

(5) RMBS pour Residential Mortgage Backed Securities, CDO pour Collateralised Debt Obligations, voir pour une présentation de ces titres et plus largement des mécanismes générateurs de la crise actuelle : Frédéric Lordon, « [Quand la finance prend le monde en otage](#) », [Le Monde diplomatique, septembre 2007](#).

(6) Overnight : du jour pour le lendemain.

(7) A l'inverse du marché interbancaire, exclusivement réservé, comme son nom l'indique, aux banques, le marché monétaire est ouvert à des institutions financières non bancaires et à des entreprises, qui peuvent soit y placer leurs excédents de trésorerie soit s'y financer en émettant des titres de dette de court terme.

(8) Ben Bernanke a succédé à Alan Greenspan à la tête de la Réserve Fédérale en 2006.

(9) Chaîne américaine d'information boursière en continu.

(10) Dont Jim Cramer, animateur sur cette même CNBC d'une émission délicatement appelée Mad Money est un des représentants les plus hauts en couleurs.

(11) Ce texte a été écrit le 19 août 2007.

(12) Frédéric Lordon, « [Une mesure contre la démesure de la finance : le SLAM !](#) », [Le Monde diplomatique](#), février 2007.

(13) Dont les versions françaises ont pour noms Sicav et FCP (Fonds communs de placement).

Spéculation immobilière, ralentissement économique

Comment protéger l'économie réelle

En complément de son article publié dans *Le Monde diplomatique* de septembre, et qui analyse la crise financière partie cet été du marché américain du crédit immobilier (lire « [Quand la finance prend le monde en otage](#) »), Frédéric Lordon livre, dans cet article exclusif pour notre site Internet, ses pistes de réflexion sur la finance... et les moyens de limiter sa suprématie.

Cet ensemble d'articles fait l'objet d'un débat sur notre site <http://blog.mondediplo.net/-En-debat->.

Par Frédéric Lordon

Il se pourrait qu'il y ait du vrai dans l'adage populaire voulant qu'« à quelque chose malheur [soit] bon » — mais encore faut-il aller déboucher ce « quelque chose » là où il se cache... De la crise des marchés de crédit à laquelle assistent médusés les salariés, pressentant confusément, mais pertinemment, qu'en bout de course ce sont eux qui pourraient bien en faire les frais, on peut au moins dire qu'elle offre une occasion, à ne loucher sous aucun prétexte, de prendre la mesure de ce qu'il en coûte de tout accorder à la finance et de se décider enfin à lui briser les reins.

Or, seul le sidérant spectacle du tumulte des marchés, les images des traders hystériques, des gestionnaires de fonds suant l'angoisse et des banquiers centraux blafards d'insomnie peuvent, à chaud, frapper suffisamment les esprits pour soutenir une demande politique d'action contre la spéculation. La fenêtre « spectaculaire » est hélas à peu près d'aussi courte durée que les effets réels de la crise financière peuvent

être longs (et pénibles) à digérer. En témoignent la force des effets d'oubli et l'incapacité à établir dans la conscience collective la connexion entre les recrudescences successives de chômage et les accidents financiers qui les ont précédées, et dont un décalage de six mois suffit à faire perdre de vue qu'ils en ont été la cause. Il y a lieu de croire que la libéralisation financière aurait passé un sale quart d'heure si le corps politique avait clairement perçu le lien de cause à effet entre la crise spéculative immobilière de la fin des années 1980 — celle-là même qui a failli emporter le Crédit Lyonnais — et le violent retournement conjoncturel du début des années 90, entre les monumentales crises monétaires qui ont manqué volatiliser le SME (Système Monétaire Européen) en 1992-1993 et le pic assassin de chômage des années 1993-1996, entre l'éclatement de la bulle internet en 2000 et la rupture de croissance des années 2001-2004... Si donc la crise financière de 2007 peut être d'une quelconque « utilité » politique, et en attendant les dégâts qu'elle pourrait diffuser dans l'épaisseur de l'économie réelle, c'est comme opportunité d'une prise de conscience, préalable à une frappe politique.

1. « Transparence » et « régulation », ou la politique du « cause toujours »

Du train où vont les choses, on n'en prend pourtant pas le chemin — mais comment s'en étonner : pour ne pas être le plus grand nombre, les ennemis de cette aperception demeurent sans aucun doute les plus puissants. Il suffit pour s'en rendre compte de considérer les dérisoires mesures que le président français Nicolas Sarkozy met en regard de ses martiales déclarations d'arraisonnement de la finance — c'est « Verduun, on ne passe pas ! », mais armé d'un pistolet à bouchon... Le bouchon en question est d'ailleurs passablement émiétté pour avoir déjà trop servi, puisqu'il s'agit de l'incroyable appel à la « transparence ». Argument de troisième zone, délibérément ignorant des mécanismes fondamentaux des marchés, tels qu'ils expriment les caractéristiques les plus profondes des structures actuelles de la finance, la « transparence » fait typiquement partie de ces peccadilles qu'on lâche d'autant plus

qualifier cette situation à peu près aussi invraisemblable qu'inaperçue comme telle, dans laquelle l'infime minorité des parvenus de la finance met le pistolet sur la tempe de corps sociaux tout entiers et menace — armée des moyens objectifs de la menace — de tirer si l'on ne vient pas immédiatement lui éviter la déconfiture. Que la baisse des taux et la rescousse quasi-automatique soient devenues des garanties de fait extorquées par la finance du fait de sa situation stratégique n'empêche pas que seuls la retraite à 60 ans et le Smic soient d'archaïques acquis sociaux. Que les *traders* se goinfrent à millions pendant la bulle n'empêche pas que ce sont les cheminots et les fonctionnaires les ignobles privilégiés. On se demande parfois d'où vient et combien de temps durera ce mélange de myopie satisfaite et d'imbecillité donneuse de leçons. Il est vrai que l'aristocratie d'ancien régime, du temps où elle menait grand train, disposait déjà de sa classe satellite de curés avec strapontin au banquet et vocation à tout justifier...

Frédéric Lordon

Economiste, auteur de *Et la vertu sauvera le monde... Après la débâcle financière, le salut par l'« éthique » ?*, Raisons d'agir, 2003.

Vous appréciez notre site ?
Aidez-nous à en maintenir la gratuité.
[Soutenez-nous, abonnez-vous.](http://www.technip.com/fran-cais/pdf/Rappor...)

(1) Voir Frédéric Lordon, « Finance internationale : les illusions de la transparence », *Critique Internationale*, n° 10, 2001.

(2) Cf. www.technip.com/fran-cais/pdf/Rappor... (PDF).

(3) NDLR. Le « défaut de paiement », autrement dit l'incapacité à rembourser une dette.

(4) C'est-à-dire une action de refinancement par les principales banques saines de la place.

N'y va-t-il pas du destin de millions de salariés, comparé aux extravagants bonus de quelques milliers de *traders* ? Ce que cet acte législatif élémentaire ferait très bien, mais qu'on ne voit pas venir puisqu'il manque l'audace, en fait élémentaire, d'en prendre la décision, la politique monétaire anti-spéculative, en attendant, peut le faire à sa place.

8. Post-Scriptum. Quelles « prises d'otages » ? Quels « privilégiés » ?

Comme il est des clous qui méritent d'être bien enfoncés, notamment à l'usage des habituels malentendants, ceux à qui le spectacle des crises financières se succédant ne fait venir aucune idée et qui continuent de trouver la mondialisation heureuse, il est sans doute utile de revenir un instant sur la signification réelle des termes un peu techniques d'« externalité », d'« aléa moral » et de « risque de système », mais dont il est possible de mieux pénétrer le sens, dans le cas présent, en les synthétisant tous sous la catégorie pratique de la « prise d'otage ».

C'est, redisons-le, qu'on ne voit pas comment nommer autrement cette aptitude, conférée par l'occupation d'une certaine position dans la structure du capitalisme, à lier son sort pour le pire à celui de la totalité des autres agents — car, pour le meilleur, évidemment ceux-là repasseront... On devrait normalement convenir sans difficulté que conserver pour soi-même les immenses profits de la spéculation mais répandre sur tous les désastres du krach, que compter avec un cynisme parfois ouvert sur le secours des autorités monétaires qui devront inévitablement agir pour soi afin d'éviter que ses propres calamités ne deviennent aussitôt celle de la population entière, on devrait convenir, donc, que tous ces comportements sont adéquatement compris dans la catégorie de « prise d'otages ». Aussi la clique éditorialiste, qui n'a jamais assez de voix pour hurler à la « prise d'otages » quand une grève de transport, dont les objectifs se bornent à quelques dizaines d'euros de plus ou quelques heures de moins, gêne les déplacements plus de deux jours de suite, pourrait-elle s'interroger sur les superlatifs à inventer pour

facilement qu'elles permettent de sauver l'essentiel. La crise financière internationale de 1997-1998, qui avait failli emporter la totalité du système financier, avait déjà été mise sur le compte de « l'opacité », et avec d'autant meilleure conscience, quoique mêlée de relents douteux, qu'il s'agissait des « marchés émergents » — comprendre d'une partie du monde « pas tout-à-fait développée », et à qui il reste encore « des progrès à faire » pour se mettre aux normes occidentales... Le problème du diagnostic d'arriération, c'est qu'il s'effondre sitôt que le « monde avancé » connaît à son tour la panique financière, en 2000, et ceci en fait parce qu'il est victime des mêmes causes — génériquement celle de la finance libéralisée. On aurait pu au moins croire que cette pantalonnade désarmerait le *topos* de la « transparence », réservé aux « sauvages ». Pas un instant ! Sous des formes à peine différentes, c'est l'opacité des Enron et autres Worldcom, ripoux opportunément poussés sur le devant de la scène, qui a porté tous les péchés du monde pour mieux faire oublier ce que la crise devait aux structures déréglées des marchés de capitaux. Quelques années plus tard, faute de n'avoir rien appris, ou plutôt de n'avoir rien voulu apprendre, les mêmes causes, laissées invariantes, produisent les mêmes effets... et c'est le même brouet de la transparence qui nous est servi à nouveau comme purgation de mauvaises humeurs qu'on espère passagères.

Si la transparence comme arme de stabilisation de la finance n'était pas une illusion parfaite (1), il y aurait au moins une bonne raison de ne pas s'attendre à la voir mise en œuvre : il est impératif que l'opacité demeure aussi longtemps que possible le candidat récurrent à l'explication de la crise. Or, plus d'opacité, plus de dérivatif ! Tout le temps où elle dure, au moins les élites gouvernementales et financières peuvent-elles prendre des poses avantageuses en faisant résonner de vibrants appels à « la régulation ». Aussi l'éternel retour de la crise financière est-il également l'éternel retour des déclarations vides et des propos sans suite, de la cécité volontaire et des analyses qui regardent ailleurs, éternel retour d'une séquence-type dont on voit déjà se dérouler, impeccablement ordonnées, toutes les étapes : 1) exhortations politiques solennelles « à la régulation », 2) protestation du capital financier qui déclare absolument

nuisible toute intervention législative, 3) proposition alternative par ses soins d'une « auto-régulation », moyennant la création d'un « groupe de travail » rendant rapport et faisant du vent, le tout piloté selon un calendrier qui, le temps passant et l'oubli gagnant, aidera toute l'affaire à mieux finir dans les sables.

A l'expérience, et contre toutes les idées reçues ordinairement véhiculées par les experts stipendiés ou les amis du système, il apparaît que les Etats-Unis sont passablement moins libéraux que les Européens. Au moins l'éclatement de la bulle internet y a-t-il donné lieu à une vraie loi — cris d'horreur étouffés de justesse en France et vraiment parce que ce sont eux, les Américains, les seuls qui peuvent se permettre de légiférer dans le capitalisme puisque, par ailleurs, leurs créances libérales sont insoupçonnables. La loi Sarbanes-Oxley (2002) aura ainsi drastiquement durci les dispositifs de contrôle des comptes — les chefs d'entreprise s'en plaignent assez d'ailleurs, sans qu'on sache véritablement faire la part de la gêne réelle et de la propension à geindre à tout propos. Mais cette loi reposait entièrement sur l'hypothèse « ripoux », et ne pouvait en aucun cas prétendre s'attaquer aux véritables causes de l'instabilité financière. Et la France pendant ce temps ? A l'époque sous gouvernement « socialiste », puis à la période Jean-Pierre Raffarin, et très attachée à l'idée de faire passer comparativement les américains pour stalinoïdes, elle... n'a rien fait. Les hurlements patronaux au totalitarisme de la loi y ont immédiatement rencontré un écho compréhensif et l'on a laissé le Mouvement des entreprises de France (Medef) piloter lui-même groupes de travail et rédaction de rapports qui, tel le rapport de M. Daniel Bouton (2), n'avaient pas d'autre finalité que de prouver la supériorité de la régulation du capital par le capital, équivalent dans son ordre d'un appel à la chasteté par la vertu de réfrènement dans un bordel militaire de campagne.

2. La spéculation comme art de la prise d'otages

Il faut rappeler tous ces faits si l'on veut éviter la reproduction de la séquence maintes fois parcourue et déjà prête à resservir « Régulation /

(davantage tournée vers l'économie réelle) paieront pour les incartades des autres. On pourrait aussi imaginer que la banque centrale « ré-individualise » ses concours à l'*open market*. Après tout elle a les moyens de savoir avec qui elle transacte et d'appliquer à chaque interlocuteur le prorata qu'elle lui impose déjà dans la procédure bilatérale.

Nul doute que les amis de la finance trouveront à redire, eux à qui rien n'est possible quand il s'agit de mettre au pas les marchés. Et sans doute la formule avancée ici est-elle encore passablement mal dégrossie. Au moins a-t-elle le mérite de rappeler cette évidence en fait assez simple, et presque tautologique, qu'on ne se débarrassera pas des nuisances faites à l'économie productive par la spéculation sans une forme ou une autre de découplage entre sphère réelle et sphère financière. On pourrait dire d'une certaine manière que ce découplage existe déjà puisqu'on voit plus souvent qu'à son tour la finance euphorique alors que la croissance se traîne et que le chômage grimpe ! Mais ce découplage là est asymétrique : si la finance sait se bien porter quand la production est à plat, l'inverse n'est pas vrai. Et les déboires spéculatifs retentissent trop souvent dans l'économie réelle. Par l'effet propre de l'amnésie historique, à quoi s'ajoute celui de l'intérêt des dominants à l'oubli collectif, on a perdu de vue les dispositifs assez judicieux que le *New Deal* avait eu la sagesse de mettre en place à la suite du krach de 1929. Le *Glass Steagall Act* n'y était pas allé de main morte à l'époque... Il y était même allé d'une main très vive puisqu'il avait drastiquement séparé les banques en banques commerciales d'une part et banques dites d'investissement de l'autre, avec *interdiction formelle* aux premières de s'aventurer dans le champ des secondes, et réciproquement. Ainsi les banques commerciales restaient-elles au contact des agents de l'économie réelle et d'eux seulement, et nul n'avait à redouter qu'un bouillon spéculatif affecte cette activité là. « Interdiction formelle »... des mots qui font rêver, et dont il semble que le sens, pourtant parfois très salubre, ait été totalement perdu de vue. Faut-il que le travail idéologique du néolibéralisme ait été dévastateur pour que les prononcer apparaisse comme une audace suprême. Pourquoi cette hermétique séparation instaurée par le *Glass Steagall* ne pourrait-elle être refaite aujourd'hui ?

considérablement stabiliser l'environnement de l'activité productive, désormais soustraite à l'alternance bulle-krach.

7. Frapper la finance, préserver l'économie

Mais comment concrètement opérer ? La banque centrale noue avec les banques privées deux sortes de relation de refinancement. Les premières sont strictement bilatérales. Périodiquement, chaque banque privée s'adresse à la banque centrale pour lui soumettre une demande individuelle de refinancement. Il est très possible que cette dernière y réponde en fractionnant son volume accordé en deux, au prorata des encours de crédits respectivement accordés par la banque privée à l'économie réelle et à l'activité financière pendant la période écoulée. Il va sans dire que ces deux volumes de refinancement seront alloués moyennant leurs taux d'intérêt différenciés, le refinancement des crédits à l'économie s'effectuant au taux « économique », celui des crédits à l'activité de marchés au taux « spéculatif », dont rien n'interdit dès lors qu'il soit porté à des niveaux prohibitifs.

Mises à part ces relations bilatérales, il arrive aussi que la banque centrale s'adresse à l'ensemble du marché interbancaire dans lequel elle se comporte comme un intervenant « ordinaire », en achetant ou vendant des titres, c'est-à-dire en détendant ou resserrant la liquidité globale. Dans cette deuxième procédure, dite d'*open market*, la manœuvre précédente est clairement plus difficile à accomplir puisque la formule du prorata prendrait surtout son sens dans un concours individualisé de la banque centrale aux banques privées. On peut imaginer plusieurs sortes de solutions, peut-être un peu grossières et pas parfaitement satisfaisantes pour l'esprit — sachant qu'en même temps il ne s'agit pas non plus d'un concours d'élégance, et qu'en matière de grossièretés, la spéculation s'en autorise bien d'autres... Ainsi par exemple, on pourrait envisager que la banque centrale divise la masse globale de ses concours au marché interbancaire en fonction de la proportion crédits économiques/crédits spéculatifs *moyenne* réalisée par l'ensemble des banques — avec pour inconvénient que les banques « modérées »

Auto-régulation / Rien »... et nouvelle crise dans quatre ans. Et il le faut d'autant plus qu'une nouvelle fois la finance spéculative aura démontré son habileté à prendre en otage ceux-là mêmes qui sont supposés la surveiller, à savoir les banques centrales — et en fait, bien au-delà, l'économie tout entière. L'instrument stratégique de ce renversement complet du rapport de force entre surveillants et surveillés a pour nom « l'aléa moral ». On nomme aléa moral la propension d'un agent à se surexposer à un certain risque quand il se sait assuré contre ce risque. Mais, dira-t-on, personne n'assure formellement le risque spéculatif. Les opérateurs financiers qui ont pris des positions aventureuses n'enregistrent-ils pas dans leurs comptes les pertes correspondantes avec, à la clé, l'éventuelle sanction de la faillite ? Sans doute, mais — et tel est précisément le paradoxe de l'aléa moral — pas au-delà d'un certain niveau de risque. Ou, plus exactement, pas lorsque se concentre en l'agent considéré un risque global qui dépasse son risque local. C'est qu'en effet la déconfiture d'un petit nombre d'agents peut avoir des conséquences bien au-delà de leurs seuls comptes individuels. Car le défaut (3) de l'un interrompant les paiements promis à d'autres, met ces derniers en péril à leur tour, éventuellement jusqu'à provoquer leur propre défaut, donc une propagation plus lointaine des interruptions de règlements, etc. Relativement limitée et « tolérable » dans l'économie réelle, cette propagation peut s'avérer foudroyante et d'une exceptionnelle gravité lorsqu'elle touche au secteur financier et bancaire.

Cette transmission collatérale des tensions financières, des agents en défaut vers les agents a priori sains, porte le nom « d'externalités ». Or le propre des crises de marché est précisément d'activer ces externalités négatives, le long desquelles se propagent les détresses financières en cascade. Ce sont là des situations où le risque de collapsus général devient tel que le banquier central, devant l'énormité des conséquences, n'a plus d'autre choix que de sauver tout le monde, et en tout premier lieu les « joueurs » les plus exposés, ceux dont la faillite menace d'emporter la totalité du système. Aussi ces modernes hérauts de la finance déréglémentée, arrogants et portant beau quand les marchés sont à la hausse, cette avant-garde de l'idéologie des marchés qui, sans doute à la

recherche des justifications de ses gains obscènes, n'a que le « mérite » et la « responsabilité » individuels à la bouche, sont-ils en fait de parfaits irresponsables à qui il faut sauver la mise parce que leurs turpitudes s'exercent en un lieu très particulier de la structure du capitalisme d'où elles sont susceptibles de ravager l'économie tout entière...

Reconduisant l'éternelle partition des dominants entre les imbéciles et les cyniques, et se séparant de la cohorte des irréparables dévots qui continueront de faire l'éloge de la mondialisation financière même sur un tas de ruines fumantes, il s'en est trouvé quelques-uns dans la finance pour saisir les immenses possibilités stratégiques offertes par cette position privilégiée qu'il leur est donné d'occuper. « Si les conséquences de nos pertes vont si loin qu'il est impossible au banquier central de s'en désintéresser et de ne pas nous éviter la faillite, pourquoi ne pas prendre les risques les plus démentiels sachant que dans le cas favorable les gains seront hors de toute mesure... et que dans le cas défavorable la disproportion même des risques, donc des pertes, sera telle qu'il faudra nous tirer d'affaire ?... » Beaucoup prêtent à John Merryweather, patron du *Hedge Fund* LTCM d'avoir, en 1998, tiré toutes les conséquences de ce raisonnement et délibérément pris d'insensés paris en spéculant ouvertement sur des anticipations de taux d'intérêt qui ont mal tourné, mais sur lesquelles il avait engagé, par effets de levier successifs, des sommes excédant ses capitaux propres dans des proportions faramineuses. C'est donc d'un seul tenant que se sont avérées colossales, non seulement ses propres pertes, mais celles subies par les investisseurs qui lui avaient confié leurs fonds, parmi lesquels de nombreuses institutions financières. Trop de pertes pour trop d'acteurs importants au cœur du système financier : sans intervenir directement elle-même, la Réserve Fédérale a dû commander un secours de place (4) pour tirer LTCM de son inévitable faillite, et sauver la mise de ses apporteurs de fonds... exactement de la même manière que neuf ans plus tard le ministre de l'économie Peer Steinbrück ordonne à quelques banques allemandes de se porter à la rescousse de leur consœur KW qui a perdu tant et plus sur le marché des dérivés de *subprime*...

Recevable en effet, puisque les mêmes taux d'intérêt qu'on voudrait assassiner pour la finance sont également ceux qui conditionnent le crédit des ménages, des entreprises et qui pourraient bien eux aussi les laisser raides morts. Voilà donc le dilemme dans lequel se trouve empêtrée la banque centrale à l'époque de la libéralisation financière : elle ne dispose que d'un instrument pour deux objectifs. Si elle baisse les taux pour soutenir l'activité réelle, *no lens volens* elle ouvre ce faisant grand les portes de l'euphorie spéculative. Souhaite-t-elle au contraire contrôler strictement l'inflation des prix des actifs financiers, elle pénalise par là même l'économie réelle qui n'y est pour rien. On sait le choix qu'a fait la Réserve Fédérale sous la présidence d'Alan Greenspan : la croissance réelle et la bulle financière. Mais c'est un calcul à courte vue et qui est voué aux heurts d'un *stop and go* qu'on croyait disparu depuis les années 1970, mais qui revient sous une autre forme : pendant la croissance la bulle bat son plein... jusqu'à l'effondrement spéculatif dans lequel peut se trouver entraînée l'économie réelle par le canal de la contraction du crédit lorsque les banques, mitraillées de mauvaises créances, arrêtent brutalement les frais *et pour tout le monde*.

On ne sortira pas de ce dilemme tant que demeurera le déficit d'instruments eu égard au nombre des objectifs. Mais pourquoi, tout simplement ne pas envisager un dédoublement de l'instrument (le taux d'intérêt), dont on réserverait chaque déclinaison à un groupe d'agents spécifiques : un taux pour l'économie réelle, un taux pour les amateurs de montagnes russes spéculatives ? Rien n'empêcherait dès lors de conserver un premier taux d'intérêt dit « économique » pour les agents de l'économie productive, et d'en attribuer un second dit « spéculatif » à l'usage exclusif de la finance de marché. A cette dernière, on pourra donc serrer la vis sans la moindre crainte de conséquences néfastes pour l'économie réelle, avec la perspective d'enrayer avant même qu'ils ne prennent naissance ses emballements spéculatifs, ceci pour le double avantage, d'une part, de sortir le banquier central de ces impossibles situations de prise d'otage — tout simplement en évitant d'emblée que ces situations n'aient la possibilité de se développer — et, d'autre part, de

s'inscrit typiquement dans ce programme de moyen terme. Mais le SLAM ne met bon ordre qu'à l'hubris de la propriété financière, c'est-à-dire au seul compartiment des marchés d'actions. Et il n'aurait été d'aucun secours dans le compartiment des marchés de crédit où la crise actuelle trouve ses origines.

Il est cependant une condition vitale pour ce dernier compartiment — mais elle en fait si générale qu'elle les concerne tous — : il s'agit de sa bonne alimentation en liquidités. C'est le déversement constant de fonds qui est au principe de l'inflation des prix d'actifs. Mais d'où proviennent ces fonds eux-mêmes ? D'abord des épargnes salariales collectées par les grands investisseurs institutionnels (fonds de pension, fonds mutuels (13)), mais aussi — comme si ces premières masses étaient insuffisantes pour bien s'amuser — des liquidités supplémentaires accordées aux divers opérateurs de la finance spéculative au travers des crédits bancaires. Or voilà bien, en cette deuxième source de financement de la spéculation, un point d'appui pour l'action politique, et au moyen de l'un de ses plus classiques instruments : la politique monétaire. Le joyeux délire sur les produits dérivés — en l'occurrence hypothécaires mais ç'aurait pu être n'importe quoi d'autre — n'aurait jamais pris les mêmes proportions s'il n'avait été complaisamment alimenté par des tombereaux de liquidités obtenus du crédit bancaire, lui-même encouragé par des refinancements à bon marché auprès de la banque centrale dont les taux ont été maintenus à des niveaux très bas depuis les premières coupes de 2001-2002 jusqu'à la mi-2004.

On dira d'abord que le crédit bancaire ne fait pas tout à l'affaire puisque le carburant injecté dans les marchés provient aussi, et largement, des épargnes préalablement accumulées. Sans doute, mais au moins n'y est-il pas pour rien ! Et, à concurrence de ses montants propres, il y a là déjà une contribution à l'activité spéculative qui s'offre immédiatement à une régulation coercitive par les prix (les taux). Mais on objectera surtout que si les taux d'intérêt sont relevés pour asphyxier la spéculation, ce sera du même coup toute l'économie réelle qui se trouvera à son tour privée d'air. Objection à coup sûr recevable. Mais pas imparable.

3. Les périls de la crise de liquidité

C'est bien cette menace combinée de l'aléa moral et du risque systémique qui plane au dessus de la crise actuelle et dont la probabilité d'occurrence fait l'objet de toutes les conjectures. Car les pertes enregistrées par les divers fonds de placement qui se sont chargés de titres dérivés hypothécaires, RMBS ou CDO (5), font régner un climat de suspicion générale, périodiquement alourdi par l'arrivée de nouvelles inquiétantes — le naufrage de deux fonds de la banque Bear Stearns, la quasi-faillite de l'allemande IKW, la fermeture successive de fonds investis en *subprime* chez Oddo puis BNP-Paribas... Or ce gouffre-à-goutte est d'autant plus ravageur que tous les acteurs de la finance se savent pertinemment les uns et les autres investis dans ces produits dérivés catastrophiques. Mais à quel degré exactement et avec quel niveau de pertes potentielles ? Cette incertitude, particulièrement avivée par la situation de crise, jette le doute sur toutes les signatures et, chacun redoutant la découverte prochaine de nouveaux cadavres dans les placards, plus personne ne veut plus prêter à personne. Il en résulte de vives tensions sur le marché interbancaire sur lequel les banques se prêtent mutuellement. Ainsi les jours de crise aiguë (9 août, 16 août) se signalent-ils en particulier par des pics des taux d'intérêt *overnight* (6) du crédit interbancaire.

Or par un redoutable effet de ciseau, il semble que les possibilités de refinancement se raréfient à mesure même que les besoins se font impérieux ! Car le mouvement naturel des investisseurs est de retirer leurs capitaux investis dans les fonds de placement gérés par les banques, lesquelles doivent alors faire face à des sorties de liquidités imprévues. Et lorsqu'elles ne sont pas elles mêmes directement investies au travers de leurs propres fonds, elles n'en continuent pas moins d'être exposées du fait d'avoir largement prêté à d'autres acteurs, les *Hedge Funds* qui, eux, n'y sont pas allés avec le dos de la pelle en matière d'investissement scabreux, et rencontrent les mêmes problèmes de retraits soudains — donc ne tarderont pas à éprouver des difficultés dans le service de leur propre dette bancaire.

Confrontés à d'urgents besoins de liquidités, tous ces acteurs s'étaient d'abord rués pour tenter de vendre en catastrophe leurs actifs pourris dérivés de crédits immobiliers – mais en vain puisque le marché de ces titres a été le premier à s'effondrer, et a virtuellement cessé de fonctionner. Tous ceux qui le peuvent se retournent alors vers le marché monétaire (Z) pour y émettre des titres de dette de très court terme (dits *commercial paper*) gagés sur certains de leurs actifs (on parle alors d'ABCP pour *Asset Backed Commercial Paper*). Ce marché du « papier commercial » est de la plus haute importance comme source de financement des institutions financières. Mais la capacité d'y lever des fonds en émettant de l'ABCP est directement fonction de la qualité des actifs auxquels l'émission est adossée. Or quels sont les actifs que les fonds de placement (bancaires ou non) peuvent apporter en collatéral en ce moment ? Ce qu'ils ont en magasin : du RMBS, du CDO, des dérivés de crédits divers... c'est-à-dire précisément tout ce que tout le monde fuit comme la peste. Résultat : disparition des acheteurs d'ABCP sur le marché monétaire et tarissement d'une nouvelle source de financement.

Que reste-t-il à faire dans ces conditions où toutes les portes habituelles se ferment les unes après les autres, sinon « balancer » tout ce qu'on peut là où on peut pour retourner au cash à tout prix ? Dans un ultime sursaut, les agents en détresse se redirigent alors vers les marchés d'actions où demeure encore la possibilité de brader les plus belles pièces de leurs portefeuilles. Mais le nombre de ceux qui s'y livrent devient tel que le ratio vendeurs/acheteurs est fortement déséquilibré et le marché d'actions, pourtant sans rapport immédiat avec les marchés de crédit, devient baissier à son tour. Ainsi, par l'effet des reports successifs, la déconfiture originelle des *subprime* gagne-t-elle de proche en proche à peu près tous les compartiments des marchés financiers...

Les événements à l'œuvre depuis début août n'ont pas encore acquis la pureté et la brutalité de cet enchaînement, mais tous les éléments en sont déjà présents et ne demandent qu'à s'intensifier. En l'état actuel des choses, le rétrécissement des canaux de refinancement est déjà bien assez inquiétant comme ça... Or la continuité du refinancement des

attendu soit enfin lâché à la finance. M. Bernanke a beau tenter de garder la face en menaçant que ce taux peut de nouveau être relevé à tout moment, la finance lui a incontestablement tordu le bras.

6. Une politique monétaire « dédoublée » pour contrer la spéculation

Le problème de M. Bernanke est qu'il intervenait dans une situation déjà beaucoup trop mûre et où les degrés de liberté avaient presque totalement disparu — un combat quasiment perdu d'avance. A défaut de spéculer sur les meilleures stratégies pour sortir d'un guépier de ce genre — car le plus probable est qu'on n'en sort pas —, il est donc plus utile de réfléchir dès maintenant aux moyens d'éviter qu'il ne s'en forme un nouveau d'ici quelques années.

Disons d'emblée clairement les choses : la véritable solution en la matière, celle qui doit impérativement demeurer à l'horizon d'une politique alternative, consistera à fermer pour de bon le casino et à mettre les roulettes au feu ! Car il est évidemment de la dernière hypocrisie de vitupérer, index levé à la façon de M. Sarkozy, les aberrations de la finance quand on n'a pas la moindre envie de transformer les structures qui leur donnent invariablement naissance. Mais l'on sait aussi combien cette perspective politique demeure lointaine, notamment dans le cadre de l'Union Européenne qui a eu l'excellent goût de ranger la liberté de mouvement des capitaux dans la « Charte des droits fondamentaux » de son Traité constitutionnel... et dont les tendances idéologiques, aussi bien que les intérêts vitaux de certains de ses membres, le Royaume-Uni notamment, désirent ardemment la déréglementation en général, et celle des marchés financiers en particulier.

Aussi, gardant en tête cet idéal de la re-réglementation radicale de la finance, est-il pertinent de penser tout ce qu'il est possible de faire dès maintenant, à structures constantes, pour mettre des bâtons dans les roues des marchés en folie. L'idée du SLAM (12), comme plafond imposé à la rémunération actionnariale pour désarmer ses exigences sans limite,

M. Bernanke n'a pas d'abord semblé décidé à laisser reconduire en l'état le rapport de force, ou plutôt de servitude, dont il a hérité de son prédécesseur. Bien conscient, comme Alan Greenspan en son temps, que les premiers coups sont décisifs, Ben Bernanke a manifestement saisi l'opportunité offerte par cette crise pour renouer à chaud et aussi violemment que nécessaire un autre rapport avec les marchés. Ainsi l'épreuve de force s'est-elle ouverte, avec sans doute pour arrière-pensée de la part de M. Bernanke que la révision en profondeur des habitudes de la finance ne peut passer que par un événement cuisant.

Mais quelle est exactement la marge de manœuvre stratégique dans cette guerre de mouvement, et jusqu'où Ben Bernanke peut-il aller dans l'affrontement sans mettre en péril des choses autrement plus graves que sa propre réputation en construction ? Car l'aléa moral et la prise d'otage qui en résulte ne sont pas que l'effet d'un défaut de volonté du banquier central précédent, mais bien celui d'une structure objective d'interactions telle qu'elle s'impose à tous. M. Bernanke est le dernier à l'oublier, c'est pourquoi il tente de conduire au plus fin sa propre stratégie au milieu des tensions contradictoires dans lesquelles il se trouve pris. Ce délicat cheminement passe nécessairement par des compromis, quotidiennement ajustables. C'est ainsi que, campant d'abord (11) sur sa position de refus de baisser les taux, mais confronté à l'impératif de maintenir la continuité vitale du crédit interbancaire, Ben Bernanke aura consenti à alimenter le marché monétaire d'un très abondant surplus de liquidités à plusieurs reprises dans la semaine du 9 au 16 août.

Mais combien de temps ce compromis, qui ne lâche pas sur les taux mais cède sur les volumes, pouvait-il durer ? La réponse n'a pas tardé à venir. Le 17 août, la Réserve Fédérale a fini par mettre les pouces et consenti une baisse très substantielle de son taux de réescompte. Il faut croire que le revirement a été négocié dans l'urgence si l'on en juge par le retard à l'allumage de certains des membres du comité directeur, encore sur la ligne initiale de fermeté le matin même, et déclarant que nulle baisse n'interviendrait « sauf calamité »... avant, fait rarissime, d'être formellement démentis par un porte-parole, et que le demi-point tant

banques sur le marché interbancaire ou sur le marché monétaire est absolument vitale puisqu'elle conditionne le maintien de leur capacité d'assurer leurs engagements. C'est bien ici l'épicentre du risque de système potentiellement porté par la crise actuelle. Que quelques banques particulièrement soupçonnées ne puissent plus se refinancer et rencontrent de sérieux problèmes de liquidité, et ce pourrait être la panique générale.

4. La banque centrale ligotée

Nous n'en sommes pas encore là. Mais tous les mécanismes de la finance agissant de concert pour le pire en situation de crise, la tornade des marchés met la liquidité générale sous haute tension. Ainsi la crise financière voit-elle une accumulation de risques de provenances diverses mais en mortelles synergies, et dont la totalisation s'effectue dans les marchés monétaire et interbancaire, le saint des saints, la pièce centrale de toute l'horlogerie financière — et, bien au-delà, de toute l'économie — la chose à maintenir impérativement dans un bain d'huile. On comprend sans peine que les banquiers centraux soient sur le pied de guerre à la moindre tension sérieuse puisque les défaillances de quelques-uns peuvent entrer en résonance et provoquer le grippage de l'ensemble. Voici donc la loi à laquelle, inversant complètement les rôles, les surveillés soumettent les surveillants : la finance privée joue, s'amuse beaucoup, gagne énormément d'abord, puis prend peur de ses propres aventures et, si elle a fait suffisamment de bêtises, force la paternelle figure du banquier central à renoncer à la morigéner pour venir la tirer d'affaire — « suffisamment de bêtises » signifiant que les défaillances individuelles sont si profondes qu'elles ne pourront rester simplement locales mais menacent, par le jeu des externalités, d'activer un risque global. Et voilà le banquier central pris en otage. S'il ne tenait qu'à lui, il laisserait volontiers les plus imprudents boire une tasse bien méritée — entendre : aller à la faillite qui sanctionne normalement les paris les plus irréfléchis. Mais ces irréfléchis-là sont objectivement en position d'entraîner à leur suite trop de monde et avec trop de conséquences. C'est donc un rapport de force qui se noue entre banques centrales et

opérateurs financiers, les seconds cherchant en permanence jusqu'où aller trop loin... c'est-à-dire jusqu'où le banquier central n'a plus que le choix de leur venir en aide. Il suffit d'ailleurs d'observer la tête pleurnicharde des gestionnaires de fonds qui défilent sur les chaînes boursières américaines pour réclamer de Ben Bernanke, le président de la Réserve Fédérale, une baisse immédiate des taux, comme si elle leur était due. Confortablement installé dans l'aléa moral, ils ont bamboché trois bonnes années à coup de produits dérivés aussi juteux que risqués, et maintenant que la *party* est finie, ils attendent que le banquier central vienne passer la serpillière...

A leur décharge, concédons qu'ils ont été mal habitués. Car ils sortent de presque vingt années de félicité sous la bienveillante indulgence d'un Alan Greenspan qui a toujours tout accordé à ses chers petits. Toute l'explosion de la libéralisation financière, ils l'auront vécue dans un bonheur parfait sous la houlette d'un aimable tuteur qui, ayant longuement médité les leçons du krach de 1929, peut-être un peu trop, se sera montré dès le début parfaitement enclin à baisser les taux d'intérêt à la première alarme des marchés. Et c'est bien ainsi que « Magic Greenspan » a construit son aura de sorcier auprès d'une finance trop pressée de transfigurer le service de ses intérêts en vertu chamane. Le mémorable krach de 1987 aura été son coup d'éclat inaugural, tant il est vrai que les réputations se forgent dans les premières épreuves. Le fait est qu'en cette matière, Alan Greenspan aura été servi, assailli par un effondrement boursier dont on n'avait pas vu l'équivalent depuis presque soixante ans, et ceci quelques mois à peine après avoir assumé la difficile succession de Paul Volcker, sortant auréolé. Personne, rétrospectivement, ne contestera sans doute le bien-fondé de l'immédiate décision qu'il prit à l'époque. Il n'empêche que les investisseurs n'ont pas tardé à comprendre qu'ils tenaient là un ami. Et, de fait, sous mandature Greenspan, la Réserve Fédérale n'aura jamais manqué d'ouvrir grand le robinet à liquidités chaque fois que les investisseurs un peu trop turbulents s'étaient mis dans un mauvais cas.

L'habitude a été si bien prise que la finance a fini par y voir un filet de sécurité à toute épreuve. C'est peut-être à la suite de l'éclatement de la bulle internet que le déplorable pli se sera le plus profondément confirmé. Car, passé le temps de l'amortissement de la crise, c'est dans l'orgie continuée de liquidités à bon marché qu'aura pris naissance... la crise suivante, celle d'aujourd'hui. Ultime talent : Alan Greenspan est parti pile à temps, alors que la fête battait son plein et juste avant que les lampions ne dégringolent. On aurait dû avoir la puce à l'oreille du tombeau d'éloges déversé par Wall Street au moment où il a tiré sa révérence...

5. 2007, ou la rébellion avortée du banquier central

Mais avec Ben Bernanke (8), c'est autre chose. La finance glapit qu'elle s'étrangle, et il ne fait rien. Ambiance hargneuse sur CNBC (9) : des mieux costumés de la place aux plus vulgaires des marchands de soupe financière (10), tous ont l'écume à la bouche à mesure que Ben Bernanke résiste à leurs injonctions de baisser les taux. Ah ces têtes allongées, distordues, grimaçantes, éruptantes ! La bonne petite baisse des taux qui était quasiment devenue un acquis social de la finance n'est pas au rendez-vous. On ne les avait pas prévenus que la chose pouvait s'interrompre un jour, et si au moins on le leur avait dit, peut-être auraient-ils arrêté la java un peu plus tôt. Mais là, sans même un mot d'avertissement, il y a presque atteinte aux droits de l'homme et de l'investisseur, et ces messieurs sont furax.

Il faut prendre ces pitreries et ses démonstrations furibardes au sérieux. Wall Street est très mécontente et ce mécontentement n'a rien de superficiel. Il est le signe qu'un combat de titans s'est engagé dès les premières heures de la crise. L'expression n'est pas exagérée car les forces en présence sont effectivement gigantesques. D'un côté la finance et les sommes faramineuses qu'elle met en mouvement, les risques colossaux qu'elle prend pour elle-même et qu'elle fait courir du même coup à toute l'économie ; de l'autre le banquier central qui a le pouvoir de lui infliger de sérieux dommages... ou le devoir de venir à sa rescousse. Or la grande nouveauté dans ce paysage stratégique, c'est que