisation accrue et d'une pénétration des formes et des principes financiers au fin fond de la vie sociale. Tout comme l'ordre du jour de re-réglementation pourrait peut-être couper l'herbe sous le pied de l'opposition intérieure, les propositions pour un retour à un ordre international multilatéral plus coopératif pourraient « harmoniser prématurément » les contradictions générées par les structures mondiales de pouvoir²⁷.

La réponse populaire à la crise actuelle fait seulement allusion, pour le moment, à la politisation de la vie économique. Elle invite néanmoins à articuler des visions et des stratégies pour une transformation sociale qu'on n'avait pas vues depuis une génération. Bien sûr, le fait de souligner les opportunités pour un changement réel ne doit pas nous mener à exagérer la puissance des forces transformatrices. L'ère néolibérale a mis à terre non seulement le gagne-pain des gens, mais aussi leur capacité politique. La dépendance croissante des familles ouvrières envers le crédit pour soutenir leurs vies privées, tout comme la stratification qui s'est développée au cours des trois dernières décennies au sein de la classe ouvrière, ont mené à une atrophie de la solidarité de classe et des capacités collectives. Au lieu de soutenir le genre d'initiatives de re-régulation par le haut qui ne font que réinstaller l'hégémonie financière, ce dont nous avons besoin est de sonder la crise – intellectuellement et culturellement, tout comme politiquement –, pour voir si elle peut nous offrir une ouverture pour le renouveau des perspectives radicales qui mettent de l'avant une alternative systémique au capitalisme global.

Traduit de l'anglais par Jonathan Martineau

.....
27. En ce sens nous partageons les conclusions sobres auxquelles Peter Gowan est arrivé à propos des conséquences de la crise – il critique le point de vue selon lequel « les régimes financiers sont des produits de paradigmes intellectuels plutôt que de relations de pouvoir » – dans son analyse remarquable, « Crisis in the Heartland », *New Left Review*, n° 55, janvier-février 2009.