

Extrait du El Correo

<https://www.elcorreo.eu.org/Peripeties-financieras-Libor-et-taux-d-interet-negatifs-Frederic-Lordon>

Péripéties financières (Libor et taux d'intérêt négatifs)Frédéric Lordon

- Empire et Résistance - Capitalisme sénile -

Date de mise en ligne : jeudi 2 août 2012

Copyright © El Correo - Tous droits réservés

Ça n'est pas que ce soient des choses de première importance, en tout cas pour certaines, comme la piteuse affaire du Libor, peut-être pas de l'importance qu'on proclame à grands sons de trompe, mais tout de même ce sont quelques bizarreries de la finance à propos desquelles il peut être utile de proposer quelques hypothèses - parfois à caractère un peu technique.

Le puzzle des taux d'intérêt négatif

En commençant par cette étrange histoire des taux d'intérêt négatifs - équivalent financier du monstre du Loch Ness, c'est-à-dire normalement introuvable. La bête apparaît une première fois en janvier 2012 avec une adjudication allemande à six mois - sur le marché secondaire, le *Bubill*, six mois était négatif depuis la fin de l'année précédente. On se dit qu'on a rêvé, que c'est l'échéance, très courte, qui a produit un blip incompréhensible, en tout cas que ça va passer. Mais récidive à l'été, sur l'échéance (plus impressionnante) du deux ans : le marché secondaire passe dans le négatif début juin avant la consécration d'une émission en bonne et due forme au taux farceur de -0,06 %. Et voilà que d'autres pays suivent allègrement, la France, la Belgique, le Fonds européen de stabilité financière (FESF) même. Notons au passage que les agences de notation ont bonne mine puisque la France et le FESF, par exemple, ont perdu leur triple-A mais empruntent néanmoins à des taux négatifs. On se demande ce qu'il va falloir réussir à faire pour le regagner : obtenir des investisseurs qu'en plus de prêter à perte, ils fassent des travaux d'intérêt général ?

Pour couronner le tout, la Banque centrale du Danemark s'y met à son tour [1]. S'agissant de cette dernière, on pourrait presque comprendre : une banque centrale confrontée à un système bancaire privé en pleine décapilotade a généralement pour première solution d'abaisser le coût de ses refinancements pour rouvrir les marges des banques et leur permettre au plus vite de refaire les profits - dont on retape les bilans. La banque centrale est une institution souveraine, elle peut donc avoir toutes les audaces, y compris celle-ci si elle le souhaite.

La chose devient passablement plus mystérieuse quand il est question d'investisseurs institutionnels sur les marchés obligataires. On entend bien l'explication communément donnée que la situation désastreuse de la zone euro et les dégradations en série ont asséché le réservoir des actifs dits « sans risque », en général des titres souverains notés triple-A et que *flight-to-quality* oblige, tout le monde se reporte sur les triple-A restant, en premier le *Bund* allemand, dont les taux baissent tendanciellement à mesure qu'il devient l'unique havre de sécurité de la finance européenne (avec le Franc Suisse...).

Que les taux allemands baissent tendanciellement, peut-être même jusqu'à zéro, soit. Mais c'est une rupture qualitative qu'ils deviennent négatifs, et en première approximation rien ne permet d'en rendre compte. C'est qu'on va avoir du mal à éviter la question de base : pourquoi des agents économiques supposément rationnels en viennent-ils à accepter de payer pour prêter (!) alors qu'ils pourraient simplement rester liquides ? Normalement, à *risque identique*, on prend l'actif de plus haut rendement, et il est vite fait de choisir entre celui portant taux négatif et un autre qui rapporte zéro. Sans doute le *Bund* allemand est-il un actif sans risque - mais devenu payant ! Or un actif tout aussi sans risque mais - au moins ! - rémunérant zéro, il en existe un : le cash. Quelles sont les raisons qui peuvent décider les investisseurs à un arbitrage que tout qualifie d'irrationnel en première lecture ? Voici trois conjectures à ce sujet.

Trois hypothèses sur les taux négatifs

- **1)** Les actifs de meilleure qualité ne servent pas que pour eux-mêmes : ils servent également de collatéral dans des opérations sur d'autres marchés, notamment pour les dépôts de marge dans les transactions de produits dérivés. Or la collatéralisation est d'autant plus coûteuse que les titres apportés sont de moins bonne qualité. Il peut donc être rationnel de payer pour se procurer du triple-A raréfié afin de faire des économies de collatéralisation dans d'autres opérations.
- **2)** Le cash est un actif sans risque, la chose est entendue. Mais, au-delà de l'actif lui-même, le jugement de « sans risque » devrait voir son objet étendu jusqu'aux institutions auprès desquelles le cash est déposé. Or, comme on sait, la santé de ces dernières est de plus en plus sujette à caution - en Espagne, en Grèce, en Irlande au premier chef, mais par voie de conséquence dans toute la zone euro dont les systèmes bancaires sont profondément interconnectés. C'est très bien d'avoir du cash actif-sans-risque au chaud quelque part, mais si le « quelque part » vient à s'écrouler, tout sans risque qu'il soit intrinsèquement le cash se trouvera extrinsèquement volatilisé !

Mais, demandera-t-on, y a-t-il une différence sous ce rapport entre cash et titres déposés auprès d'une institution financière ? La réponse est oui car même si l'intermédiaire fait faillite, les titres dont il n'est que *custodian* demeurent ce qu'ils sont, à savoir l'expression d'une relation de crédit entre un créancier (le propriétaire des titres) et un débiteur (leur émetteur) déterminés. La disparition de l'intermédiaire *custodian* n'atteint en rien cette relation qui se conçoit indépendamment, perdure et continue de produire ses effets (versement du coupon et remboursement du principal) après son éventuelle faillite. Il en va tout autrement pour un dépôt de cash car la monnaie est l'expression d'une créance de son détenteur mais sur toute la société, une créance non assignable, sans débiteur particulier à son autre extrémité.

En tout cas, la non-préférence pour le cash, alors que ce dernier serait la position rationnelle (de première approximation), est l'expression d'un jugement de défiance porté sur les institutions de dépôt... et, si la nouvelle des taux négatifs semble avoir de quoi faire rire, il n'y a en fait vraiment pas lieu de s'en réjouir.

- **3)** Ceci d'autant moins que la troisième hypothèse n'est pas vraiment faite pour redonner le moral. Payer pour avoir du *Bund* allemand redevient en effet pleinement rationnel dans la perspective d'un éclatement de la zone euro qui verrait le retour au mark et sa réévaluation fulgurante. Certes, donc, les investisseurs payent un peu pour avoir du *Bund* en euros... mais avec la possibilité, par éclatement de la monnaie unique, de se retrouver avec la même créance re-libellée en marks, donc gratifiée d'une très belle plus-value de change par rapport aux monnaies nationales reconstituées.

[On pourrait cependant faire l'objection suivante : si l'événement anticipé est l'explosion de l'euro, alors il devrait *a fortiori* faire sentir ses effets sur les échéances les plus longues : si l'on anticipe à six mois que l'euro ne sera plus là, par le fait on l'anticipe à un an, deux, dix... Objection à l'objection : l'événement en question n'a rien de certain et est envisagé affecté d'un coefficient de probabilité. C'est sous cette pondération probabiliste qu'il est incorporé dans les prix (les taux) - à toutes les échéances. Or la courbe des taux est croissante (on paye plus cher pour emprunter à long terme qu'à court). Toutes choses égales par ailleurs, l'événement probabilisé « explosion de l'euro » opère une translation vers le bas de la courbe des taux, suffisamment pour que les taux les plus courts, qui sont aussi les plus bas, finissent par passer dans le négatif, mais pas suffisamment pour que les taux les plus longs (et les plus élevés) suivent tous.]

Au total si l'on met de côté les arguments techniques de la collatéralisation, les rationalités sous-jacentes aux taux négatifs (car il y en a) portent des jugements implicites sur la situation européenne qui disent plus l'imminence de la catastrophe que le bonheur des emprunteurs...

Libor, une casserole de plus

D'une obscurité l'autre - mais pas du tout de même genre : à côté du puzzle des taux négatifs, le scandale du Libor trafiqué. Ici des mécanismes de marché bizarres, là la main visible de tripatouillages éhontés.

Chaque jour, les membres d'un panel de banques sont chacun invités à répondre à la question de savoir quel lui semble le taux adéquat auquel emprunter auprès de ses chers confrères. La *British Bankers Association* recueille les réponses, élimine le quart du haut, le quart du bas, et fait la moyenne de la moitié du milieu. Le taux qui sort s'appelle le Libor, comme *London Interbank Offered Rate*, il se calcule pour une multiplicité d'échéances, de un jour à douze mois, et sert de référence à tous les marchés de gros du crédit, soit plusieurs trillions de dollars de contrats de dette... Inutile de dire que le plus léger tripatouillage du Libor a potentiellement des répercussions astronomiques.

Or tripatouillage il y a eu, et pas qu'un peu. C'est Barclays qui s'est fait poisser - et la presse est maintenant remplie des e-mails gratinés découverts par l'enquête. Gratinés parce qu'il y avait deux mobiles plutôt qu'un. Le premier sent un peu la détresse. A l'automne 2008, au moment des grands stress du marché interbancaire, Barclays s'inquiète de se voir seule à déclarer des propositions Libor (le taux auquel elle pense raisonnablement pouvoir emprunter auprès des autres banques de la place) bien plus hautes que la moyenne. La tête qui sort du lot n'est jamais promise à un traitement bienveillant, et spécialement dans le cas présent puisque déclarer une proposition Libor plus élevée que les autres, c'est consentir implicitement qu'on est un risque plus grand, donc avouer une situation plus détériorée. C'est là le genre de singularisation dont aucune banque n'a envie, pas plus Barclays que les autres. Aussi commence-t-elle à déclarer des taux Libor inférieurs à ce qu'elle paye vraiment dans l'interbancaire, l'essentiel étant qu'un affichage avantageux permette de faire illusion quant à sa situation financière réelle.

Mais le capitalisme financier fait ventre de tout et, d'une situation de détresse initiale, on peut faire une opportunité de profit ! Car pendant que le département Trésorerie est en charge de déclarer les propositions Libor, le *desk* Taux fixe lui spéculé pour compte propre... sur le même Libor. Ainsi annoncer un Libor artificiellement tiré vers le bas permet aussi de prendre des positions gagnantes presque à tout coup sur les actifs qui en dépendent le plus étroitement. Censément les départements Trésorerie et Taux fixe sont déontologiquement et hermétiquement séparés. Las, la « muraille de Chine » est en papier japonais. Et d'un département à l'autre on se parle quotidiennement pour arranger des opérations bien combinées - « je m'appête à déclarer un taux qui va tirer le Libor vers le bas, prends donc tes positions en conséquence ». Et plus on est de fous, plus on rit. La coordination n'a été que plus juteuse de s'élargir à d'autres banques du panel Libor, puisque évidemment si tout le monde s'y met, on peut faire du Libor à peu près ce qu'on veut - aussi est-ce une revue de détail des plus grandes banques de la planète que l'enquête est en train de porter au jour.

Pour que le bottin mondain soit tout à fait complet il ne manquait que les banques centrales - surprise, elles y sont également ! Evidemment pas du côté « tripatouilleur », mais du côté « surveillant débonnaire ». Car, bon camarade et soucieux de ne pas tomber tout seul, Bob Diamond, le patron (maintenant démissionné) de Barclays n'a pas manqué d'embarquer avec lui Paul Tucker, n° 2 de la Bank of England (BoE), auprès de qui il s'était ému de se retrouver vilain petit canard, et de qui il semble avoir obtenu un feu vert au moins implicite pour tâcher de « rentrer dans le rang » en déclarant des taux plus « raisonnables ». Et de même, car le scandale est planétaire, comme souvent quand il est question des débordements de la finance, la Réserve Fédérale de New York semble avoir eu un comportement semblable avec certaines de ses ouailles.

Mais où sont les victimes ?

L'affaire est fumante à souhait, et pourtant savoir quoi en penser exactement est moins simple qu'il n'y paraît. En toute première lecture, c'est une affaire de corne-cul pour technicien, à propos d'un obscur paramètre de la finance. Mais voilà, le corne-cul intéresse *in fine* des trillions de dollars de crédits et, vu sous cette perspective, demande manifestement qu'on s'y arrête. Sans parler du relevé d'une malhonnêteté *de plus* de la finance libéralisée - qui finit par en avoir un certain nombre au compteur.

Mais qui a été vraiment lésé dans cette affaire et comment ? La première victime est abstraite, ce sont les principes, ceux de la morale bien sûr si l'on veut (mais ça n'est jamais un angle très intéressant), mais aussi ceux de la confiance réputée le liant invisible de toute l'activité financière. Une monstrueuse pyramide de contrats repose sur des éléments intangibles comme le respect de la parole donnée - des transactions aux montants faramineux sont scellées par un simple échange de quelques mots au téléphone -, ou bien la qualité de certains ancrages conventionnels - comme le Libor. Si les paramètres fondamentaux des marchés de crédit commencent à être douteux, il va devenir difficile de faire des calculs et de prendre des positions qui veuillent dire quelque chose.

Tout ceci cependant reste assez abstrait. Et plus concrètement ? Une pétition a été lancée sur le site Avaaz pour exiger réparation des fraudes bancaires. Ses initiateurs n'ont visiblement pas prêté attention au fait que de ces fraudes, tous ceux qui se trouvent du côté « débiteur », c'est-à-dire les agents économiques endettés - parmi lesquels les ménages, les étudiants - ont *bénéficié* ! Si le Libor est une sorte de taux de base bancaire, les taux d'intérêts débiteurs se trouvent, toutes choses égales par ailleurs, diminués par les manipulations qui visent à tirer la référence vers le bas. Les victimes de l'escroquerie Libor se recrutent, elles, du côté « créancier », le côté des investisseurs, soit les fortunés et leurs mandataires... Ce n'est donc pas du côté des effets concrets de la fraude qu'on trouvera les mobiles de la révolution (qui n'en manque pas d'ailleurs, y compris, surtout, à l'endroit de la finance, mais pour d'autres raisons).

Au passage, cette extrême dissémination des gains et des pertes risque de rendre impossible toute indemnisation et d'autant plus qu'elle donnera lieu à des déclarations contentieuses très asymétriques : on gage que, si les perdants (les créanciers) feront du bruit, les gagnants (débiteurs) ne se manifesteront pas trop. Or en fait c'est de la seconde à la première catégorie qu'il faudrait opérer la redistribution des sommes mal aiguillées par les distorsions du Libor.

Le « régulateur » otage

On observera aussi que *Libération*, habitué des combats périphériques, fait sa une sur les « *banksters* » (*Libération*, 18 juillet 2012.) - et l'on se demande, du coup, s'il ne faudrait pas y voir un indice de l'innocuité relative de cette affaire. Que *The Economist* en fasse lui aussi grand cas est déjà bien plus significatif. Au moins ce dernier avoue-t-il sans détour le fond de ses préoccupations : moins l'affaire en elle-même que le fait que ces imbéciles de banquiers fraudeurs vont finir par rendre politiquement irrésistible la re-régulation à laquelle la finance a jusqu'ici merveilleusement échappé.

C'est précisément à propos de re-régulation que l'implication des banques centrales est la plus parlante. Il faut en effet méditer ce paradoxe qui voit le « régulateur » du côté des fraudeurs pour en venir à la conclusion que la forme prudentielle de la re-régulation financière est une entreprise sans espoir. Sauf l'hypothèse d'une propagation foudroyante du Mal, la présence des banques centrales dans cette affaire est en soi un indice de l'inanité du discours moral sur la finance - armé de ses solutions à base d'éthique en toc. La désastreuse implication du « régulateur » ne doit rien à une intermittence accidentelle de la moralité mais tout aux nécessités structurales de la finance de marché déréglementée.

Car au moment où il donne son aval implicite aux traficotages de Barclays, le n°2 de la *Bank of England* choisit moins le côté du Mal qu'il ne prend celui des intérêts de place à défendre. Au travers de Barclays, acteur de poids du système bancaire britannique, appelé à y semer un fameux foutoir si vient à se savoir dans quelle déconfiture elle se trouve, c'est la City tout entière que la BoE veut sauver du collapsus. Ainsi les crises financières se caractérisent-elles, en particulier, par l'extrême toxicité d'une « mauvaise nouvelle » touchant un acteur de poids, capable, même isolée, de déclencher un *run* global. C'est cela que la BoE veut à tout prix éviter, exactement de la même manière que Jean-Claude Trichet, alors directeur du Trésor [2], s'était trouvé, à son corps défendant, happé par la machine infernale « Crédit Lyonnais » dont il avait autorisé la dissimulation des pertes pour ne pas nuire à la place de Paris, fragilisée par une crise financière générale. C'était en 1992.

Dans ces conditions, le « régulateur » ne peut rien réguler, pris qu'il est par des forces irrésistibles inscrites dans les structures de la finance libéralisée. Car ça n'est plus une alternative qui s'offre à lui, mais un dilemme : soit obliger à la révélation des mauvaises nouvelles, mais avec la certitude de déclencher une catastrophe générale, soit tolérer leur dissimulation mais avec la certitude opposée qu'à terme elles devront sortir, que de toute façon la catastrophe sera là, et que rétrospectivement il lui en coûtera en perte de crédibilité pour ne pas s'être tenu à l'obligation de surveillance et de publicité qui est la sienne. Voilà donc le triste destin du régulateur : en situation de crise, il est la proie des régulés, dont un tout petit nombre, parfois un seul, suffit à déstabiliser une place entière et à écrouler tout le système.

De cette lamentable histoire on peut donc - mais, comme toujours, à condition de le vouloir - tirer quelques enseignements simples.

- **1)** La multiplication des fraudes avérées de la finance (comprise comme groupe social) est maintenant telle qu'il faut tenir pour certain qu'il y en aura d'autres, qu'il y en aura toujours.
- **2)** La fraude du Libor n'a pas en soi semé de gigantesques destructions, ni lésé le public comme la crise des subprime et ses suites par exemple. Mais rien n'interdit de penser que la prochaine embrouille aura le bon goût de se tenir à cette propriété.
- **3)** Et surtout : si dans ce paysage où cohabitent tripatouillages notoires et désastres à la régulière, le « régulateur » se trouve immanquablement neutralisé et incapable de faire son office, alors il faut en finir avec l'idée de « régulation » sous la forme qui lui est actuellement donnée, à savoir celle de la supervision prudentielle. Il ne faut pas « surveiller » la finance, il faut lui interdire bon nombre de ses secteurs et bon nombre de ses pratiques [3], en assortissant ces interdictions des sanctions les plus rudes - comme celle qui punirait toute infraction de nationalisation-saisie pure et simple. Gageons que les grands actionnaires des banques, agents économiques raffinés qu'on dit très sensibles aux effets d'incitation, sauraient soupeser celle-ci à son juste poids.

[La pompe à phynance](#) . Les blogs du Diplo. Paris, le 23 juillet 2012.

[1] Le taux de ses certificats de dépôt est de -0,05 % depuis le 5 juillet.

[2] Contrairement à ce que j'ai écrit dans une première version de ce texte et que je rectifie grâce à la vigilante lecture de M. Guillaume Nolin.

[3] « [Quatre principes et neuf propositions pour en finir avec les crises financières](#), La pompe à phynance, avril 2008 ; « [Si le G20 voulait](#) », La pompe à phynance, septembre 2009.