

FRÉDÉRIC LORDON

Jusqu'à quand?
Pour en finir avec
les crises financières

Éditions RAISONS D'AGIR

27, rue Jacob, 75006 Paris

© Éditions Raisons d'agir, novembre 2008.

www.raisonsdagir-editions.org

editions@raisonsdagir-editions.org

RAISONS D'AGIR ÉDITIONS

1

Concurrence
et cupidité:
les ingrédients
de l'aveuglement

L'époque indique le degré de caricature où elle est tombée à la rusticité des outils analytiques qui suffisent pour en saisir l'essence. Même une version particulièrement grossière du marxisme « passe » haut la main sur un capitalisme dont la violence exploiteuse ne se cache plus, où le président de la République est l'ami personnel des fortunés, où la presse est dans les mains des capitaux privés, où des chefs d'entreprise se succèdent au poste de ministre de l'Économie, etc. Quant à la finance, une citation latine tirée des pages roses d'un dictionnaire des collègues en atteint le cœur même sans coup férir : *auri sacra fames* – « exécration faim de l'or ». La dénonciation de la quête aveugle de la richesse, ou de la « rapacité capitaliste », semblait tellement éculée qu'elle était entrée dans le registre de l'imagerie, c'est-à-dire du second degré, du folklore contestataire impropre à fournir des armes intellectuelles un peu tranchantes, et qu'on n'osait plus mobiliser de peur du ridicule. C'est un tort : l'époque ose à notre place – on peut même dire qu'elle ne se gêne pas ! Inutile de chercher en tous sens pour tenter de remonter à un principe premier qui serait un peu moins caricatural et un peu plus élégant, on ne trouvera pas. La force qui meut la finance, son unique ressort, c'est la cupidité. Si le schème cupide n'explique pas tout à lui seul, il éclaire cependant beaucoup, et son association avec d'autres est particulièrement productive : la cupidité est la tare congénitale de la finance de marché, mais la concurrence l'élève au carré. Et le duo qu'elles forment ensemble est carrément explosif.

HIGH YIELD : LA FORCE MOTRICE

Mais comment la finance s'y prend-elle pour parler de ses propres désirs ? Évidemment, elle ne peut pas dire « rapacité » ! Heureusement, la langue a suffisamment de ressources et de registres pour rendre présentable ce qui l'est moins au naturel. Le vocabulaire « technique » offre ici sa capacité de neutralisation euphémistique. *High yield* – haut rapport : voilà comment la finance parle de son idée fixe. Tirer plus, extraire davantage. On dira que c'est la loi ordinaire du capitalisme. C'est exact, mais la finance de marché présente une particularité qui la distingue de toutes les autres formes de « mise en valeur du capital » : les standards de profitabilité y sont sans commune mesure avec tout ce qui peut se rencontrer ailleurs. Les capitalistes de l'économie réelle savent pertinemment combien il leur est possible d'espérer en moyenne, et surtout combien il leur sera difficile de faire beaucoup mieux que cette moyenne. Bien sûr, un mouvement puissant comme celui du capitalisme actionnarial a eu pour effet de relever très significativement la rentabilité du capital pour les grandes entreprises¹⁵. Mais cela n'est rien comparé aux performances de profit dont la finance de marché est capable. Pour donner une idée des écarts de rendement qui séparent les activités selon qu'elles se situent « du côté de l'économie réelle » ou « du côté des marchés », il faut savoir que là où les entreprises du CAC40 peuvent dégager des taux de rentabilité des capitaux propres (ROE*, *Return On Equity*) de l'ordre de 15 à 20 % pour les plus profitables, la banque de détail de la Société Générale, par exemple, dégage un ROE de 23,6 % au dernier trimestre 2006, et sa banque de financement et d'investissement un ROE... de 43,8 %. Le même trimestre, le département *Securities Services* de JP Morgan dégage un ROE de 58 %... Ce ne sont là sans doute que des indications parcellaires, mais que n'infirme pas l'image plus

générale de la profitabilité bancaire à l'époque des marchés déréglementés. L'industrie financière étasunienne, qui n'emploie que 5 % des effectifs et pèse 15 % dans le PIB marchand, n'en fait pas moins 40 % des profits totaux¹⁶...

Qui pourrait s'étonner qu'il y ait du monde et de la frénésie dans cette enclave de profitabilité absolument hors norme ? Par quel miracle de modération les banques se retiendraient-elles d'ajouter les 50 % de ROE des activités de marché aux 20-25 % de la banque commerciale ? « Il faudrait être fou pour ne pas gagner plus », voilà l'adage par excellence de la finance concurrentielle. La rentabilité financière est la forme la plus addictive du profit, elle est instantanée et explosive : le débouclage d'une position gagnante réalise dans l'instant une plus-value, parfois gigantesque, qu'une stratégie de levier* [voir encadré ci-dessous] convertit en une rentabilité financière plus impressionnante encore. L'activité de marché financier donne corps au fantasme capitaliste par excellence puisqu'elle réalise l'extraction du profit sans aucun effort de mise en valeur réelle du capital, et cela, qui plus est, dans des proportions sans commune mesure avec les niveaux de rendement que l'activité productive s'efforce péniblement d'atteindre. Il faut un entendement bizarrement fait pour imaginer qu'une telle « bénédiction » ne va pas être poursuivie avec acharnement. La finance de marché est devenue le pôle magnétique du capitalisme, un foyer dont la puissance d'attraction est irrésistible.

L'EFFET LEVIER

On appelle « effet levier » la démultiplication de rentabilité obtenue par le recours à l'endettement dans le financement des investissements.

Soit un actif (industriel ou spéculatif) de valeur 100 dégageant un profit de 10. Sa rentabilité *brute* est donc de 10 %. Elle est dite brute, car elle est indépendante du mode de

financement de l'actif et ne renvoie qu'à ses caractéristiques de profitabilité *intrinsèques*.

Supposons maintenant que cet actif de valeur 100 ait été financé par 20 d'apport en fonds propres et 80 d'endettement. La rentabilité *financière* va rapporter le profit final, non pas à la valeur nominale de l'actif (100) mais aux seuls fonds propres avancés par l'investisseur (20). Comme de la dette a été mobilisée, le profit final (net) tient compte des intérêts à verser – soit, si le taux d'intérêt est de 5 %, 4 (5 % de 80). Le profit net est donc $10 - 4 = 6$. Et la rentabilité financière, qui est la rentabilité des capitaux propres (*Return On Equity*, ROE) : $6/20 = 30\%$.

Pour un même actif, le levier fait donc passer d'une rentabilité brute de 10 % à une rentabilité des fonds propres de 30 % ! Il y a cependant une condition à cet heureux résultat : que la rentabilité brute de l'actif soit supérieure au taux d'intérêt. Dans le cas contraire, le levier, qui joue symétriquement, ne démultiplie plus des profits mais des pertes...

Contrairement à la théorie économique standard qui suppose que le désir d'objet s'atténue avec sa satisfaction, le désir du profit ne connaît pas la satiété, au contraire même : ses avancées sont aussitôt considérées par les agents comme autant de seuils sous lesquels on ne veut plus descendre ; la profitabilité financière donne mentalement à ses percées d'un jour le caractère d'acquis irréversibles, et transforme ses exceptions présentes en normes de demain. Il ne faut donc pas attendre que la force motrice de la rentabilité s'affaïdisse ou s'éteigne de ses succès : elle n'en sortira que déterminée à de plus grandes conquêtes. *High yield* est le nom donné à ce principe générique de l'élan indéfini. L'expression en est d'ailleurs inadéquate : il ne faut pas entendre « haut rendement » mais « plus haut rendement ». *High yield* est donc en fait l'appellation de ce processus permanent d'identification des nouvelles classes d'actif dont le rendement *supérieur* va faire la différence.

Le *high yield* tourne à l'obsession du fait de ses propres progrès, et à un point tel qu'il en oublie son corrélat négatif : le risque. La bulle, qui est en quelque sorte une exception dans l'exception – un moment exceptionnel de la profitabilité financière qui est elle-même exceptionnelle au regard de la profitabilité générale –, a ainsi pour effet de polariser les esprits sur un seul des termes du couple rendement-risque – le premier bien sûr – par lequel devrait normalement être appréciées les stratégies d'investissement. Le vertige de la profitabilité sans limites est alors si puissant qu'il obscurcit les esprits. Avec au surplus la propriété de sembler se donner raison à soi-même : car la bulle offre précisément une phase de croissance forte et stable de la rentabilité qui, à mesure qu'elle se développe, ancre plus profondément l'idée d'un « nouveau régime », dans lequel le problème du risque a été « dépassé ». Comme on sait, le verdict de stabilité, ou d'instabilité, est cruciallement dépendant de l'échelle de temps sur laquelle est faite l'observation. Si celle-ci est limitée à la phase croissante de la bulle, alors oui – mais par construction et tautologiquement ! – la dynamique est stable. La véritable question, bien sûr, est celle d'un possible, et même probable, retournement. Mais, fascinée par les profits miraculeux du moment, l'opinion financière ne veut surtout pas voir au-delà de l'horizon temporel du miracle. L'idée obsessionnelle du *high yield* produit donc une distorsion systématique de la vision des couples rendement-risque, et cela d'autant plus que la bulle semble la justifier – créant d'ailleurs ainsi les conditions de sa propre prolongation.

TOXIQUE CONCURRENCE

Il ne faut pas compter sur les mécanismes collectifs ou institutionnels de la finance pour ramener à la raison l'euphorie cupide. Ce serait même l'exact contraire. La finance de mar-

ché a pour inquiétante propriété que toutes les incitations y sont vicieuses. Toutes les forces qui saisissent les agents les propulsent plus loin encore qu'ils n'iraient eux-mêmes, amplifient leur déraison et les entraînent pour le pire. Nulle part un mécanisme de rappel, nulle part une source de réaction contracyclique ; la finance est l'univers du *rally*, c'est-à-dire de l'engouement collectif, de la ruée et de l'agglutination : tous dans le même sens. C'est pourquoi elle vit sous la fatalité des rendements croissants – plus une dynamique s'esquisse dans un sens, plus elle est rejointe par de nombreux opérateurs et plus elle prend de l'ampleur – et de l'*overshoot* : « notre industrie a tendance à l'excès », souffle un « banquier européen de haut vol », mais anonyme, interrogé par *The Economist*¹⁷, qui ajoute de lui-même : « le système est câblé pour aller dans le décor à intervalles réguliers. » Or il faut donner à ce « câblage » son vrai nom : la *concurrence*. À tous les étages de l'édifice, la « saine concurrence » est toxique. Évidemment pour s'en apercevoir il faut abandonner la logomachie qui en fait plus qu'une vertu : une philosophie de l'existence, et entrer dans le détail des mécanismes réels, des effets concrets... et des enchaînements fatals.

*Plus frénétique la concurrence sur le rendement...
plus grand l'oubli du risque*

Aux échelles les plus fines de la finance, passant entre les individus eux-mêmes, les forces concurrentielles stimulent l'émulation pour le pire. Les formules de rémunération en sont l'expression concentrée. Si l'on cherchait la forme la plus concrète que peut prendre la distorsion des couples rendement-risque, à n'en pas douter il faudrait la voir dans les fameux *bonus*. Par construction, ceux-ci sont voués à passer à côté du risque puisqu'ils ne rémunèrent que la performance présente alors que les risques ne sont matérialisés qu'*ex post*. Le bonus ne rémunère que l'instantané, le réalisé

observable; or le risque est de la potentialité en attente d'une éventuelle actualisation. Quand la bulle bat son plein, c'est-à-dire au moment où l'accumulation de risques est la plus intense, les bonus, qui ne voient que les profits présents sans les déconvenues futures dont ils sont porteurs, ensevelissent les traders sous des gains faramineux. Et dans la sphère de la finance, qui a l'argent pour seule aune, ils donnent la mesure de la valeur des individus. Aussi ces bonus sont-ils chargés de significations qui dépassent leurs seuls contenus monétaires puisqu'ils déterminent les hiérarchies de la gloire. Le classement: voilà, avec l'argent, l'idée fixe de la finance. Partout ce ne sont que palmarès, tableaux d'honneur et *League Tables*. Il n'est pas un métier, aussi finement découpé soit-il par la division du travail, qui n'y échappe: le meilleur *broker*, le meilleur gestionnaire de fonds, le meilleur analyste, le meilleur stratégeste, le meilleur trader, sur actions, sur produits de taux, sur dérivés d'actions, de crédits, sur indices, etc., à l'infini. Les classements désignent le plus souvent des équipes et, dans ces compétitions sans cesse relancées, les chefs, qui sont les premiers captateurs de ces honneurs professionnels, jouent l'avenir de leurs carrières aussi bien que leurs propres fortunes. L'impulsion venue du haut est aussitôt transmise aux niveaux inférieurs. À vrai dire, les traders sont eux-mêmes si pris par le jeu qu'il n'est nul besoin d'ajouter à leur motivation. Aussi la concurrence entre équipes et entre établissements se réfracte-t-elle immédiatement en concurrence à l'intérieur de la salle qui, à son tour, entretient ses classements internes ou à tout le moins ses hiérarchies informelles. Dans cette structure fractale des concurrences, miroirs les unes des autres à toutes les échelles, le rendement devient *de fait* le critère dominant, et pour finir le critère *unique*. Bien sûr, dans chaque salle, le *back office*, qui tient les comptes et surveille les risques est, sur le papier, une force de rappel. Mais que peut vraiment cette contre-tendance

isolée et minoritaire quand tout le reste des structures de la finance de marché nourrit le primat de l'indicateur de rentabilité et distord les comportements de sorte que l'optimisation combinée rendement-risque tourne de plus en plus à la maximisation simple du rendement? Qui voudrait trop accorder aux précautions d'un risque futur est condamné à dégrader sa rentabilité présente, par conséquent à régresser dans les tables honorifiques de la profession, et à mettre en péril ses intérêts vitaux – merveille de la concurrence... Il n'est donc nul besoin pour se faire une idée des effets intrinsèquement pervers de la concurrence déchaînée dans la finance d'en appeler à des cas extrêmes du type Kerviel, quoique ceux-ci ne se déduisent des cas ordinaires que par une simple variation de degré: Jérôme Kerviel est un trader semblable à tous les autres, dont on a juste poussé un peu plus loin les curseurs.

Les institutions autant que les individus sont emportés par cette logique démente. Elles aussi sont soumises au jugement: celui de leurs actionnaires. À cet étage de la structure comme aux autres, le critère d'airain est le même: le profit ici et maintenant puisque c'est la seule chose tangible et connue certainement – le risque n'est qu'une *virtualité* qui permet d'exalter les valeurs de l'«audace» (et de fustiger les timorés)... tant qu'elle n'est pas matérialisée. Pour les banques comme pour les autres entreprises cotées, le profit fait les cours boursiers, et les cours la félicité des actionnaires. Aussi dangereuses soient-elles à terme, nul ne peut se permettre de négliger des opportunités de profit *tout de suite*. Les fonds de placement (fonds de pension, fonds mutuels) et les clients qui apportent leurs capitaux à gérer aux banques ont, tout autant que les autres acteurs de la finance, le nez rivé sur les palmarès de la performance. Tout recule dans les classements de la rentabilité est immédiatement sanctionné par des pertes de parts de marché. C'est pourquoi quand s'ouvre un nouvel eldorado, qu'il s'agisse

des entreprises Internet à la fin des années 1990 ou des dérivés de subprimes au début des années 2000, et que s'annonce une nouvelle promesse de *high yield*, l'esprit critique n'a pas sa place: il faut s'y ruer avec tout le monde sauf à « décrocher ».

Les plus lucides emportés malgré eux

On ne peut pas exclure tout à fait que l'univers de la finance recèle quelques esprits moins aveuglément magnétisés que la moyenne. Un analyste, qui n'était pas décidé à communier dans l'euphorie *dotcom* a raconté sa solitude et le mur de désapprobation auquel s'étaient heurtés ses avertissements¹⁸. Il n'est nul besoin d'imaginer des conspirations du silence pour avoir le fin mot de ces omertés financières dont on trouvera beaucoup plus sûrement le principe dans la puissance des intérêts à « ne pas voir ». La cécité volontaire et le refus du dissensus n'ont en effet pas d'autre cause que l'impératif de prolonger aussi longtemps que possible une dynamique de bulle dont tous les opérateurs tirent de fabuleux rendements... tant qu'elle dure. Un argument intertemporel assez rustique suffirait à noter que les juteux profits d'aujourd'hui pourraient bien tourner aux pertes abyssales de demain. Mais, précisément, les forces de la concurrence inhibent absolument cet avertissement élémentaire puisque la jauge exclusive du résultat *courant comparé* concentre le jugement sur le présent immédiat, et rétrécit tragiquement les horizons temporels. Aussi, pour toute leur lucidité, les moins malvoyants de la finance n'ont-ils pas d'autre choix que de rejoindre l'emballage collectif au nom de la préservation de leur position concurrentielle. L'analyste témoignant de l'impossibilité rationnelle où il s'était trouvé a donné pour sous-titre à son ouvrage: « *Au cœur de la folie financière* ». Là où une lecture à l'aveugle aurait pu faire croire à un libelle d'Attac ou de la gauche alter, c'est donc d'une critique interne qu'il s'agissait – et les

mêmes contenus que la première origine possible aurait entièrement disqualifiés ont été ici jugés entièrement légitimes. À tout le moins ils sont impressionnants puisqu'ils montrent, d'une part, que le malaise naît auprès de ceux-là mêmes dont l'adhésion de principe au jeu est acquise, et surtout, d'autre part, combien les forces de la concurrence-cupide finissent par s'élever au-dessus des individus et à les emporter malgré eux. La concurrence dont Éric Le Boucher vante si fort les vertus universelles est donc cela même qui, dans la finance, tue littéralement les possibilités de lucidité rationnelle et contraint les agents à des comportements dont ils voient pourtant très bien la dangerosité – magnifique résultat, vraiment. Même Alan Greenspan, qu'on placerait sans difficulté à 11 dans l'échelle de 1 à 10 de la sympathie envers les marchés, se rend compte du problème: « les comportements douteux des marchés financiers durant la phase d'expansion sont le résultat d'une préoccupation des firmes qu'à ne pas participer à l'euphorie du moment elles perdront irréversiblement de la part de marché¹⁹. » C'est un avis d'expert. L'« expert » a toutefois un sens bizarre de la conséquence puisque cette proposition absolument dévastatrice ne l'empêche pas de conclure son article par une vibrante profession de foi en les marchés et de demander solennellement que « les réformes n'inhibent pas nos plus fidèles et nos plus efficaces garde-fous contre l'échec économique cumulatif: la flexibilité des marchés et la concurrence ouverte²⁰ » – la même concurrence dont le même Greenspan vient de montrer tout ce qu'elle avait de nuisible...

« ...MAIS TOUS ÉTAIENT FRAPPÉS »

Il est vrai que ce serait beaucoup demander à tous ces gens qui ont *crû* de consentir à d'aussi déchirantes révisions sans que l'âme ne renâcle un peu et fasse connaître ses tourments.

Contradictions flagrantes et inconséquences manifestes sont sans doute le prix à payer pour cette phase transitoire. Mais transition vers quoi ? Pour que ce soit vers autre chose que des bonnes paroles sans suite, il est utile de dresser un tableau aussi éloquent que possible des « bienfaits » de la concurrence.

Mordus par le virus du high yield

Peu d'épisodes en effet auront démontré comme les subprimes quelles profondes distorsions de leurs comportements anciens les banques pouvaient connaître au contact des marchés de capitaux. En témoigne notamment l'aventurisme d'institutions autrefois réputées pour leur tranquillité. Ainsi des banques allemandes, IKB et Sachsen LB, connues pour être ternes à souhait, besogneusement vouées au financement sans gloire des PME, mais tardivement mordues par la tarentule des marchés et de la finance structurée*. Car c'était trop injuste qu'elles dussent végéter dans la mare aux canards du crédit bancaire quand d'autres avaient droit au grand large des produits dérivés. Et aussi au *high yield*. Car, inutile de le dire, s'il n'est déjà pas très glamour au départ, le crédit de base à Mittelstand AG²¹ n'est pas non plus follement rémunérateur. IKB et Sachsen font donc à leur tour le choix audacieux du *high yield* qui leur permet, pauvres *Landesbanken* (banques régionales à capitaux publics), de relever la tête et de soutenir un peu mieux la comparaison avec l'élite financière du pays. Bien sûr, il faut tâcher d'échapper à la surveillance du régulateur allemand, le Bafin, qui aura du mal à comprendre que des banques à mission bien définie aillent s'ébrouer sur des marchés dont elles n'ont aucune habitude. C'est pourquoi IKB et Sachsen épousent d'emblée les pires pratiques, l'une en confiant à une entité *offshore*, Rhineland, la gestion de ses investissements en dérivés de subprimes, l'autre en passant par une filiale domiciliée en Irlande. Les deux finiront en faillite et sauvées des eaux... par l'État.

Dans cet ordre d'idées, le cas emblématique restera cependant celui d'UBS. La banque suisse est depuis longtemps un poids lourd de la finance internationale, tout le contraire donc des pieds nickelés allemands, quoique réputée d'une prudence et d'un conservatisme tout helvétiques. Mais la force tentatrice du *high yield* est irrésistible et UBS, jouant dans la même catégorie que les plus grands, a son rang à défendre dans les classements de la profession. Dieu sait pourtant qu'UBS connaît le prix de la spéculation mal avisée : prise dans l'affaire LTCM en 1998 où elle a laissé un milliard de francs suisses, elle s'était juré alors de ne plus jamais laisser son département Banque d'Investissement mettre en péril la réputation de sa Banque Privée²². Cette autodiscipline, qu'on aurait pu croire d'autant plus robuste qu'elle avait été acquise dans une épreuve cuisante, n'a pourtant pas résisté plus de quelques années aux pressions concurrentielles, et notamment à l'entrée dans le champ de compétiteurs extrêmement agressifs : les *hedge funds*. La clientèle du *Private Banking* ne réagit pas qu'à la réputation, mais aussi au résultat. Or les *hedge funds* font profession de stratégies de placement dites « alternatives » pour mieux masquer tout ce qu'elles ont de risqué, mais hautement rémunératrices quand elles sont couronnées de succès. Et la clientèle d'UBS menace de prendre le large. Obligée de réagir, la banque revient sur ses engagements de jadis... et décide de « refaire son retard ». Tel est bien le fin mot de la concurrence : ne pas laisser se creuser les différences – même si c'est pour rejoindre le pire. Fin 2004, UBS prend la décision de créer son propre *hedge fund*, Dillon Read Capital Management (DRCM), orienté « dérivés de crédit ». Moins de trois ans plus tard, DRCM, largement responsable des pertes astronomiques d'UBS sur les dérivés de subprimes, est fermé. Au final, UBS décroche bien une place d'honneur (la troisième)... mais pas dans le bon classement : celui des pertes de la crise financière 2007-2008 toutes catégories

confondues, 38 milliards de dollars (juillet 2008)... Une place d'honneur et aussi un surnom : *Used to Be Smart* (autrefois connu pour être futé) – le monde concurrentiel est méchant. Et inconséquent également : car, en dernière analyse, c'est bien lui qui rend stupides les plus *smart* d'autrefois.

Il n'est pas une catégorie de banques qui n'ait été frappée par cette malédiction de l'aveuglement concurrentiel. La France, dont le zèle des convertis de fraîche date est proverbial, s'illustre avec la Société Générale. Longtemps banque à réseaux sans charme particulier, la Générale, comme beaucoup, s'est trouvée frappée de sidération à la vue des marchés... et des perspectives de profit qui allaient avec. La concurrence dans l'univers du crédit bancaire classique (non titrisé) ne faisait pas de miracle. Les banques pouvaient bien lutter pour la part de marché et la conquête des zones de chalandise où installer leurs agences, les profits gravitaient autour de moyennes historiques remarquablement stables sans pouvoir en décoller significativement. Mais les marchés, pardon ! Jamais on n'avait vu chose si scintillante... ni si rémunératrice. La privatisation de la Générale est contemporaine de la déréglementation financière (1987), mais son devenir actionnarial et la concurrence vont la propulser dans ce nouvel élément, formidable occasion de faire oublier ses agences et ses guichetiers, et d'épouser enfin la vraie modernité qui est anglo-saxonne, comme le capitalisme authentique. On prête à la Générale d'avoir été dans les premières à développer un département spécialement performant sur les dérivés actions. Mais un complexe d'infériorité poursuivra longtemps la pauvre banque, et le petit chose SocGen²³ aura beaucoup lutté pour ravalier bien des humiliations. N'ayant pas la chance d'avoir été dès le début Goldman Sachs, elle a donc pris le parti de parvenir à la force du poignet. Dans la finance contemporaine, l'ascension sociale passe par le *trading* et les produits dérivés. Heureusement, on peut devenir

membre du club, il suffit d'adhérer à la charte et de s'abandonner aux mêmes forces que tout le monde – 3,7 milliards d'euros de chute sur les subprimes...

Changement de modèle dans la banque d'investissement

Le sentiment d'appartenir à l'élite n'a pas davantage prévenu les méfaits de la concurrence. Celle-ci n'est-elle pas plus intense à mesure qu'on se rapproche des sommets ? À la pointe avancée de la finance internationale s'est produit un changement considérable : les grandes banques étasuniennes, notamment d'investissement, ont radicalement redéfini leur modèle économique. Traditionnellement, les départements « Banque de Financement et d'Investissement » (BFI) avaient pour fonction de concevoir et réaliser de nouveaux produits financiers permettant à certains de lever des fonds, proposant à d'autres de nouveaux actifs dans lesquels investir. Mais la BFI se contentait de cette intervention d'ingénierie, montant les véhicules *ad hoc* (*Special Purpose Vehicle*, voir *infra* chapitre 2), réalisant le placement, et touchant d'épaisses commissions (*fees*) au passage. Une banque toutefois ne fait pas comme tout le monde. Il s'agit de Goldman Sachs. Goldman ne s'arrête pas comme les autres à l'émission des nouveaux titres pour compte de tiers, mais y investit ses propres fonds. Ce modèle hétérodoxe du *proprietary trading* généralisé, c'est-à-dire du *trading* pour compte propre à grande échelle, l'a fabuleusement enrichie. Goldman est donc l'exemple à suivre, le modèle à émuler, la concurrence l'exige. Merrill Lynch et Citigroup sont deux des suiveurs les plus déterminés. Particulièrement Merrill, qui boxe dans la même catégorie que Goldman et souffre d'autant plus la comparaison. Comme il n'est pas question de se laisser distancer au jeu de la profitabilité comparée, Merrill abandonne son ancien modèle du *craft and exit* (fabriquer puis sortir) pour celui du *trading* pour compte propre. Les dérivés de crédit donneront son premier support à cette nouvelle

stratégie, notamment les CDO (*Collateralized Debt Obligations*, voir *infra* chapitre 2), le produit-phare dans la chaîne de la titrisation des crédits immobiliers. Là où elle jouait autrefois un rôle de simple intermédiaire, entre banques désireuses de titriser des crédits et investisseurs désireux de souscrire aux produits de la titrisation, Merrill se transforme en investisseur massif sur les CDO qu'elle fabrique elle-même. La fin de l'histoire est connue: ce sont ces titres qui s'effondreront dans la crise, et là où le modèle ancien aurait permis de toucher tranquillement les abondantes commissions en regardant ensuite la casse à distance, le choix de Merrill de se mettre elle-même à la sortie de sa propre fabrique lui vaudra de figurer dans le tiercé des perdants, des recapitalisations de détresse, et des «grands noms» de la crise des subprimes. Quant à Citigroup, après s'être battue pour décrocher la deuxième place dans les classements pour les opérations sur CDO pour l'année 2006, elle finira brillamment en tête du palmarès des pertes à la mi-2008.

LA FAILLITE DES SAUVEGARDES

Le plus frappant avec la concurrence-cupide – deux mobiles si complémentaires qu'ils méritent d'être fondus en une catégorie unique – réside sans doute dans son caractère épidémique. Elle n'emporte d'ailleurs pas que les banques et les fonds, mais également, et c'est plus grave, toute une série d'institutions «périphériques» dont la pérennité serait pourtant très nécessaire. Ainsi, par exemple, la crise des subprimes aura-t-elle fait connaître un acteur obscur de la finance mais dont on découvre à chaud toute la capacité de nuisance à partir du moment où elle se met à jouer le même jeu que tout le monde: les *monolines**. Les *monolines* sont des rehausseurs de crédit – en fait des assureurs. Qui détient des créances obligataires sur un certain

émetteur et désire se prémunir d'un risque de défaut ou d'un accident de paiement de celui-ci peut souscrire une assurance auprès des rehausseurs, lesquels, moyennant la perception d'une prime, indemniseront l'investisseur des pertes de valeur qu'il pourrait encourir sur les titres assurés. Il y a une bonne raison à ce que les *monolines* ne soient jamais sortis de l'obscurité: jusqu'au début des années 2000 ils étaient surtout spécialisés dans l'assurance des obligations émises par les collectivités locales étasuniennes, essentiellement des municipalités, émettrices desdites *munibonds*. Il va sans dire que pour faire office de stabilisateur des marchés de crédits, comme il revient à des assureurs, il est préférable que ceux-ci soient prudents pour tout le monde et gardent la tête un peu froide. Mais les *monolines* sont des entreprises privées, et pas un instant elles ne se sentent la responsabilité de quoi que ce soit au-delà de leurs propres résultats. Comme les autres, elles ont un compte de profit, des actionnaires à satisfaire, et des concurrents à dépasser. C'est pourquoi l'arrivée d'une nouvelle sorte de titres obligataires, les produits de la titrisation de crédits immobiliers, leur ouvre un nouveau marché dans lequel il serait «irrationnel» de ne pas s'engager. Et le marché n'est pas seulement nouveau: il s'annonce immense. La manufacture de la titrisation tourne à plein régime et ce sont des quantités industrielles de MBS et de CDO qui inondent les marchés de crédit... et demandent à être assurés. Foin des *munibonds* barbantes à souhait, même si la stabilité granitique de leurs caractéristiques offrait un *business* réglé comme du papier à musique: assureur de produits structurés*, voilà qui ouvre de modernes horizons et... rehausse un statut. Emportés à leur tour par les tentations du *high yield* et les forces de la concurrence, les rehausseurs se sont malheureusement montrés encore moins malins que les autres alors qu'ils avaient pour fonction de l'être plus. Et d'assureurs, ils sont devenus potentiels faillis à rattraper à leur tour.

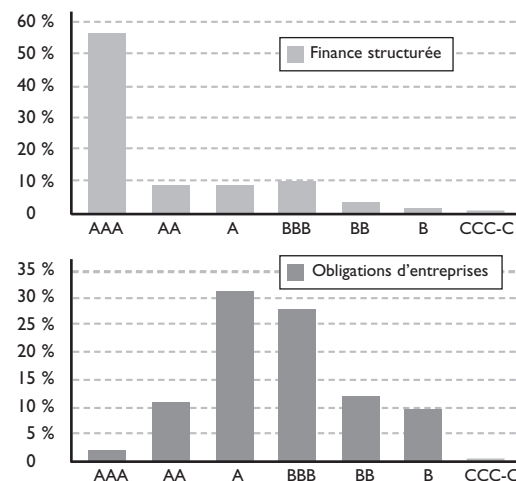
Plus encore que les *monolines*, la « carence des sauvegardes » est sans doute portée à son comble par les agences de notation. Leur rôle est pourtant décisif dans la finance de marché puisqu'elles leur fournissent la chose vitale entre toutes : du jugement. Bien sûr, les opérateurs ne manquent pas de se faire une opinion par eux-mêmes – quoiqu'elle soit assez souvent la copie de celle de leurs semblables. Mais, la division du travail ayant réservé une place spéciale à des producteurs de jugement, ils s'en remettent à eux pour une assez large part. Les avis des agences de notation, réputées extérieures au jeu spéculatif, donc sans intérêt immédiat à le distordre dans un sens ou un autre, sont regardés par tous, et suivis de même. Cette extériorité supposée est pourtant insuffisante à produire l'objectivité, ou au moins la neutralité du jugement que l'on pourrait attendre d'elles. Car, quoique n'investissant pas elles-mêmes, les agences n'en sont pas moins dans le jeu, mais d'une autre façon : car elles sont des entreprises commerciales privées et – remarquable aberration – ce sont les émetteurs de titres demandeurs d'évaluation qui sont leurs clients, et payent pour se faire évaluer. Comme n'importe quel autre vendeur de n'importe quoi, les agences ont très bien compris que le client est roi. Il y avait donc peu de chances *a priori* pour qu'une banque ayant décidé de titriser des crédits immobiliers et portant à une agence l'évaluation des produits de la titrisation avant de les lancer sur le marché s'entendît dire que ses produits étaient d'une déplorable qualité et que l'avis de notation ne manquerait pas de le signifier publiquement. Les agences ont parfaitement saisi l'extraordinaire croissance du *business* de l'évaluation qui allait suivre du fonctionnement à plein régime de l'industrie de la titrisation – surtout ne pas tuer un marché aussi prometteur par des rebuffades inconsidérées ! En 2006, Moody's fera 44 % de son chiffre d'affaires sur l'évaluation des produits dérivés de subprimes – 53 % au

premier semestre 2007, juste avant le grand retournement... Y a-t-il lieu de s'étonner qu'elle les ait jugés pour la plupart magnifiquement sains ? Aussi les agences, que leur fonction d'avis aurait dû mettre en première ligne des forces de rappel, ont-elles en fait joué à l'amplification de la déraison.

LES AGENCES DE NOTATION

Les agences classent selon leurs risques les actifs financiers en leur attribuant une note – dans la nomenclature Standard & Poor's : AAA, AA, A, BBB, etc. (avec en fait des subdivisions plus fines en X+, X et X-).

Les deux histogrammes ci-dessous montrent la distribution statistique des différentes notes respectivement pour les produits de la finance structurée (titrisation de crédits) et pour les obligations d'entreprise (*corporate*).



Sources : Fitch Ratings, *Financial Times*, 16 août 2007.

Cette distorsion du jugement par les intérêts commerciaux est spectaculairement visible dans la distribution statistique des notes respectivement données aux dettes d'entreprise et aux titres de la finance structurée [voir encadré page précédente]. Alors que, en bonne normalité statistique, les dettes d'entreprise de cotation moyenne sont les plus nombreuses, les dérivés de crédit reçoivent la note maximale pour 60 % d'entre eux – contre 2,5 % pour les entreprises – et le segment le mieux noté (notations supérieures ou égales à A) représente à lui seul près de 80 % du total. Ainsi les dérivés de crédit vus avec les lunettes des agences de notation présentent-ils cette bizarrerie statistique que les produits exceptionnels y sont les plus nombreux – et l'on sent confusément que c'est le concept même d'«exceptionnel» qui est en train de dangereusement prendre de la gîte. Après les *monolines*, le pare-feu supposé des agences de notation cède également et pour les mêmes raisons. Il n'y a donc plus aucun garde-fou dans le système – en tout cas dans sa composante privée – que plus rien ne retient d'aller à sa perte.

MISÈRE DU MORALISME

Quand toutes les forces de la finance, telles qu'elles sont inscrites dans ses structures, celles des marchés libéralisés et de la concurrence-cupide sans frein, poussent irrésistiblement les agents dans la même direction, parfois contre leur gré, il se trouve encore des «observateurs» suffisamment aveugles pour dénoncer l'immoralité et en appeler à la vertu. «Pour moi la cause est entendue, affirme Michel Rocard, visiblement après avoir beaucoup réfléchi: le capitalisme sombre sous l'immoralité²⁴.» Une autre cause semble mieux entendue: la pensée de la social-démocratie morale sombre sous l'indigence. Il est vrai que la puissante analyse est placée sous un titre choc qui appelle «tous» à se ranger «derrière

Laurence Parisot!», mot d'ordre qui a tout de même la propriété vertigineuse de concentrer en quatre mots l'état de confusion politique où se trouve aujourd'hui le Parti socialiste – pour ne rien dire de la confusion intellectuelle qui fait d'abord tenir une «critique» du capitalisme financiarisé pour ensuite proposer un soutien entier à la fraction du patronat... qui en est la promotrice la plus acharnée²⁵. À ce degré de désorganisation de la pensée, qu'est-il encore permis d'espérer? Probablement plus grand-chose, et sans doute plus de faire comprendre la différence entre la vertu des individus et la force des structures. Toute la vertu du monde ne convaincra pas un banquier d'investissement de renoncer à saisir un ROE de 40 % s'il est lui-même à 30 et que ses concurrents voguent vers les 50 – sauf à le déterminer à changer de métier. Qui donc pourrait obtenir d'institutions soumises à la pression actionnariale qu'elles oublient leurs objectifs de rentabilité, d'individus sans cesse soumis à l'évaluation comparée qu'ils fassent abstraction des *League Tables* telles qu'elles déterminent leurs bonus et leurs carrières, c'est-à-dire leurs vies? Et surtout qui pourrait obtenir un réfrènement spontané des pulsions cupides au moment où s'ouvre devant elles un champ qui leur offre des occasions de satisfaction sans pareilles, et que, dans cet univers, ne pas les saisir est une *faute professionnelle*? Quel banquier pourrait rester bras ballants à regarder la bulle croître et embellir pendant que tous ses semblables s'enrichissent à milliards? Qu'on le présente vite à Michel Rocard s'il se peut en trouver un seul de cette espèce!

Les marchés financiers sont le lieu du profit hors norme. Et l'on voudrait que des capitalistes dont la vocation existentielle est le profit fassent la démonstration d'une chrétienne retenue? On ne peut pas attendre d'agents dont les intérêts vitaux sont configurés d'une certaine manière qu'ils renoncent à les poursuivre, ou à réagir à ce qui les met en péril. À l'indigence sans nom de la prédication morale, il

faut donc préférer l'action sur les structures puisque ce sont elles qui configurent ces intérêts et déterminent les marges de manœuvre offertes à leur poursuite. Et comme il est dans la logique de l'intérêt de s'efforcer indéfiniment, il est peu probable que le sens de la limite lui vienne spontanément du dedans – par conséquent elle ne lui sera posée que du dehors. Veut-on que la finance n'offre plus le spectacle des extravagantes inégalités de la bulle et celui du krach qui s'ensuivra nécessairement ? Qu'on modifie les règles fondamentales qui structurent le jeu et le comportement des agents, ou bien qu'on attende résigné la prochaine crise.

PROVIDENTIELS « VOYOUS » !

Les *insiders* par intérêt, et les idéologues par bêtise, font tout ce qu'ils peuvent pour détourner l'attention de cette conclusion pourtant difficilement évitable. Aussi le défilé des diversions et des dérivatifs est-il sans fin. Dans un registre très proche de la fustigation morale, la dénonciation des individus crapuleux est le procédé usé jusqu'à la corde mais toujours prêt à resservir pour faire regarder ailleurs. Ainsi John Hull, l'auteur du « pavé » de référence sur les produits dérivés²⁶, confusément conscient de l'odeur de soufre qui en émane, entreprend-il de désamorcer la polémique en allant au-devant des objections – c'est qu'il est maintenant difficile de passer sous silence les nombreux désastres où les dérivés ont été directement impliqués. Oui, consent-il, « des pertes spectaculaires ont pu être observées sur les marchés d'actifs dérivés²⁷ ». Y aurait-il là l'amorce d'une critique de fond ? Dieu soit loué, non : « dans bon nombre de cas, ces pertes énormes sont la conséquence des activités d'un seul individu [...]. [Elles] ne devraient cependant pas jeter l'opprobre sur l'industrie des actifs dérivés. » Ce serait trop injuste en effet. Nulle activité aussi saine soit-elle n'est à l'abri d'un

malfaisant. Treize pages sur huit cents à décliner pour solde de tous comptes la thèse du trader « isolé », incompetent ou malhonnête... Que Merrill, Citigroup et UBS perdent à elles trois plus de 140 milliards de dollars²⁸ dans les règles de l'art, pour ne rien dire des 400 ou 500 autres milliards évaporés dans la crise des subprimes, place la théorie des « traders isolés » dans la position inconfortable de devoir reconnaître son inanité profonde ou d'avoir à supposer une foudroyante épidémie de malhonnêteté et d'incompétence combinées.

Par une anomalie qui donne incidemment une mesure de la résistance de la croyance, la « théorie du voyou », en dépit de son inutilité patente, ne perd rien de son pouvoir de séduction. Il est vrai qu'elle ne séduit que ceux qui ont le goût du fait divers ou bien qui cherchent méthodiquement dans quelle impasse faire tourner court l'analyse. Pierre-Antoine Delhommais, qui s'était illustré par sa clairvoyance dès l'été 2007 en faisant de la crise le symptôme bénin d'une « mondialisation heureuse mais heurtée²⁹ », se rattrape quelques mois plus tard en versant dans le sensationnel et avec la satisfaction d'avoir identifié le parfait vrai-faux problème : « le scandale de la Société Générale³⁰ ». Providentiel Kerviel ! De la Société Générale, on aurait pu conter l'histoire de son ralliement au modèle de la banque de marché, faire l'analyse des forces structurelles qui ont distordu ses comportements, mais non : le « voyou » – qui ne fait jamais qu'exprimer à sa manière l'essence du système – portera tout. Le département Banque de Financement et d'Investissement de la Société Générale dégageait 700 millions d'euros de profit en 1999, il en donne 2,3 milliards en 2006 et contribue à lui seul à la moitié du résultat total de la banque³¹, n'y aurait-il pas d'intéressantes choses à dire à ce sujet ? Confronté à un carambolage dû au fait que des conducteurs ivres conduisant à touche-touche et en excès de vitesse ont été pris dans une nappe de brouillard, Pierre-

Antoine Delhommais nous fera sûrement un ouvrage sur la nappe de brouillard – « L'autoroute heureuse, mais carambolée ».

Comme il sied à la véritable pensée, Nicolas Baverez, qui n'hésite pas à se laisser présenter comme historien, économiste, essayiste, avocat – peut-être trapéziste ou montreur d'ours à ses heures –, délaisse le sensationnel pour remonter aux principes. « Le capitalisme est indissociable d'un esprit et d'une éthique. L'esprit n'est pas à chercher dans la captation du profit³² » – c'est bien connu, l'esprit du capitalisme est tout de désintéressement, les banquiers d'ailleurs poursuivent le ROE* sous l'empire exclusif des mobiles de la charité. « Soljenitsyne rappelait que "la part essentielle de notre liberté est intérieure, elle dépend de notre volonté. Si nous cédon nous-mêmes à la corruption, nous n'avons plus le nom d'hommes". » « Nous n'avons plus le nom d'hommes »... Nicolas Baverez doit être un peu effaré des airs de ménagerie qu'ont pris les marchés financiers, que la « liberté intérieure » a désertés depuis que les forces de la concurrence ont convaincu tout le monde qu'on n'y avait pas raison seul contre tous. Mais en appeler ainsi aux idées les plus hautes de « l'humanité » offre à peu de frais une occasion de sembler s'élever soi-même à hauteur équivalente et, même si c'est absolument vide de sens, d'avoir à dire quelque chose plutôt que rien. Ainsi va, entre journalisme et essayisme, le commentaire « à la française » de la crise des subprimes. On frissonne à la révélation « des dessous » ou l'on opine gravement au rappel des principes moraux. Pour ce qui est de comprendre, évidemment...

2

Le fléau de l'« innovation financière »