

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

3

La chute
appelle la chute

Aussi sûrement qu'ils avaient propulsé de concert les rendements vers les hauteurs, les mécanismes de la finance conspirent irrésistiblement à l'effondrement. Les innovations financières n'ont au final qu'un seul effet incontestable, c'est de donner aux forces aveugles de la concurrence-cupide de nouveaux supports qui leur permettent de déployer avec plus d'intensité leur toxicité intrinsèque. Car la bulle autant que la crise, la montée vers les sommets comme la plongée aux abîmes, illustrent que, parmi tous ces ressorts qui meuvent la finance, il n'y a aucune force de rappel, aucune contre-tendance, aucun mécanisme d'autorégulation. Les excès succèdent aux excès, les baisses violentes « corrigeant » les hausses extrêmes, de sorte que la finance ne connaît que le régime des embardées – de sens opposés. Le « secret » de l'embardée, spécialement dans l'effondrement, c'est l'interdépendance. Des compartiments de marché qu'on croyait déconnectés deviennent soudain corrélés. Les covariances changent de sens : des prix d'actifs connaissant usuellement des mouvements de sens opposés s'alignent – et prennent à contrepied les anticipations habituelles. On pourrait parler d'hyper-redondance pour qualifier cette induction les uns par les autres de mécanismes appelés, par renforcement mutuel, à se composer tous dans la même direction. Cette synchronisation létale est le résultat d'une unique obsession qui gagne de proche en proche tous les segments du marché et les unit dans le même tempo d'effondrement : la quête frénétique de la liquidité.

LES EFFETS CATALYTIQUES DU « MOMENT DE VÉRITÉ »

Une crise financière, c'est d'abord l'effondrement d'une croyance collective. Tout est fait d'ailleurs pour masquer cette vérité fondamentale qui rend l'analyse des phénomènes financiers plus justiciable de l'anthropologie sociale que du calcul différentiel stochastique comme aime à le croire l'idéologie de la finance et la mythologie médiatique qui ne la lâche pas d'une semelle. La finance, c'est la science, répètent-elles l'une et l'autre, la seconde encore plus béatement que la première. Et de s'extasier sur les « cerveaux » surentraînés dans les formations spécialisées et recrutés à prix d'or par les banques, sur les écrans multicolores des salles de marché dont les courbes en dents de scie sont – forcément – incompréhensibles au profane. Tout est fait pour donner à croire aux formes supérieures de la rationalité scientifique... c'est-à-dire pour dissimuler que la finance est *d'abord* gouvernée par les forces élémentaires de l'opinion et de la croyance. La « profession » ne se laissera pas faire avant d'être assimilée aux Nambikwaras et de n'offrir qu'un cas de plus pour les classifications mythologiques de Claude Lévi-Strauss ou pour la sociologie des foules. Dût-il lui en coûter, il lui faudra pourtant bien admettre à un moment ou à un autre que, pour toute leur sophistication, les modèles ne valent que ce que valent les hypothèses dont on les nourrit – inévitable moment d'arbitraire par où s'insinue, parfois sous des formes méconnaissables, tout un monde de croyances. Celle qui consiste à penser que le monde merveilleux des start-up est la promesse d'un eldorado ne vaut pas mieux que celle qui fantasme la solution définitive du problème du risque de crédit. Seule l'adéquation de leurs contenus aux formes communes de la pensée économique contemporaine, et leur incapacité à nous dépayser, peuvent faire oublier qu'elles ne sont intrinsèquement ni plus sophis-

tiquées que les constructions mythologiques dont les anthropologues ont l'habitude, ni surtout moins investies d'un puissant désir de croire sans régulation rationnelle. On accordera tout de même une différence, sans doute importante : souvent les croyances financières s'écroulent. C'est à l'évidence une particularité qui les distinguent des croyances mythiques, quoique cette fragilité ne témoigne en rien d'un contrôle rationnel qui, après examen à froid, trierait et déclasserait. Preuve en est que, tel un phénix, la croyance financière renaît aussitôt de ses cendres et met à nouveau en mouvement frénétique la communauté des opérateurs.

Une chose est sûre en tout cas : quand une croyance financière s'effondre, c'est à grand fracas. Toute la question est celle du passage soudain – en empruntant au langage de la physique, on pourrait parler de « transition de phase » – de l'inquiétude diffuse à l'inquiétude ouverte. Car les opérateurs eux-mêmes finissent par être gagnés par le malaise de leurs propres excès et confusément envahis par l'idée que la dynamique où ils se trouvent tous impliqués pourrait ne plus être indéfiniment soutenable. Mais cette inquiétude demeure longtemps privée – la coalition des intérêts à la poursuite du manège est bien trop puissante pour que des individus isolés puissent envisager de faire part publiquement de leurs doutes. Pour que ce sentiment, qui peut être éprouvé par un très grand nombre d'individus mais privativement, précipite en un sentiment commun mais public – les théoriciens parlent de *common knowledge* –, il faut une « intervention » extérieure, capable de faire connaître sans ambiguïté aux agents qu'en effet ils pensent tous la même chose. Dans le cas de la finance, cette intervention prend la forme d'un événement à la fois frappant et visible de tous : une faillite.

La crise des subprimes n'échappe pas à ce schéma très général, elle l'illustre même à merveille. Que la florissante industrie de la titrisation hypothécaire fût vouée à rencontrer ses

limites, beaucoup ont commencé à s'en inquiéter à partir du moment où ils ont vu se tasser, puis commencer à se retourner le marché immobilier, c'est-à-dire pressenti la destruction de la condition de possibilité de la dynamique qui les avait portés jusqu'ici. Que les ménages insolubles ne puissent pas servir leur dette n'était pas un problème en soi tant que la croissance des prix de l'immobilier faisait le travail à leur place : la maison mise en vente rapportait des plus-values qui faisaient mieux qu'éteindre la dette. Tout change avec le retournement : non seulement les ménages ne peuvent plus payer la dette, mais cette fois la liquidation s'effectue dans des considérations beaucoup moins favorables puisque, réalisés dans l'urgence, les actifs immobiliers dépréciés ne couvrent plus les passifs qui en ont permis l'acquisition. Se sachant voués à la saisie et à l'expulsion, les ménages partent « à la cloche de bois » : en laissant les clés de la maison, et implicitement sa propriété, dans la boîte aux lettres de la banque – une pratique qui reçoit le nom de *jinglemail*. Désormais les défauts, jusqu'ici masqués par la bulle immobilière, sont matérialisés. Et immédiatement transmis aux produits titrisés dérivés des crédits initiaux. Les MBS* sont en première ligne, les CDO* immédiatement derrière. Comme les taux de défaut bondissent bien au-dessus des moyennes historiques, l'illusion des protections de séniorité* est volatilisée en un instant : les tranches *equity* et *mezzanine* ont été réduites en bouillie, et c'est maintenant le triple-A, celui dont on a cru pouvoir gratifier près de 60 % des titres de la finance structurée, qui est sévèrement attaqué, à la stupéfaction générale des investisseurs, persuadés jusqu'ici de détenir ce qu'il y avait de plus sûr dans le domaine des produits obligataires de rendement équivalent.

Arrive inévitablement l'événement frappant. Cette fois-ci d'ailleurs ils arrivent à plusieurs, et bien groupés. Sans surprise, la finance du « début de chaîne », c'est-à-dire les banques directement originatrices des crédits immobiliers,

prend le choc en premier. C'est bien là que le défaut des ménages doit d'abord s'exprimer. Le 2 avril 2007, New Century Financial, organisme de crédit hypothécaire, annonce devoir se placer sous la protection du chapitre 11 de la loi étasunienne sur les faillites. Bien d'autres suivront d'ici peu, et des plus notoires : American Home Mortgage les premiers jours d'août, Home Banc le 10 ; quant à Countrywide, le premier émetteur de prêts immobiliers, il révélera le 16 août avoir dû constituer une ligne de crédit syndiquée d'urgence – et surtout l'avoir aussitôt entièrement consommée... Inévitablement, le choc se transmet à la finance structurée – et à une vitesse foudroyante. Le 3 mai, la banque suisse UBS annonce le rapatriement dans son département *Investment Banking* de son *hedge fund* « maison » Dillon Read Capital Management – tout ne doit pas aller au mieux. Mais la date qui fait basculer est certainement le 22 juin 2007, jour où Bear Stearns, dont les quatre-vingt-cinq ans d'histoire étaient jusqu'ici sans tache, doit annoncer la fermeture de deux de ses *hedge funds*.

BEAR STEARNS, 22 JUIN 2007 : MAUVAISE JOURNÉE

Bear Stearns, c'est le cas d'école, à soi seul un résumé presque complet du délire de la finance structurée et levierisée. On y voit, comme à l'endoscopie, l'intérieur de la machine en train de convulser. Bear n'a pas mérogé pour faire connaître au monde la sophistication de ses montages ; le nom de son *hedge fund* est une interminable déclaration : *High Grade Structured Credit Enhanced Leveraged Fund* – en raccourci le *Enhanced Fund*, mais en extension un défi à la traduction d'un seul tenant (si vraiment on y tient : Fonds à levier intensifié de dérivés structurés de crédits de catégorie supérieure...). Il suffit presque de prendre les

termes un par un pour avoir en un seul coup tous les ingrédients du désastre.

Structured Credit, car Bear Stearns, comme beaucoup d'autres, a admiré l'avènement de la finance structurée et l'élargissement des horizons du *high yield*. Lancé en 2006, le fonds investit dans des CDO dont les actifs sont composés à 60 % de MBS (dérivés de crédits hypothécaires) et à 40 % de prêts commerciaux. *High Grade*, car Bear prend pour argent comptant la promesse des montages structurés et croit dur comme fer à l'invulnérabilité des tranches *senior* : le fonds reçoit pour directive de s'investir à 90 % en titres notés double- et triple-A – la sécurité même. *Leveraged*, enfin et pour la bonne bouche, car le levier (*leverage*) est le coup de fouet de la cupidité, le démultiplicateur de rentabilité : l'investissement sera essentiellement financé par de la dette. Et comme juste du « levier » est encore très peu, ce sera de l'*enhanced leverage* – du « levier intensifié ». Bear dote son fonds de 600 millions de dollars de capitaux propres, apportés par des clients qui lui confient leurs avoirs à placer – d'un geste large, Bear rajoute de sa poche... 40 millions. Le reste – 10 milliards de dollars ! – sera entièrement composé de prêts contractés auprès de Barclays, Crédit Suisse, JP Morgan et Merrill Lynch. De ce point de vue, le *Enhanced Fund* est la réplique, mais gonflée aux stéroïdes, de son « modeste » cousin le *High Grade Structured Credit Fund* (alias *High Grade Fund*), juste un peu moins massivement levierisé.

Les fonds sont lancés. Ils opèrent maintenant sur les bases coutumières de leur industrie, c'est-à-dire en prélevant d'emblée au titre de leurs revenus 2 % de l'encours total et 20 % des plus-values. Chaque fonds paye les frais financiers de sa dette, puis verse ce qui reste en rémunération aux apporteurs de fonds (les 600 millions pour le *Enhanced Fund*) qui l'ont choisi comme véhicule pour leurs placements. Pour son compte, Bear Stearns, estime Ian Kerr⁵¹,

peut escompter un taux de rendement de 20 % sur sa propre mise – de l'authentique *high yield*... si tout va bien. Mais tout ne va pas bien : le marché immobilier se retourne. L'indice ABX qui donne une évaluation de la sûreté des produits dérivés de subprimes a été construit et publié en janvier 2007. Lancé à la valeur conventionnelle 100 au 1^{er} janvier, il ne vaut plus que 55 six mois plus tard. Bill Gross, président de Pimco, courtier en produits de taux, pronostiquait que les détenteurs de titres BBB perdraient la totalité de leur investissement si le taux de défaut des ménages dépassait les 7 %, et que les CDO cotés A prendraient le même chemin passé 10 %. En ce mois de juin 2007, le taux de défaut est à 13,8 %...

La mécanique des « appels de marge »

L'effet levier sur lequel comptait le fonds pour faire sa fortune est cela même qui va causer sa perte. Car le levier est affligé d'une déplorable symétrie : il fonctionne aussi bien à la hausse qu'à la baisse, c'est-à-dire démultiplie la rentabilité quand « ça monte »... et les pertes quand « ça descend ». Une dévalorisation de 1 % sur un encours de 10 milliards de dollars entraîne une perte de 100 millions, c'est-à-dire l'effacement de 16,7 % des 600 millions de fonds propres. À 6 % de contraction de la valeur du portefeuille, ce sont 600 millions qui sont perdus, soit 100 % des fonds propres. À partir du septième pourcent, maintenant que tous les fonds propres du véhicule y sont déjà passés, ce sont les banques prêteuses qui prennent les pertes – à 25 % de dévalorisation du portefeuille, pas contentes, elles en encaissent pour 1,9 milliard. Bien sûr, les banques ont parfaitement conscience de cette mortelle inversion des leviers. C'est pourquoi elles se garantissent en exigeant qu'un investisseur à qui elles prêtent pour lui permettre de prendre des positions levierisées couvre une partie de son risque par un dépôt effectué auprès d'elles, dit « dépôt de marge* » – une

sorte d'exigence minimale de capitaux propres. Mais, surtout, les banques se réservent le droit de réajuster à la hausse cette exigence de couverture si les positions prises par leur débiteur connaissent une évolution défavorable. Les investissements en titre AAA voient ainsi leurs dépôts de marge passer d'une fourchette de 2-4 % en janvier 2007 à 8-10 % début juillet. Le simple A passe lui de 8-15 % à 30 %⁵². Enfin, tout en bas de la hiérarchie de séniorité, les tranches *equity* de CDO qui devaient être couvertes à 50 % passent à 100 %, ce qui signifie en clair que les banques ne veulent simplement plus prêter pour ce genre de placement.

Tous ces réajustements qu'on nomme « appels de marge* » doivent être immédiatement satisfaits par les *hedge funds*, qui doivent par conséquent apporter des liquidités pour mettre à niveau leurs dépôts. Sur une dette de 10 milliards de dollars, qu'on va supposer pour faire simple entièrement investie en triple-A, un appel de marge correspondant à un relèvement des dépôts de 2 à 10 % oblige tout de même à trouver 800 millions de liquidités... Et sans traîner, car tout manquement du débiteur à son obligation de couverture dans les délais d'usage – en général 48 heures – est sanctionné par la banque d'une liquidation immédiate de ses positions. Quoique les actifs soient formellement la propriété du *hedge fund*, rien n'est plus simple en pratique que cette liquidation car la banque en question est son *prime broker**, c'est-à-dire son fournisseur de services financiers intégrés, du financement jusqu'à la passation des ordres en passant par la tenue des comptes titres. Dans le cas de Bear Stearns, c'est Merrill Lynch qui, gérant 90 % de l'encours CDO de ses fonds, a toutes les cartes en main, et par conséquent toute latitude de faire exécuter une clause de liquidation, d'ailleurs explicitement prévue et agréée par les parties dans le contrat de *prime brokerage*. En cas de défaut, Merrill Lynch a donc tout pouvoir de saisir la part qu'elle estime justifiée des CDO des fonds Bear pour les vendre au plus vite.

Or, pour Bear et ses *hedge funds* aux noms à rallonge, l'appel de marge devient insurmontable. Au stade de détresse qui est maintenant le leur, face à des pertes ayant déjà détruit les fonds propres et dans un marché des CDO en plein retournement, vendre des titres pour récupérer les liquidités à apporter à l'appel de marge est la certitude de prendre des pertes encore plus importantes, et cette fois-ci non plus latentes mais bien réelles. Début juin, les fonds Bear, devant s'exécuter malgré tout, vendent 3,8 milliards de dollars de CDO, au prix de fortes pertes⁵³. Et Bear n'est pas seul dans la débâcle. Tous les opérateurs, à des degrés divers et selon des échéanciers divers, rencontrent les mêmes contraintes et se trouvent forcés à des ventes de détresse dont tout le monde sait qu'elles vont précipiter de plus belle la chute du marché. Avant même que les ventes soient ordonnées, l'anticipation de leurs effets est d'ailleurs incorporée et la valeur des titres coule à pic. Mais dans ces conditions les appels de marge exigés par les banques prêteuses montent en flèche! Et la boucle infernale repart pour un tour. Le 15 juin, Merrill saisit 850 millions supplémentaires de CDO des fonds Bear, mais pour découvrir que leur vente immédiate ne rapporte plus que 20 % du nominal – 80 % de décote! Cette fois-ci, même Merrill abandonne.

Chacun pour son propre compte tente d'enrayer son désastre personnel. Il n'y a plus de solution de marché puisque les liquidations auront toujours un temps de retard sur l'explosion des appels de marge, et que la course-poursuite des deux, par chute des prix interposée, nourrit un effondrement cumulatif. Ne restent que les solutions « négociées ». Bear se retourne donc vers Merrill Lynch, son *prime broker*, dans l'espoir d'obtenir un délai de grâce. Mais la demande de James Cayne, le président de Bear, est soufflante : ni plus ni moins qu'un moratoire d'un an sur les appels de marge⁵⁴! Stan O'Neal, le patron de Merrill, comprend assez vite qu'on le mène en bateau : au terme du

moratoire, si les CDO sont repartis à la hausse, les profits seront pour Bear; s'ils restent au fond du trou, Bear, désolé, déclarera de nouveau le défaut sur les appels de marge et laissera Merrill avec les titres pourris sur les bras. À ce moment également, la communauté financière se souvient qu'en 1998, alors que LTCM se traînait à genoux pour quémander la même suspension des appels, Bear du haut de sa superbe avait baissé le pouce. Neuf ans plus tard, c'est Merrill qui fait le geste. Le 22 juin, Bear n'a plus qu'à déclarer la faillite de ses *hedge funds*, à annoncer qu'elle s'engage à fournir elle-même à son *High Grade Fund* une ligne de 3,2 milliards de dollars pour permettre sa liquidation dans les moins mauvaises conditions... et qu'elle laisse purement et simplement tomber le *Enhanced Fund* – ardoise totale : 1,6 milliard de dollars.

LE FEU À LA BROUSSE

La stupéfaction est à la mesure de l'événement. À partir de ce moment-là, il est clair pour tout le monde que rien ne va plus dans le monde enchanté des subprimes et de la titrisation réunies. Au spectacle de pareils ébranlements, le sentiment d'inquiétude sort de l'isolement des consciences privées pour précipiter en un instant en sidération collective. Désormais, il n'y a plus rien à faire qu'à attendre et observer, impuissant, le déploiement nécessaire du désastre.

Les esprits sont maintenant électriquement repolarisés : ils sont passés en quelques semaines de la franche euphorie à la suspension angoissée qui précède la panique; il suffira d'une mauvaise nouvelle de plus pour précipiter la ruée. Or la situation est tellement dégradée que celle-ci est vouée à se produire. En France, la société de gestion Oddo annonce le 26 juillet 2007 la liquidation de trois de ses fonds. Mais Oddo n'est pas vraiment un géant de la finance. Tout autre

sera l'impact d'un événement semblable, la fermeture de trois fonds par BNP Paribas le 9 août. Une semaine auparavant, Baudoint Prot, le président de la banque, présentait ses résultats semestriels, pas mécontent de lui d'ailleurs. En tout cas, pas un mot sur d'éventuels « problèmes » qu'auraient rencontrés ses « fonds dynamiques ». Le mensonge est une pratique d'institution si commune, qu'on ne s'en aperçoit plus que lorsque les faits imposent d'eux-mêmes un démenti qui fait passer au ridicule un seuil suffisamment haut, suffisamment vite – en l'espèce une courte semaine, délai honorablement qualifiant. Adam Applegarth, président de Northern Rock, n'est pas en reste au concours des déclarations calamiteuses : « les perspectives de moyen terme de l'entreprise sont très positives⁵⁵ », se rengorge-t-il en juillet à la présentation de ses résultats semestriels – la même que celle de BNP Paribas. Daniel Bouton, lui aussi, jurera avec toute la sincérité dont il est capable que l'exposition de la Société Générale sur les subprimes est « indirecte et marginale⁵⁶ » et que « la crise est sous contrôle⁵⁷ », pendant que ses lieutenants seront chargés d'aller expliquer que les pertes maximales n'atteindraient pas les 200 millions d'euros même « dans le scénario le plus pessimiste⁵⁸ » – comme on sait, l'affaire finira en mars 2008 à 2,5 milliards de pertes, et 1,2 de mieux en mai, pas loin de vingt fois plus au bas mot.

Si jamais le cas Bear Stearns avait laissé quelques malcomprenants, l'accident BNP Paribas achève de les dessiller. Éternel symptôme de la crise de marchés, la liquidité s'évapore à une vitesse fulgurante. Et le phénomène n'a pas le bon goût de rester confiné au compartiment qu'il frappe en premier. Il a même la propriété exactement contraire de se propager de manière foudroyante aux compartiments connexes – début d'activation de l'hyper-redondance. Le moteur de cette propagation est à trouver dans l'alliance du stress financier auquel sont soumises les institutions, qui prennent de lourdes pertes et sont dans la nécessité de se

refinancer, et de la situation d'illiquidité qui empêche de réaliser les actifs en cours de dévalorisation pour retourner au cash. Faute, en effet, de pouvoir s'extraire du marché des CDO où plus rien ne peut être vendu contre monnaie, et dans l'obligation de reconduire leurs financements ordinaires, les institutions financières n'ont plus que la ressource de se tourner vers d'autres compartiments de marché – en d'autres termes, d'aller vendre autre chose ailleurs. Si les CDO ne trouvent plus preneurs, se disent bon nombre d'opérateurs, il est encore possible de vendre de l'ABCP* (*Asset Backed Commercial Paper*), ces billets de trésorerie adossés à des créances titrisées, et dont les banques sont devenues très dépendantes pour leurs opérations quotidiennes de refinancement. Mais les ABCP à leur tour ne sont pas en grande forme, et pour cause : une bonne part de leurs actifs en collatéraux sont eux-mêmes des dérivés de subprimes. Aussi le papier émis avec de tels adossements est-il plus que suspect. De fait, personne ne se précipite pour en acheter, et comme il ne reste plus au marché de l'ABCP comme intervenants que des émetteurs en détresse, celui-ci à son tour se fige dans la congélation. Deux banques régionales allemandes, IKB et Sachsen LB, en font les frais dès août, incapables de refinancer leurs Véhicules alors qu'elles épongent des pertes massives (à leur échelle) sur leurs portefeuilles de CDO (17 milliards de dollars chacune). Mais la fermeture de l'ABCP va faire sa première victime de marque en septembre : Northern Rock.

Longtemps vanté pour son audace « stratégique » – avant d'être requalifié d'« extrême », mais *post factum*, c'est-à-dire un peu tard –, le modèle économique de Northern Rock avait pour caractéristique de minorer la part des dépôts dans le financement de la banque, et de faire reposer celui-ci aux trois quarts sur les marchés de capitaux – contre la moitié pour ses concurrents les plus proches, déjà jugés assez téméraires. Dans ces conditions, la fermeture de compartiments

de marché successifs et l'impossibilité d'y lever des fonds en émettant de nouveaux papiers sont simplement dramatiques. Le 13 septembre 2007, l'évocation d'une intervention d'urgence de la Bank of England auprès de Northern Rock provoque exactement ce qu'elle avait pour vocation d'éviter : le commencement de la panique des déposants qui se précipitent retirer leurs avoirs. Gigantesque bond en arrière : la dernière fois que des Britanniques ont fait la queue au guichet d'une banque c'était en 1866...

De tous côtés, ce ne sont plus que mouvements de ventes à sens unique. Demandes affolées des clients des fonds de récupérer leurs capitaux, électrochocs des appels de marge, course à la déléviérisation pour réduire l'exposition et couper les pertes : tout nourrit la baisse. Car, lorsqu'ils comprennent que le retournement n'est pas une anodine fluctuation mais bel et bien un changement de régime, les investisseurs n'ont plus qu'une idée : vendre au plus vite pour limiter la casse, en minimiser l'amplification par le levier et rembourser la dette dans les moins mauvaises conditions. Dans une mortelle collusion, tous les mécanismes de la finance abondent dans le même sens. À la fin des fins, même des compartiments sans rapport immédiat avec les marchés de crédit sont affectés. Car il faut bien retourner à la liquidité coûte que coûte, ou pour renouveler les financements ou pour satisfaire aux appels de marge – et donc vendre ce qui peut l'être. Les institutions financières font l'inventaire de tous leurs portefeuilles pour y trouver ce qui n'y porterait pas le stigmate de la titrisation ou du dérivé de crédit : les actions ! Alors elles cèdent ce qu'elles peuvent d'actions... et le marché des actions se met à baisser à son tour. Avec un flegme très britannique, *The Economist* fait observer que « comme les autobus, les troubles financiers arrivent en convois⁵⁹ » – comme on sait, l'expression française évoque, elle, des « escadrilles », mais elle est plus crue.

TANTALE ET LA LIQUIDITÉ

En une dizaine de jours à peine, début août 2007, tout le paysage de la finance internationale a basculé. Cette soudaineté est sans doute l'un des caractères les plus typiques des crises de marché. Tous les opérateurs sont stupéfiés par la révision foudroyante des jugements portés sur les actifs détenus en portefeuille, dont la qualité passe « inexorablement » de « très sûre » à « très toxique ». Symptomatique de cet effet de sidération, le communiqué de presse que publie BNP Paribas le 9 août, genre rhétorique ordinairement voué à l'euphémisme et conçu pour dire que tout est « sous contrôle », a des accents d'une inquiétante authenticité : « la disparition, sur certains segments, du marché de la titrisation aux États-Unis conduit à une absence de prix de référence et à une illiquidité quasi totale des actifs [des fonds fermés] quelles que soient leur qualité et leur *rating* ». Ceux qui lisent cela au mois d'août ont de quoi en avoir le frisson : sur certains segments, le marché a « disparu »... Comme IKB, BNP Paribas constate que « même » des actifs de qualité double- ou triple-A ne trouvent plus preneurs, et qu'un marché d'où les acheteurs ont disparu et sur lequel il n'y a plus que des vendeurs... n'est plus un marché.

La brutalité de ces retournements est l'indice le plus probant de l'empire du *jugement*, et par suite de la croyance, sur les comportements de la finance. La liquidité d'un marché n'a donc rien d'une propriété objective ou intrinsèque – c'est pourquoi d'ailleurs s'imaginer qu'en multipliant le nombre des spéculateurs on la consoliderait est de la dernière bêtise. Elle n'est que le reflet d'une croyance collective en la pertinence des prix qui y sont faits. Il faut le maintien de cette croyance, même rendu inaperçu par la force de l'habitude, pour que les flux moyens d'achats et de ventes soient reconduits, garantissant à chaque vendeur de pouvoir trouver un acheteur et réciproquement. À ces conditions, la

« sortie » est un non-problème. La promesse de la liquidité est tenue, avec au surplus la propriété de s'auto-entretenir puisque plus la réversibilité est garantie, moins les opérateurs hésitent à s'engager et plus le marché est liquide. Mais que la croyance en la pertinence des prix soit mise en question, que les agents interrogent à nouveau ce qu'ils considéraient jusqu'ici comme allant de soi – les valorisations sont-elles vraiment les bonnes ? un vendeur trouvera-t-il un acheteur ? –, et l'habitude qui soutenait la régularité des transactions se trouve soudain rompue – moment de crise qui fait redécouvrir la contingence des choses tenues pour acquises. Or, sous ce rapport, le « tir groupé » des catastrophes de début août est dévastateur. La ruée vers la sortie des investisseurs, ébahis au moment où se déchire le voile des survalorisations, fait du « marché » une collectivité d'agents à la fois unis et divisés par l'obsession de s'enfuir avant tous les autres.

À intervalles réguliers – et qui en disent long sur sa capacité d'apprentissage –, la finance de marché redécouvre donc ce que Keynes, il y a plus de soixante-dix ans, avait déjà parfaitement analysé, à savoir que la liquidité n'est qu'une fausse promesse, un rêve de singe. La liquidité comme possibilité permanente de sortie, comme garantie de réversibilité, est un mensonge collectif : elle s'évanouit dès lors que *tous* tentent *simultanément* d'en exercer l'option. Un marché, observait Keynes, ne maintient la régularité de ses transactions qu'à la condition expresse que ses opérateurs aient à la fois des stratégies et des vues sur l'avenir suffisamment hétérogènes pour que certains décident d'y être vendeurs et d'autres acheteurs, de sorte que leurs proportions relatives demeurent dans une fourchette qui garantit au prix des évolutions « lisses ». Or la polarisation d'une opinion saisie par la panique détruit dans l'instant cette impérative condition d'« hétérogénéité ». Là où le fonctionnement ordinaire du marché autorise en effet la sortie permanente à un nombre

modéré d'opérateurs, car il y a toujours suffisamment d'acheteurs en face, la crise de liquidité abolit brutalement l'un des côtés du marché et laisse enfermés tous les agents qui se sont précipités dans l'autre – le côté vendeur. Il y a donc quelque chose du supplice de Tantale dans la liquidité financière : elle se dérobe plus inexorablement à mesure qu'elle est plus intensément recherchée. Fausse promesse par excellence dès lors qu'elle est prise au sérieux par la collectivité du marché tout entière et que tous voudraient l'exercer en même temps, la liquidité est une sorte de parapluie pour beau temps, mais qui s'autodétruirait au moment de l'orage : le marché est garanti « liquide »... tant que personne n'a vraiment envie d'en sortir – la belle affaire ! Abrisés sous des baleines sans toile, les investisseurs en panique sont condamnés à finir rincés.

LE DIFFICILE AVEU DES PERTES

La crise de liquidité n'est pas partie pour être passagère. Elle se nourrit de l'incertitude ambiante, et celle-ci ne cesse de croître à mesure que les dérivés de subprimes s'enfoncent dans un impénétrable brouillard. Que leur valeur s'effondre, c'est un fait avéré. Mais de *combien* exactement ? Il faut y revenir car le non-initié peinera sans doute à le croire, or c'est pourtant la vérité : pour toutes leurs équipes surcompétentes et leurs arsenaux de modèles mathématiques, les investisseurs, tout particulièrement les banques, se retrouvent incapables de se faire une idée de la valeur des titres avec lesquels ils restent « collés ». De tous les paradoxes de cette crise financière, celui-ci n'est sans doute pas le moins succulent : les institutions qui se donnent pour la pointe la plus avancée du capitalisme contemporain, pour le degré suprême de la sophistication dans l'art du négoce (*trading*), pour la technicité la plus raffinée dans la gestion du risque,

ne sont *in fine* pas même capables de répondre à la question à la fois la plus élémentaire et la plus fondamentale de toute la vie économique : « Quel est l'état de mes comptes ? » Une telle accumulation de moyens humains et techniques, une telle débauche d'inventivité, de constructions théoriques et d'ingénierie financière pour en arriver à cet aveu un peu demeuré : « Nous savons que nous avons perdu, mais nous ne savons pas combien. » Et c'est vrai : ils ne savent pas « combien » ! Ils ne le savent pas parce qu'en réalité ils n'ont jamais vraiment su ce qu'ils faisaient – et seule l'épreuve de la déconfiture rend cette ignorance patente, quoiqu'elle ait été présente dès le début. « *The past few weeks have shown that financiers did not fully understand what they were trading*⁶⁰ », reconnaît *The Economist* avec cet art *so british* de l'*understatement*⁶¹.

Il y a de quoi, car les CDO ont pour collatéraux des bouillabaisse de crédits si variés qu'une chatte n'y retrouverait pas ses petits. Tel n'était pas le cas des tout premiers CDO, ceux des années 1990, qui étaient adossés à un petit nombre de grosses lignes obligataires de même nature, le plus souvent *corporate*, dont l'investisseur lui-même pouvait faire l'analyse financière et apprécier le risque : il y reconnaissait ses « valeurs » habituelles, du General Motors, de l'American Airlines ou du Marks & Spencer, et le tout composait un univers de crédit assez bien balisé. Mais les CDO des années 2000 sont d'un tout autre genre. Leurs actifs ne comptent guère plus de 1 % d'obligations d'entreprise et sont devenus à la place d'inraisemblables capharnaüms de dettes aussi hétéroclites que possible – de l'immobilier bien sûr, résidentiel ou commercial, en fait des MBS* (*Mortgage Backed Securities*), du crédit auto, des cartes de crédit, des prêts étudiants et même des tickets de football à payer, fou-foir élevé au carré par les propriétés joyeusement mélangées des CDO de CDO... D'une complexité devenue impenétrable, ils laissent ceux qui les acquièrent dans la plus

complète incapacité de se faire une idée des risques qu'ils ont en main : les mettre à plat en vue d'une analyse complète exigerait plus de temps d'expertise et d'argent que le produit lui-même pourrait jamais rapporter. C'est pourquoi les investisseurs s'en sont entièrement remis à l'évaluation des agences de notation, sans pouvoir à aucun moment la tempérer de leur jugement propre, comme ç'avait été le cas lors de la bulle Internet où les analystes *buy-side*, ceux des fonds acheteurs, entretenaient le contrepoint de leur propre expertise. Ce fonctionnement à l'aveugle, soutenable tant que les gains servaient de paravent à cette profonde ignorance, n'a pas résisté au retournement des marchés, et les mieux équipés – les banques – se sont mis en devoir d'enfin comprendre ce qu'ils avaient sur les bras. Pas d'autre méthode que d'ouvrir le chantier auquel ils s'étaient toujours refusés : décontracter l'effroyable fourbi en ses composantes élémentaires, par classes de crédit – immobilier commercial, résidentiel, auto, étudiants, cartes, etc. – et, pour chacune, refaire l'analyse de risque élémentaire avant de réagrèger le tout. Cette tâche titanesque va mobiliser les équipes des semaines et même des mois durant. Et pendant ce temps, les marchés continuent de s'effondrer, et les banques, par peur de l'opprobre autant que par ignorance, demeurent silencieuses quant à l'état de leurs comptes. Leurs auditeurs d'ailleurs s'en inquiètent : conformément aux « bonnes habitudes » que la finance même a imposées à tous, il faut rendre des comptes trimestriels. Et normalement ceux-ci devraient appliquer sans faiblir la norme du *mark-to-market**, une autre idée géniale que la finance a fait triompher.

Les lenteurs du calcul se doublent des réticences à l'aveu. Aussi, le processus progressant malgré tout, la révélation des pertes prend-elle l'allure d'une sorte de calvaire au ralenti, qui voit les banques lâcher par à-coups des montants de pertes, puis des montants révisés – à la hausse –, puis des

révisions des montants révisés, et les gouffres n'en finissent pas de se creuser. Le goutte-à-goutte des mauvaises nouvelles scie les nerfs de la finance. À chaque présentation trimestrielle, à chaque annonce d'un « gros calibre » révélant des pertes consternantes, les marchés convulsent un peu plus. Bear Stearns, Citigroup, UBS, Merrill Lynch se succèdent régulièrement au palmarès des mauvaises nouvelles, en un manège sans fin. La viscosité du processus produit le pire des effets : les révisions sans fin ancrent l'idée qu'on n'est plus sûr de rien, qu'il reste toujours des cadavres dans les placards, que certains qui n'ont rien dit jusqu'ici vont devoir sortir du bois, etc. – ainsi la Société Générale, qui résiste jusqu'en mars 2008 ! En juillet 2008, après tout de même un an de crise générale et, pour ce qui la concerne, 47 milliards de dollars de pertes, Merrill Lynch en est encore à tourner autour du pot et, dix jours après l'annonce de ses résultats du deuxième trimestre – 9,4 milliards supplémentaires de dépréciation qui avaient fait croire aux investisseurs que cette fois-ci le fond avait été atteint – à s'aviser d'un « petit oubli » de 5,7 milliards de plus...

Le dilemme des « prix planchers »

Lors des crises financières précédentes, les autorités avaient pourtant trouvé les moyens de casser la baisse et d'établir des planchers de prix à partir desquels les opérateurs étaient revenus dans le marché. Ainsi, au début des années 1990, lors de la crise immobilière dans laquelle les *Savings & Loans*, les caisses d'épargne étatsuniennes, avaient perdu tant et plus : le gouvernement avait organisé autoritairement une vente aux enchères de leurs actifs dépréciés. Il en était résulté des prix de bradage qui révélaient intégralement les pertes, à partir de quoi les détenteurs de liquidité avaient accepté de réinvestir sans craindre de nouvelles moins-values. Mais cette solution n'est plus possible en 2007 en raison de la règle comptable du *mark-to-market*, c'est-à-dire de l'inscription

des actifs dans les bilans, non plus à leur valeur historique mais à leur valeur de marché instantanée. Car celles des banques qui ne seraient pas contraintes de vendre leurs titres dépréciés à la casse et voudraient les garder dans leurs bilans devraient alors néanmoins passer dans leurs comptes des dévalorisations de mêmes proportions que celles des actifs équivalents effectivement liquidés. Or ces moins-values s'annoncent si massives que les capitaux propres des banques en seront très sévèrement entamés. Cette destruction de leurs fonds propres, les banques ne peuvent pas se la permettre, sauf à voir leur ratio de capital* tomber sous le seuil réglementaire des 8 %. Il est maintenant évident que, parmi les banques exposées, très peu résisteront à l'« opération vérité », et que, en propulsant leurs ratios de solvabilité aux tréfonds, la pleine révélation des pertes les mettra en situation de quasi-insolvabilité. Dans le nouveau contexte de normalisation comptable – la règle du *mark-to-market* – et compte tenu des contraintes de surveillance prudentielle, nul ne peut se permettre de trancher le nœud gordien, et la résolution de la crise reste inextricablement prise dans ce dilemme : en sortir exige d'« abattre » les valeurs de manière assez brutale pour convaincre que les pertes sont toutes révélées ; mais révéler les pertes ainsi, c'est pousser les banques concernées au bord de l'effondrement définitif⁶².

Incapables de se résoudre à cette extrémité, il ne reste plus aux banques que la solution de la révélation lente qui, détériorant leurs ratios de solvabilité à un rythme contrôlable, leur laisse au moins la possibilité d'y parer en allant lever de nouveaux capitaux propres dans des conditions moins dramatiques. Merrill, Citi, UBS, toutes s'efforcent de procéder à des augmentations de capital. Mais on ne voit pas trop comment le gel présent de toutes les liquidités et surtout la suspicion générale pourraient décider quiconque d'apporter des fonds. Le salut ne viendra que d'une toute nouvelle sorte d'intervenants financiers : les fonds souverains. Des

liquidités, ils en regorgent. Eux n'ont pas l'obsession de les réserver pour faire face à des pertes de subprimes ou à d'urgents besoins de refinancement : ils n'ont pas pris part à ce jeu idiot. Et venir au secours d'éclopés notoires ne leur fait pas peur non plus : d'une part, aux niveaux massacrés où sont tombés les cours des valeurs financières, de significatives participations s'acquièrent à vil prix et, d'autre part, les fonds souverains, se disant que la crise finira bien par passer, ont le temps devant eux. Par une ironie suprême, les fleurons du capitalisme le plus privé, la crème de la haute finance anglo-saxonne, bien installés d'ordinaire dans l'idée que l'intervention publique n'est plus qu'un réflexe reptilien de cerveaux indécrementablement soviétoïdes, ne doivent d'échapper à la déconfiture qu'à une forme de nationalisation – rappelons que les fonds souverains sont des fonds d'État –, qui plus est par des puissances étrangères...

Le délai même avec lequel s'impose la nécessité de l'augmentation de capital est en soi un indicateur des infernales contradictions où se trouve prise la finance. Car faire le choix de la recapitalisation, c'est du même coup consentir l'aveu public de ses difficultés – perspective forcément douloureuse dans un univers qui fonctionne à la réputation –, puisque c'est implicitement déclarer que son ratio prudentiel* n'est plus à niveau. Tous ceux qui ne sont pas à la dernière extrémité y résisteront tant qu'ils pourront. Si, en France, la Société Générale se distingue dans ce registre du déni et du retardement, la palme revient probablement aux banques britanniques – Northern Rock excepté, on s'en doute. Barclays, la Halifax Bank of Scotland (HBOS) et la Royal Bank of Scotland (RBS) font de la résistance pendant des mois et repoussent tous les appels à la recapitalisation lancés par la Bank of England ou la FSA (Financial Services Authority). Il faut dire que cet acharnement dans le refus est soutenu par des forces très puissantes. Augmenter le capital entraîne mécaniquement un effet de dilution qui fait baisser

le bénéfice par action (BPA). Or le BPA est l'étoile du Nord des actionnaires, c'est pourquoi les banques britanniques, doctrinaires du capitalisme actionnarial plus résolues encore que leurs homologues étasuniennes, s'y refusent avec la dernière énergie. Mervyn King, le président de la Bank of England, s'étonne publiquement que les banques privées fassent son siège pour l'exhorter à étendre toujours davantage les facilités de refinancement et, pour l'en convaincre, peignent leur situation en couleurs toujours plus sombres... alors même qu'elles augmentent les dividendes versés aux actionnaires et se refusent à toute recapitalisation dilutive! «*Shareholders first*», voilà la boussole morale des vrais croyants : jusque dans la débâcle, les actionnaires passeront avant tout le monde. Cependant, même les doctrinaires les plus endurcis finissent rattrapés par le principe de réalité. Après avoir assisté avec hauteur aux effondrements environnants sans rien concéder elle-même, la Royal Bank of Scotland se résout enfin, en avril 2008, à reconnaître 5,9 milliards de livres de pertes, qu'elle doit accompagner d'un plan de recapitalisation à hauteur de 12 milliards de livres, assorti de 4 autres milliards de cessions d'actifs variées. Le désir de recapitaliser procède d'une intention fort louable, mais encore faut-il trouver du monde pour y souscrire. De ce point de vue, les recapitalisations les plus tardives ne sont pas les plus simples. Barclays, en juillet 2008, doit constater que son augmentation de capital de 5,7 milliards d'euros n'a été souscrite qu'à 19 %. Quant à HBOS, des 4 milliards de livres qu'elle espérait lever, elle n'en récupérera que 332 millions : 8,3 % ! Il faut vraiment que la crise financière soit profonde et générale pour que d'aussi spectaculaires ratages boursiers soient passés quasi inaperçus.

LA TERREUR DU RISQUE DE CONTREPARTIE

Des soupçons délétères qu'a immanquablement fait naître la lenteur de la mise au jour des pertes, celui du risque de contrepartie* aura sans doute été le plus dissolvant – et objectivement le plus explosif. De manière assez compréhensible, la réticence à l'aveu a été d'une intensité proportionnelle à l'énormité des choses à avouer. Cette énormité trouve son principe dans cette caractéristique, probablement l'une des plus typiques de la finance de marché, que l'on retrouve au tournant de chacun des enchaînements fatals de la crise, à savoir le recours massif à l'effet levier*. Le cas Bear Stearns a déjà suffisamment montré la dangerosité de cette pratique qui démultiplie symétriquement les rentabilités positives... et négatives. Les leviers, si l'on entend par là la possibilité offerte à un agent de prendre des positions excédant largement ses capitaux propres, sont d'ailleurs de multiples sortes. Au levier d'endettement proprement dit, il faut ajouter le levier de nature plus « institutionnelle » des dépôts de marge qui oblige à une provision immédiate de cash pour prendre une position sur des produits dérivés – deux leviérisations distinctes qui se trouvent confondues dans le cas des contrats de *prime brokerage**. Sur les marchés dits organisés, structurés autour d'une chambre de compensation, cette obligation du dépôt de marge* a un caractère réglementaire et s'applique uniformément. Elle est en revanche laissée à l'appréciation des parties dans les transactions dites de gré à gré (ou OTC* pour *Over The Counter*). Il y a bien, en tout cas, deux sources de leviérisation différentes... et qui ne demandent qu'à être combinées, le levier d'endettement *stricto sensu* faisant démultiplicateur pour le levier de dépôt de marge: si, par exemple, une position sur dérivés d'un montant de 100 millions d'euros exige 2 % de dépôt de marge, soit 2 millions, et que l'investisseur en question le finance moyennant 10 % de fonds propres et

90 % d'endettement, il en résulte qu'une position de 100 millions peut avoir été ouverte moyennant une avance de cash de 200 000 euros !

Ces formidables effets d'amplification, autorisés par la combinaison des leviers de toutes sortes, ont conduit pour nombre d'opérateurs à la constitution de gigantesques positions adossées à des ressources de capitaux propres littéralement ridicules. On comprend mieux peut-être pourquoi l'ensemble de la banque Bear Stearns se retrouve avec une position globale sur dérivés de crédit de 13,4 trillions (milliers de milliards) de dollars pour des actifs totaux de 80 milliards de dollars et... environ 10 milliards de dollars de capitaux propres⁶³. La lecture des statistiques de l'Office of the Comptroller of the Currency Report⁶⁴, l'un des organismes de supervision financière étasuniens, fait littéralement dégingoler les yeux des orbites. JP Morgan, qui va bientôt racheter Bear et apparaître comme le sauveur du système financier étasunien, affiche 92 trillions de dollars de dérivés de crédit pour 1,2 trillion d'*actifs* (même pas de capitaux propres), record du levier toutes catégories. Avec des sauveurs pareils, pas besoin de faillis... Bien sûr, il ne faut pas prendre ces totaux astronomiques pour des positions *ouvertes*, car, dans ce total, de nombreuses opérations sont de couverture mutuelle. Il n'en demeure pas moins que les 13 400 milliards de dollars de Bear Stearns représentent bel et bien le risque de contrepartie qu'elle fait peser sur la communauté financière internationale puisque, en cas de faillite, il y aurait eu pour 13 400 milliards de dollars de transactions non réglées. On fera remarquer, là encore, que sur ce total beaucoup d'engagements à payer compensent des engagements à recevoir. Le risque de contrepartie *net* est donc moins élevé. Même s'il s'établissait à 10 % du total, il n'en resterait pas moins 1 340 milliards de dollars de transactions non soldées, une paille... S'y ajoute le fait que les compensations des paiements à effectuer et à recevoir n'ont

pas forcément le bon goût de s'opérer établissement par établissement, de sorte que certains se retrouvent vis-à-vis de Bear Stearns dans une position nette très ouverte, et par conséquent très exposée au risque de contrepartie. On imagine sans peine les effets d'un tel défaut.

La question du risque de contrepartie, longtemps restée toute théorique, c'est-à-dire sans pouvoir d'émouvoir grand monde, redevient subitement très parlante au moment où les défaillances choc de l'été ont remis dans les têtes l'éventualité, non pas juste de la fermeture locale de quelques fonds de moyenne importance, mais de la disparition pure et simple de l'un des très gros intervenants sur le marché OTC* des dérivés de crédit. Les *quants*, c'est-à-dire les analystes en charge de la modélisation quantitative des risques, sont mobilisés d'urgence pour fournir une appréciation des dégâts collatéraux qui s'ensuivraient si jamais... L'estimation fournie par le service « Recherche » de Barclays Capital fait un peu froid dans le dos⁶⁵. La simulation est conduite sur le cas hypothétique d'un « gros » défaut, impliquant un opérateur engagé pour 2 trillions de dollars sur les CDS* – 1 trillion de protections vendues et 1 trillion de protections achetées, pour un nominal composé à 65 % d'entités de référence *Investment Grade**, c'est-à-dire de très bonne signature. *Dixit* le calcul des analystes, du défaut de cet opérateur, il résulterait pour le système financier des pertes collatérales* totales comprises entre 36 et 47 trillions de dollars! La note trouve judicieux, et en effet ça l'est, de préciser que ces pertes faramineuses seraient concentrées sur les investisseurs effectivement en risque de contrepartie de l'opérateur en défaut, c'est-à-dire sans possibilité d'un effet de « dilution » qui serait rendu possible si *tous* les opérateurs du marché devaient absorber ce choc. Or le marché OTC des CDS est une communauté certes bien sympathique mais assez étroite: une cinquantaine de *brokers-dealers* y sont vraiment actifs, qui auraient à se partager les 47 trillions de

pertes... en attendant la deuxième vague... et les suivantes! Avec la leviérisation, la finance redécouvre donc les propriétés divergentes des réactions en chaîne. Il faut s'empêcher de penser aux conséquences sauf à prendre ses jambes à son cou.