

# Politique de la valeur financière

## Les *stress tests* bancaires entre indétermination et coups de force

Frédéric LONDON

**Résumé** – Alors que la théorie néoclassique de la finance a toujours proclamé l’existence d’une « valeur fondamentale » des actifs financiers, aussi bien les arguments keynésiens de l’incertitude radicale que des arguments tirés d’une approche spinoziste en économie politique conduisent à l’idée opposée d’une indétermination fondamentale *ex ante* et d’un défaut essentiel d’objectivité de la valeur financière. Cette indétermination est levée par des processus sociaux de valorisation. Ceux-ci peuvent être de l’ordre de la formation d’une croyance collective. Ils peuvent également revêtir un caractère plus ouvertement politique lorsque se créent des situations où la valeur a à être « décidée », à l’occasion de quoi des groupes d’agents s’efforcent de l’établir au mieux de leurs intérêts. C’est particulièrement le cas dans la crise financière, qui a vu une résurgence de l’indétermination, et dont les suites ont engendré de multiples conflits de valorisation. Les *stress tests* auxquels ont été soumises les principales banques américaines donnent à voir ces luttes ouvertes constitutives d’une politique de la valeur.

De toutes les valeurs de l'économie dont la théorie néoclassique ne cesse de proclamer l'objectivité, condition *sine qua non* à ses yeux pour « faire science », la valeur financière est peut-être voulue la plus indéfectiblement objective. Elle serait la plus efficacement traquée et la plus fidèlement exprimée par les prix dans des marchés de capitaux supposés réaliser au plus près le double idéal-type du marché walrassien et de la rationalité des agents, combinaison qui ferait d'eux un instrument de *pricing* quasi parfait. C'est là d'ailleurs très exactement le sens de cette affirmation souverainement assénée par Michael Jensen qu'« il n'est pas de proposition en économie plus sûrement vérifiée que l'hypothèse d'efficacité des marchés financiers »<sup>1</sup> – par définition des marchés efficaces ont pour propriété que toute l'information pertinente y est disponible, connue des agents, rationnellement intégrée à leurs décisions d'achat et de vente, et par suite incorporée dans les prix qui cernent la valeur fondamentale au plus juste. Depuis les modèles mathématiques d'évaluation des actifs, dont la sophistication peut nourrir aussi bien la passion des formalisateurs que la fascination confuse du grand public, jusqu'aux images médiatiques complaisamment diffusées des salles de marché dans le déploiement de leur appareil technique – multiples écrans, prolifération des données, courbes mystérieuses –, c'est tout un continuum sémiotique qui donne à croire à l'objectivité de la science financière en tant qu'elle repose sur le primat du nombre, donc du quantifiable, du « légalisable » et du formalisable, portant au plus haut l'idéal épistémologique galiléen dont la science économique en général fait sa caractéristique absolument distinctive, et la certitude de sa scientificité supérieure au sein des sciences sociales. Cette affirmation d'une partie liée avec l'objectivité par le truchement du nombre est pourtant mise à mal au cœur de la crise financière où, précisément, s'effondre la possibilité même de répondre à l'élémentaire question « combien vaut ceci ? ». L'incapacité à valoriser les produits structurés dérivés des crédits hypothécaires et par suite à identifier de nouveaux « prix d'équilibre », demeurera comme le fait frappant, quoiqu'en fait formellement commun à toutes les crises financières, de l'épisode *subprime*<sup>2</sup> : pendant des mois, les opérateurs, privés de la norme du *mark-to-market* du fait de la congélation des marchés et de l'impossibilité d'y réaliser la moindre transaction, ne savent plus évaluer leurs actifs ni chiffrer leurs pertes.

Par une heuristique de la crise dont la théorie de la Régulation a fait sa méthode même<sup>3</sup>, il apparaît que les mécanismes d'un ordre ne sont jamais si bien mis au jour qu'au moment de sa décomposition. Aussi la brutale résurgence

---

1. Jensen (M.), « Some Anomalous Evidences Regarding Market Efficiency », *Journal of Financial Economics*, 6 (2-3), 1978.

2. On lui laissera ce nom par convention sachant que la crise financière ouverte en 2007 s'est révélée d'une extension très supérieure à ce seul compartiment des marchés de crédit.

3. Voir Boyer (R.), *Théorie de la Régulation. Une analyse critique*, Paris, La Découverte, coll. « Agalma », 1986 ; Boyer (R.), Saillard (Y.), dir., *Théorie de la Régulation. L'état des savoirs*, Paris, La Découverte, coll. « Recherches », 2<sup>e</sup> édition, 2002.

d'indétermination dont sont frappées les valorisations des actifs au cœur de la crise dit-elle moins une anomalie exceptionnelle et aberrante de la valeur financière qu'elle n'en livre la vérité profonde. Si la valeur financière n'a pas l'objectivité que prétend une théorie néoclassique trop pressée de prendre son désir épistémologique pour la réalité<sup>4</sup>, il faut alors s'interroger sur les mécanismes réels de la valorisation, sachant qu'ils convoqueront nécessairement des déterminations extrinsèques, c'est-à-dire des forces sociales, puisque la valeur financière ne parle pas d'elle-même. Là encore, suspendant l'ordre normal des affaires tel qu'il recouvre l'indétermination fondamentale de la valeur, la crise fait surgir des situations et des pratiques « inhabituelles » qui donnent à voir de manière saisissante des réalités méconnues de la valeur économique, et notamment que sa fixation, loin d'être le résultat objectif et vrai d'anonymes processus de marché, peut être l'objet de luttes entre des agents ou des groupes d'agents qui s'efforcent ouvertement pour l'établir au mieux de leurs intérêts – et en font par là la matière même d'une *politique*. De ce point de vue, l'effondrement financier, largement initié depuis le printemps 2007, mais prenant un tour aigu en septembre 2008, multiplie les réapparitions à nu de cette politique de la valeur financière – ainsi, par exemple, des luttes rouvertes à chaud à propos des normes comptables sous lesquelles sont valorisés les actifs financiers, ou encore des tractations très dures auxquelles donne lieu l'évaluation des actifs bancaires privés à reprendre par le programme de *defeasance* des autorités américaines<sup>5</sup>. Dans cet ordre d'idées, le bras de fer, survenu aux États-Unis au printemps 2009 à propos des « tests de stress » (*stress tests*) imposés par l'administration aux principales banques pour évaluer leur résistance aux pertes corrélatives de la crise et de la récession, offre une illustration spectaculaire des rapports de forces dans lesquels la valeur peut se trouver prise et, loin de toute objectivité telle qu'elle s'imposerait aux agents par sa force intrinsèque, de quelles manipulations délibérées elle peut être la résultante.

## L'introuvable valeur fondamentale

Il faut que soit ébranlé en son fondement l'édifice de la théorie néoclassique de la finance pour que, rétrospectivement, on peine à croire qu'ait pu être soutenue aussi affirmativement l'objectivité de la « valeur fondamentale », cette référence vraie que les prix des actifs n'auraient qu'à fidèlement refléter. La chose était spécialement acrobatique en effet en matière d'actifs financiers qui ont pour propriété distinctive de ne pouvoir être appréciés par des caractéristiques substantielles *instantanément* mesurables et qui enfermeraient complètement la vérité de leur valeur, mais au travers des flux monétaires *futurs* qui leur sont attachés. Toute la difficulté survient bien sûr du fait de cette ouverture sur le

4. Au sujet de l'épistémologie rêvée de la science économique néoclassique, voir Lordon (F.), « Le désir de "faire science" », *Actes de la recherche en sciences sociales*, 119, 1997.

5. Le TARP, pour *Troubled Assets Relief Program*.

futur qui nécessite l'ajout de quelques hypothèses auxiliaires pour maintenir la possibilité de la valorisation objective, notamment : i) la connaissance de tous les états du monde futurs, ii) la possibilité d'assigner à chacun une probabilité, sans parler, comme d'habitude, de la capacité des agents à réunir toute cette information et surtout à réaliser les optimisations stochastiques, éventuellement en horizon infini, solutions du problème. Or ce sont là évidemment des hypothèses héroïques tant la prévision des *cash flows* futurs est incertaine. Même les actifs obligataires, dont les paiements attachés sont fixés *ex ante*, font face à l'éventualité du défaut de l'emprunteur, dont la survenue est dépendante d'une multitude de facteurs loin d'être tous idiosyncratiques : comme le prouve éloquentement la récession ouverte à la fin 2008, des productions viables et jugées financièrement saines par les créiteurs « en temps ordinaires » peuvent être précipitées dans l'illiquidité et/ou l'insolvabilité du fait d'un choc macroéconomique violent... et imprévisible. Que dire alors des actions et de leurs dérivés dont les *cash flows* de référence sont ceux des profits ou dividendes futurs, inconnus *ex ante*, particulièrement sensibles aux variations conjoncturelles, et tombant *a fortiori* sous l'argument précédent d'imprévisibilité des chocs sectoriels ou macroéconomiques ? Par une sorte de cercle vicieux paradoxal, en tout cas dans le capitalisme financiarisé de ces dernières décennies, c'est le plus souvent l'instabilité intrinsèque de la finance de marché et ses violents accidents qui donnent leur origine aux chocs macroéconomiques imprévisibles... et nourrissent l'incertitude radicale dont la finance a à souffrir.

Comme on le sait, en tout cas, du fait des relectures contemporaines de l'œuvre de Keynes, notamment celle d'André Orléan<sup>6</sup>, « l'état de la prévision à long terme », titre du chapitre 12 de la *Théorie générale*, est hypothéqué par une opacité du futur, rétive à toute tentative de « probabilisation » et marquée par l'irréparable fragilité des conjectures qu'on peut former à son propos : « Le fait marquant en la matière est l'extrême précarité des bases sur lesquelles nous sommes obligés de former nos évaluations des rendements escomptés. [...] Les données dont on dispose se réduisent à peu de choses, parfois à rien<sup>7</sup>. » C'est pourquoi, conceptuellement parlant, la condition de la finance en tant qu'elle est *forward looking* (comme à vrai dire la quasi-totalité des comportements économiques), est irrémisiblement marquée par l'*incertitude*, opacité radicale d'un avenir où la liste des états du monde est rendue inconnue par la possibilité de surgissements imprévisibles, l'incertitude que Keynes, à la suite de Knight<sup>8</sup>, oppose au *risque*, forme probabilisable de l'inconnu futur, donc inscriptible dans un ordre du calcul, ainsi rendu métrisable et par suite maîtrisable.

Dans son orthogonalité à toute métrique, l'incertitude dans les marchés de capitaux est comme élevée au carré du fait de leur fonctionnement fondamentalement

6. Orléan (A.), *Le Pouvoir de la finance*, Paris, Odile Jacob, 1999.

7. Keynes (J.M.), *Théorie générale de l'emploi de l'intérêt et de la monnaie*, Paris, Payot, 1969, p. 162.

8. Knight (E.), *Risk, Uncertainty and Profit*, Houghton, Mifflin Co, 1921.

autoréférentiel<sup>9</sup>. Comme l'avait déjà souligné Keynes, et comme y revient avec force André Orléan<sup>10</sup>, tel est bien l'effet combiné de l'incertitude « de premier ordre » et de la spéculativité de ces marchés d'actifs – acheter non pas pour l'usage mais pour la revente à plus-value –, que les agents, démunis de toute référence cognitive assurée où pourrait s'ancrer la formation des prix, en viennent à se prendre mutuellement pour référence et, par une forme ou une autre de mimétisme, à converger inintentionnellement, au terme de quoi s'établit une opinion collective, au sens le plus durkheimien du terme, c'est-à-dire comme puissance de détermination des anticipations et des comportements individuels. Cet effet de composition est profondément ambivalent puisque d'une part, lorsque sa résultante est installée, il stabilise une croyance commune qui lève pour les agents l'indétermination de l'incertitude radicale, quoique, d'autre part, cette levée soit sans cesse exposée au risque d'une contestation, par exemple par des événements extérieurs abattant la croyance, c'est-à-dire par la perte de l'ancrage conventionnel antérieur, à une résurgence de l'arbitraire et de l'indétermination. D'une certaine manière l'indétermination de l'autoréférentialité est d'une tout autre nature que celle qui naît de l'incertitude radicale « objective », celle qui vient de l'impossibilité de prévisions fiables relativement à un avenir non probabilisable, car la fermeture cognitive du groupe sur lui-même en quoi consiste le fonctionnement autoréférentiel peut littéralement s'opérer sur *n'importe quoi* : n'importe quelle croyance, n'importe quelle représentation de l'avenir et partant, n'importe quelle dynamique des prix d'actifs.

De cette incertitude radicale, à la fois telle qu'elle est inscrite dans la facticité d'un avenir non stationnaire – et par suite « objectivement » imprédictible – et dans l'indétermination de l'arbitraire autoréférentiel, résulte une double et rédhibitoire condamnation de l'idée de valeur fondamentale. On pourrait donner à ce résultat le renfort théorique supplémentaire qu'offre en cette matière de « valeur » une approche spinoziste en sciences sociales<sup>11</sup>. Car s'il est bien une caractéristique profonde du spinozisme, c'est la négation de toute absoluité, de toute objectivité et de toute substantialité des valeurs. « Nous ne nous efforçons pas vers quelque objet, nous ne le voulons, ne le poursuivons, ni ne le désirons pas parce que nous jugeons qu'il est un bien, mais au contraire nous ne jugeons qu'un objet est un bien que parce que nous le voulons, le poursuivons et le

9. Orléan (A.), *Le pouvoir de la finance*, op. cit. ; « Efficience, finance comportementale et convention : une synthèse théorique », in Boyer (R.), Dehove (M.), Plihon (D.), dir., *Les crises financières*, Rapport CAE n° 50, Paris, La Documentation française, 2004 ; *De l'euphorie à la panique : penser les crises financières*, Paris, Éditions Rue d'Ulm, coll. Cepremap, 2009.

10. À qui l'on doit d'avoir formulé explicitement l'idée de « finance autoréférentielle ».

11. Voir entre autres Lordon (F.), « Revenir à Spinoza dans la conjoncture intellectuelle présente », *L'Année de la régulation*, 7, 2003 ; « La légitimité n'existe pas. Éléments pour une théorie spinoziste des institutions sociales », *Cahiers d'économie politique*, 53, 2007 ; *L'Intérêt souverain. Essai d'anthropologie économique spinoziste*, Paris, La Découverte, 2006 ; avec Citton (Y.), dir., *Spinoza et les sciences sociales. De la puissance de la multitude à l'économie des affects*, Paris, Éditions Amsterdam, 2008.

désirons », énonce *Eth.*, III, 9, scolie<sup>12</sup>. Que fait ce scolie décisif sinon inverser le lien entre désir et valeur tel qu'il est spontanément établi et affirmer que, loin que le désir se règle sur des valeurs objectives, déjà là et qu'il n'aurait qu'à reconnaître, ce sont au contraire les investissements du désir qui emplissent les objets d'une valeur dont ils sont *intrinsèquement* dépourvus ? Il n'y a pas de valeur objective qui dériverait des propriétés substantielles des choses, il n'y a que des processus extrinsèques de valorisation – la valeur advient toujours du dehors. Quelle est plus précisément la nature de ce dehors ? Elle est affective et sociale. Affective puisque le désir (*conatus*) est l'un des affects dits « *primitifs* »<sup>13</sup>, mais également parce que les croyances en général et les croyances de valorisation en particulier sont chez Spinoza portées par des affects – on pourrait en dire qu'elles sont des affects investis dans des contenus idéels, à l'image de la formation des idées polaires du bien et du mal : « en tant que nous percevons qu'un objet quelconque nous affecte de joie ou de tristesse, nous l'appelons bon ou mauvais ; aussi la connaissance du bien et du mal n'est-elle rien d'autre que l'idée de la joie ou de la tristesse, idée qui suit nécessairement de l'affect même de joie ou de tristesse »<sup>14</sup>. Or, si dans leurs formes élémentaires, les affects peuvent être *analysés* sur une base individuelle ou interindividuelle, comme s'y livre, pour l'essentiel, l'*Éthique* selon sa méthode d'engendrement « géométrique », ils ne se forment pas moins sur une base nécessairement collective dans la réalité historique<sup>15</sup> – l'*Éthique* y fait plusieurs fois référence mais c'est surtout l'affaire des traités politique et théologico-politique. Sous ce rapport, le monde social se donne donc à voir comme une axiogénie à grande échelle, c'est-à-dire comme *production affective collective de sens et de valeurs*<sup>16</sup>. Par extension du scolie d'*Éth.*, III, 9, cette axiogénie ne doit rien aux propriétés substantielles des choses et ne jouit donc d'aucun adossement objectif – si ce n'est l'objectivité du processus de valorisation collective lui-même. L'arbitraire et l'indétermination *ex ante* de ses productions sont donc totaux et, là encore, littéralement parlant,

12. Soit le scolie de la proposition 9 de la partie III de l'*Éthique* (dans la traduction de Robert Misrahi, Paris, PUF, 1990).

13. Avec la joie et la tristesse (*Eth.*, III, 11, scolie).

14. *Eth.*, IV, 8.

15. Il n'est pas possible de justifier pleinement ici cette assertion pour laquelle on ne peut que renvoyer à l'ouvrage de référence d'Alexandre Matheron, *Individu et communauté chez Spinoza*, Paris, Minuit, 1988. Pour une « application » en sciences sociales, voir Lordon (F.), Orléan (A.), « Genèse de l'État et genèse de la monnaie : le modèle de la *potentia multitudinis* », dans Citton (Y.), Lordon (F.), dir., *Spinoza et les sciences sociales*, *op. cit.* On pourrait cependant ajouter, comme l'a fortement souligné André Tosel, qu'il est symptomatique que les traités politiques de Spinoza, loin d'être séparés et indépendants de l'*Éthique*, soient au contraire explicitement conçus comme visant les conditions politiques donc *collectives* du salut *individuel*. On ne saurait mieux dire le primat du groupe comme source d'affects et ce n'est pas par hasard que Tosel intitule l'un de ses ouvrages consacré au Traité théologico-politique : *Spinoza ou le crépuscule de la servitude*, Paris, Aubier, 1984 – où servitude est à comprendre aussi bien au sens politique-collectif qu'au sens individuel.

16. Voir à ce sujet Bove (L.), *La stratégie du conatus. Affirmation et résistance chez Spinoza*, Paris, Vrin, 1996, chapitres VII, VIII et IX ; Vinciguerra (L.), *Spinoza et le signe. La genèse de l'imagination*, Paris, Vrin, 2005, chapitres XIII à XX.

n'importe quoi peut se trouver valorisé en bien ou en mal par un groupe. La finance de marché ne cesse pas d'expérimenter cette condition, sans doute en toute inconscience si l'on en juge par la robustesse de la croyance en la « valeur fondamentale ». L'essentiel de cette illusion, redisons-le, est à mettre sur le compte des mystifications du nombre, car les valeurs de l'économie étant nombrées, puisqu'elles s'expriment en unités monétaires, tout porte spontanément à y projeter l'objectivité galiléenne des grandeurs physiques. Pourtant, il n'en est rien comme le laissent entrevoir les épisodes d'extravagance de la valeur dont les marchés de capitaux sont congénitalement affligés – valorisations démentielles au cours de la bulle (qu'on pense à l'épisode « Nouvelle économie de la fin des années 1990 »), effondrement sans limite lors des krachs, perte des « prix d'équilibre » – et l'on retrouve ici tous les arguments keynésiens de l'incertitude radicale et de la spéculativité.

## Doxique et politique de la valeur

Quand bien même l'objectivité des valeurs fait absolument défaut, des prix pourtant n'en sont pas moins formés. Comme l'ont laissé entrevoir les arguments précédents, c'est donc que leur détermination – car il doit bien y en avoir une ! – vient d'ailleurs. Cet ailleurs est d'abord celui de l'opinion. Croyances et affects communs sont les opérateurs de la valorisation. Ce que les choses ne disent pas par elles-mêmes, c'est la collectivité des hommes les regardant qui le dira à leur place. La levée de l'indétermination fondamentale par le travail extrinsèque de la croyance collective valorisante (et de l'affect commun qui en est le support) est le sens profond de la perspective spinoziste sur la valeur<sup>17</sup>. Mais telle est bien également la signification de la *convention* keynésienne comme vision commune du futur, stabilisée pour un temps et gouvernant les schémas d'anticipation autrement privés de toute référence objective face à l'incertitude radicale. Comme l'avait vu Durkheim dans une conférence houleuse tenue devant la Société d'économie politique en 1908<sup>18</sup>, seul un trompeur « premier abord » peut donner à croire que les objets de l'économie différeraient en nature d'avec ceux des autres sciences sociales : les uns et les autres sont travaillés à cœur par les forces de l'opinion et sont façonnés par sa productivité propre. Pour tout leur fétichisme mystificateur du nombre, la valorisation économique et la valorisation financière n'échappent pas à cette détermination qu'il faut bien, au grand dam des économistes révoltés à cette idée, appeler par son nom : sociologique. Seules l'installation et la stabilisation d'une croyance

17. À propos, par exemple, de la formation de la valeur esthétique, voir Lordon (F.), « Les multitudes de l'art », in Douroux (X.), Hers (F.), Joschke (C.), dir., *Les Nouveaux commanditaires*, Dijon, Les Presses du réel, 2010.

18. Durkheim (É.), « Débat sur l'économie politique et les sciences sociales », (1908), *Textes* (1), *Éléments d'une théorie sociale*, Paris, Minuit, 1975, p. 219-225. (Je dois à André Orléan d'avoir attiré mon attention sur ce texte.)

collective en régime peuvent faire oublier, par l'effet de l'habitude, l'indétermination qu'elle recouvre. Ainsi les investisseurs de la fin des années 1990 finissent-ils par adhérer comme à une évidence à l'idée que les *start-ups* sont des *eldorados* de profit, et que l'absence de bénéfice, parfois même de chiffre d'affaires, n'est pas incompatible avec de formidables valorisations capitalistiques. De même leurs homologues du début des années 2000 épousent-ils la conviction que les techniques de la finance structurée offrent une solution définitive à la gestion globale du risque de crédit et qu'il est parfaitement sensé d'escompter des rendements double-B d'actifs notés triple-A<sup>19</sup>. Ces croyances collectives, ou conventions, peu importe le nom qu'on leur donne ici, soutiennent un régime d'affects et d'anticipations, d'opinions et de représentations qui, installé, stabilise un ordre du monde économique (financier) dont la régularité fait passer au second plan l'extranéité des processus de valorisation pour ne plus laisser paraître que des valeurs « indiscutablement » établies.

« Crise » est alors le nom donné au renversement de cette croyance, c'est-à-dire à une modification brutale de l'opinion commune ou, dit en termes spinozistes, à une bifurcation dans le régime des affects collectifs – et l'on voit incidemment tout ce qui sépare cette conceptualisation de la crise de la définition économiste néoclassique comme résorption brutale de l'écart entre les prix d'actifs et les « valeurs fondamentales », dont ils se seraient (inexplicablement) écartés. La croyance qui gouverne la formation des prix des actifs financiers n'est en effet que partielle et sans emprise sur d'autres faits économiques plus ou moins connexes dont les évolutions peuvent venir prendre à revers les adhésions antérieures de l'opinion. Si le taux de défaut des emprunteurs hypothécaires bondit de ses moyennes historiques du fait de l'entrée dans l'endettement de ménages de moins en moins solvables (*subprime*), alors il n'est plus possible de maintenir que les techniques de la finance structurée garantissent aux tranches senior des RMBS (*Residential Mortgage Backed Securities*) et des CDO (*Collateralized Debt Obligations*) d'être libres de tout risque<sup>20</sup>. L'incapacité à identifier des prix d'équilibre et à donner une valorisation aux actifs inscrits aux bilans des opérateurs témoigne spectaculairement de cette résurgence de l'indétermination dès lors que le soutien de la croyance collective se dérobe.

Mais le vide de l'indétermination peut être rempli par d'autres voies que celles de l'opinion. Si la valeur *ex ante* est pour ainsi dire « en blanc », alors elle ouvre un espace stratégique à tous ceux qui sont décidés à faire effort pour la fixer au mieux de leurs intérêts. Sauf, cas improbable, à disposer d'une puissance capable de rivaliser avec une opinion établie, les situations de crise, c'est-à-dire de décomposition des cadres affectifs-cognitifs antérieurs de la valorisation,

---

19. C'est-à-dire des rendements supérieurs à ce qui correspond normalement à un niveau de risque très faible.

20. Comme le prétendaient leurs notations triple-A.

sont les plus propices à ce genre d'effort porté par quelques agents ou groupes d'agents. Comme il y a « en régime » une doxique de la valeur, il peut donc y avoir « en crise » une *politique de la valeur*, coups de force locaux, offensifs ou défensifs, appelés ou non à perdurer par structuration d'une opinion qui viendra, le cas échéant, leur donner la portée d'un régime.

Il faut sortir de l'abstraction et entrer dans le concret de quelques exemples pour percevoir ce que la dichotomie d'une doxique et d'une politique de la valeur a d'idéal-typique et à quels degrés divers elles viennent en fait à s'articuler. On pourrait dire par exemple des négociations entre le Trésor américain et les banques qu'elles revêtent un caractère politique presque pur quand il est question de déterminer les prix auxquels les actifs toxiques du secteur privé vont être rachetés dans le cadre du *Troubled Asset Relief Program* (TARP). Nulle considération de valeur objective ne vient interférer dans cette négociation qui est tout entière prise dans un rapport de forces entre, d'une part, les banques désireuses de vendre le plus cher possible et, d'autre part, la puissance publique acheteuse qui pour son compte doit composer avec les écueils symétriques de payer trop peu et finalement ne pas régler le problème bancaire, ou de payer trop cher et léser le contribuable américain. Cette lutte-là est parfaitement circonscrite dans ses enjeux comme dans ses parties : elle est un huis clos.

Sensiblement différent est déjà le cas de la renégociation des normes comptables de la valorisation des actifs financiers. Que la comptabilité, instrument même de l'énonciation de la valeur économique, ne puisse revendiquer une pleine objectivité, le fait est maintenant suffisamment connu. Sur le mode anecdotique et journalistique, Nazanine Ravaï rappelle l'échange en 1988 entre René Thomas, président de la BNP, et Jean-Yves Haberer, nouvellement nommé à la tête du Crédit Lyonnais : « Comme on a dû te le dire, déclare le premier, nous nous entendons sur les bilans. Je suis le premier, tu es le second, et on se met d'accord avant l'arrêté des comptes » ; et à Haberer qui indique tabler sur une augmentation de 12 % de son bilan, Thomas répond qu'il « prévoi[t] pour la BNP une augmentation de 10 % [et qu'] il faudra prévoir le même chiffre »<sup>21</sup>. Au moins ce genre d'anecdote a-t-il la vertu de dissoudre complètement, s'il en restait, les croyances en l'objectivité de la comptabilité. Il est vrai qu'elles étaient, de toute façon, particulièrement naïves, du seul fait des très nombreux éléments proprement conventionnels de l'établissement des comptes : provisions, règles d'amortissement, et aussi, question centrale au débat comptable de la *fair value* au début des années 2000, valorisation des actifs, industriels comme financiers, sur la base de leurs *cash flows* futurs<sup>22</sup>. Là encore, le défaut

21. Ravaï (N.), *La République des vanités*, Paris, Grasset, 1997, p. 222-223. L'auteur source l'anecdote à l'audition de Jean-Yves Haberer devant la commission d'enquête parlementaire sur le Crédit Lyonnais et à son compte rendu disponible dans les archives de l'Assemblée nationale.

22. Voir Bignon (V.), Biondi (Y.), Ragot (X.), « Une analyse économique de la "juste valeur". L'évolution des principes comptables dans la réglementation européenne », *Prisme*, 4, 2004.

d'objectivité convoque immédiatement une sociologie de la comptabilité<sup>23</sup> dont la vocation propre est de restituer la production sociale de ses principes et de ses codifications. Dans cette perspective même, les moments de refonte des normes comptables sont assurément des temps forts de la politique de la valeur puisque s'y redéfinissent, dans un processus nécessairement conflictuel, les principes de la valorisation donc la hiérarchie future de la valeur. En témoigne l'intensité des luttes qui, à l'occasion de la réforme des normes IAS/IFRS en Europe, ont opposé les diverses fractions du capital, industriel ou financier, les diverses économies nationales, défendant leurs spécialisations propres et les intérêts comptables qui en dérivent, etc.<sup>24</sup> À plus forte raison le caractère politique de ces reconstructions normatives apparaît-il dans les périodes de crise où les agents jouent gros, parfois jusqu'à leur survie pure et simple. Le rôle amplificateur dans la crise financière de la norme du *mark-to-market* prescrivant aux agents de comptabiliser leurs actifs financiers, non comme auparavant à leur coût historique, mais à leur valeur de marché instantanée, donc leur imposant l'enregistrement immédiat des pertes corrélatives de l'effondrement des prix des actifs, a, de manière très prévisible, violemment rouvert le débat des règles comptables. Ainsi a-t-on vu le secteur bancaire, jadis en pointe pour promouvoir les normes du *mark-to-market*, s'activer aussi intensément pour les détendre au moment où elles se retournaient contre lui, et pour obtenir des pouvoirs publics et des institutions normalisatrices<sup>25</sup> la possibilité de reventiler les actifs depuis le *trading book* (évaluation au coût instantané) vers le *banking book* (évaluation au coût historique).

Pour donner lieu à d'authentiques menées de la politique de la valeur, puisque profondément politiques sont les moments de réécriture des règles au sein d'un univers social, la refonte à chaud des normes comptables n'est pas cependant un pur huis clos qui pourrait s'imaginer libre de toute contrainte d'opinion. Car la présentation des comptes est un acte de publicité, tout particulièrement à l'époque du capitalisme actionnarial. Aussi les manœuvres de la politique de la valeur comptable sont-elles soumises en bout de course à une contrainte de validation par l'opinion – l'opinion des investisseurs. Eux ne sont pas décidés à avaliser n'importe quels procédés de l'évaluation comptable, et notamment pas ceux qui seraient trop unilatéralement le fait des évalués. L'entremêlement du doxique et du politique est ici visible au moment où la contrainte d'opinion elle-

---

23. Cf. Chiapello (E.), Ramirez (C.), dir., *Sociologie de la comptabilité*, numéro spécial de la revue *Comptabilité-Contrôle-Audit*, 10, 2004.

24. Voir par exemple à ce propos Mistral (J.), « Rendre compte fidèlement de la réalité de l'entreprise. Remarques sur la réforme comptable et la qualité de l'information financière », in Mistral (J.), de Boissieu (C.), Lorenzi (J.-H.), dir., *Les normes comptables et le monde post-Enron*, (Rapport du CAE, n° 42), Paris, La Documentation française, 2003.

25. L'IASB (International Accounting Standard Board) pour l'Europe, fixant les normes IFRS (International Financial Reporting Standards) et le FASB (Financial Accounting Standards Board) pour les États-Unis fixant les normes US-GAAP (*US Generally Accepted Accounting Practices*).

même révèle sa nature politique, en tant que, dans le cas présent, elle exprime non pas seulement un problème cognitif de justesse mais un conflit sous-jacent, celui des managers et des actionnaires, propre à la forme contemporaine du capitalisme financiarisé. Encore moins qu'elle n'est objective, la comptabilité ne peut-elle revendiquer une unicité de point de vue. Car chaque agent, selon le groupe auquel il appartient et dont il exprime la logique, prend une perspective particulière sur l'entreprise. L'EVA (*Economic Value Added*) ou le ROE (*Return on Equity*) sont par exemple typiquement des définitions du profit ou du taux de profit exprimant le point de vue spécifique de l'actionnaire<sup>26</sup> et prenant un regard particulier sur les comptes. Qui a la faculté d'imposer son regard propre et d'en faire le principe de la norme, c'est évidemment une question politique par excellence. Mais c'est aussi une question doxique quand l'édiction de la règle doit être *in fine* validée par une opinion qui lui donnera ultérieurement, « en régime », toute sa force d'habitude et de croyance installée, dès lors en tout cas que cette opinion s'est constituée comme une puissance en soi, dotée de suffisamment de cohérence pour qu'il soit difficile, ou impossible, de lui imposer quoi que ce soit unilatéralement.

## Les *stress tests* bancaires, ou les dilemmes de la crédibilité

Les *stress tests* auxquels l'administration américaine a soumis les principales banques<sup>27</sup> au premier trimestre de 2009 offrent un autre épisode particulièrement riche de la politique de la valeur dans son articulation avec une opinion. Les *stress tests* consistent en un exercice de simulation bâti à partir de scénarios d'évolutions conjoncturelles de l'économie à l'horizon de la fin 2010, pour tenter d'estimer, pour chaque banque, les pertes que déterminent leurs structures d'engagements risqués, savoir si leurs bases de capitaux propres sont à même de les supporter, c'est-à-dire livrer un jugement quant à leur solvabilité, avec l'éventuelle conséquence, dans les cas négatifs, de les forcer à des recapitalisations, soit auprès des investisseurs privés, soit, en cas d'échec, auprès d'un guichet public spécifique, le *Capital Assistance Program* (CAP), donc en consentant à une nationalisation au moins partielle<sup>28</sup>. À l'inverse des tests que, bien plus tardivement, les Européens commencent à envisager pour leur propre compte, la spécificité des tests américains vient de l'objectif qu'ils se donnent explicitement : restaurer la confiance. L'US Treasury *White Paper* présentant le

26. Voir Lordon (F.), « La "création de valeur" comme rhétorique et comme pratique. Généalogie et sociologie de la valeur actionnariale », *L'Année de la régulation*, 4, 2000.

27. Dix-neuf banques, comptant chacune un actif supérieur à 100 milliards de dollars (à la fin 2008), et représentant ensemble les deux tiers des actifs et plus de la moitié des encours de prêts du secteur bancaire américain, ont été soumises à ces tests.

28. Les résultats des *stress tests*, rendus publics le 7 mai 2009, laissent aux banques un délai de six mois pour réaliser leurs recapitalisations auprès des marchés, après quoi le CAP est activé.

CAP<sup>29</sup> insiste fortement sur ce point en l'articulant aux effets récessifs de l'incertitude : « Si la présente incertitude à propos de la viabilité de nos institutions financières persiste, elle pourrait déclencher une dynamique autorenforçante qui entamerait plus encore la capacité de notre système financier à remplir ses fonctions cruciales et viendrait affaiblir la croissance. L'environnement économique incertain a entamé la confiance dans le volume et la qualité du capital de certaines banques<sup>30</sup>. » C'est donc bien le lien entre incertitude, dégradation de la situation des banques, doutes sur leur solvabilité et difficulté subséquente de maintenir leur activité prêteuse<sup>31</sup> qui est souligné, faisant par conséquent de la « restauration de la confiance » la pierre de touche de tout redémarrage économique. Dans ces conditions, les *stress tests* ont immédiatement vocation à la publicité (*disclosure*) puisque la « confiance » à rétablir n'a de sens que si elle émane du public<sup>32</sup> – et ceci par opposition au cas européen où des tests semblables ne sont envisagés que pour livrer aux régulateurs une information « technique » n'ayant pas nécessairement à être communiquée à l'extérieur. Cet objectif même que se donne le *Capital Assistance Program* fait immédiatement naître ce qu'on pourrait nommer *le dilemme de la confiance en situation de crise* : comment produire de l'extérieur un sentiment qui n'est vraiment établi que si les agents visés ont l'impression de l'avoir éprouvé d'eux-mêmes ? Ça n'est pas que la confiance ne puisse jamais être l'effet d'une production extrinsèque – le plus souvent elle l'est – mais que le dilemme naît d'une situation critique où la production de confiance se trouve mise sous tension : autant quand la situation est « normale » il n'est besoin d'aucun excès ni de « forcer » le sentiment de confiance, autant l'entreprise de restaurer ce sentiment dans un contexte adverse porte le risque du « forçage » – mais alors d'un « forçage » voué à être contre-productif. Tel est le dilemme de la confiance en situation de crise : faire éprouver un sentiment collectif qui, par construction, ne peut être forcé, dans un contexte d'adversité et d'urgence où toutes les tendances, jouant spontanément dans le sens de la défiance, font naître irrésistiblement la tentation du forçage, ou de l'excès (« en faire trop »). À propos des *stress tests* en tant qu'ils sont conçus pour être diffusés auprès du public pour y produire leur effet, le dilemme de la confiance se réexprime en un dilemme de la crédibilité en lequel les autorités doivent naviguer entre deux écueils symétriques : d'une part

---

29. « The Capital Assistance Program and its Role in the Financial Stability Plan », *US Treasury White Paper*, 2009.

30. *US Treasury White Paper*, p. 1.

31. En effet, pour que les banques puissent reprendre leur activité de prêt, elles doivent pouvoir compter sur la restauration de leurs possibilités antérieures de refinancement dans le marché interbancaire et dans les marchés de gros du crédit, donc rassurer les investisseurs quant à leur solvabilité et la qualité générale de leur signature.

32. Du public pertinent qui, en l'espèce, est double : d'une part la communauté bancaire elle-même en tant qu'elle est collectivement l'animatrice du marché interbancaire source cruciale du refinancement des banques (comme l'ont attesté *a contrario* les effets catastrophiques du gel de ce marché à partir de l'automne 2007), d'autre part les investisseurs dans les marchés de gros du crédit.

obtenir sur la solvabilité des banques des résultats sincères mais possiblement défavorables, au risque de déclencher une véritable panique bancaire, d'autre part, livrer des résultats favorables mais alors immédiatement exposés au doute d'avoir été enjolivés et menacés de ne pas emporter l'adhésion qu'ils sont pourtant censés produire.

La condition de possibilité du dilemme naît évidemment du défaut d'objectivité des tests eux-mêmes, simulation si hautement conjecturale que son statut véritable est bien plutôt celui d'un exercice intellectuel très conditionnel que d'une prévision ferme et fiable. Les agents de la finance ne sont d'ailleurs pas dupes et questionnent la qualité des résultats bien avant de les avoir sous la main. « Il s'agit plus d'un exercice du type "essai" que d'un questionnaire à choix multiples. Il n'y a pas la réponse juste et la réponse fausse. C'est une affaire de jugement (c'est moi qui souligne) », indique Bill Gale, économiste à la Brookings Institution<sup>33</sup>. En effet, l'ordre du « jugement » n'est pas exactement celui des vérités quantitatives objectives... Aussi, par le jeu d'un seul mot, c'est tout un fond d'arbitraire qui fait résurgence, charriant inévitablement le soupçon de la manipulation stratégique des résultats et de leur insincérité. Dans un aveu d'honnêteté inattendu, la Réserve fédérale, qui concrètement pilote la réalisation des tests au sein des banques examinées, admet la fragilité de l'exercice, notamment du fait de la possible non-stationnarité en temps de crise des régularités économiques qui donnent sa structure au modèle utilisé : « Ce type d'analyse est sujet à une incertitude considérable, notamment du fait de la variété des évolutions macroéconomiques possibles, des relations entre la situation des BHC<sup>34</sup> et les scénarios macroéconomiques, et du degré auquel ces relations continueront d'être pertinentes dans un environnement de stress accru<sup>35</sup>. »

À l'instabilité du modèle s'ajoute le caractère contestable des *inputs* dont on le nourrit – les hypothèses constitutives des scénarios macroéconomiques. Le cadre retenu par l'US Treasury et la Réserve fédérale envisage deux scénarios, le premier constitué d'une moyenne des prévisions disponibles au mois de février réalisées par quelques grands instituts de conjoncture (Consensus Forecasts, The Blue Chip Survey, the Survey of Professional Forecasters), le second dit « scénario adverse », construit à partir des archives de ces instituts depuis 1970 au travers des divers épisodes récessionnistes. C'est ce second scénario qui est retenu pour l'effectuation des tests, le premier n'étant en fait mentionné qu'au titre de faire-valoir, pour souligner ostensiblement que le gouvernement choisit les hypothèses les plus défavorables, et améliorer par là la crédibilité de l'exercice. Pour consolider autant qu'il le peut sa position de « sérieux », l'US Treasury ne manque pas d'ajouter que, d'après les archives des prévisionnistes

33. Cité par Edward Luce, « Bank Test Gamble Ahead for Obama », *Financial Times*, 1<sup>er</sup> mai 2009.

34. BHC : *Bank Holding Companies*.

35. « The Supervisory Capital Assistance Program: Design and Implementation », *Board of Governors of the Federal Reserve System*, 24 avril 2009.

privés eux-mêmes, la probabilité que la situation soit pire que celle envisagée par le scénario adverse n'est que de 10 % (et de 15 % selon les appréciations subjectives fournies par eux en février 2009)<sup>36</sup> – manière de signifier qu'il a bien retenu les hypothèses les plus pessimistes, donc les plus prudentes. Au total, le scénario retenu prévoit une contraction du PIB de 3,3 % pour 2009 et une croissance presque plate de 0,5 % pour 2010, un taux de chômage de 8,9 % et 10,3 % pour ces deux années, et une chute des prix de l'immobilier de 22 % puis 7 %. Cette stratégie rhétorique de la prudence « conservatrice »<sup>37</sup> n'impressionne pourtant pas tout le monde, notamment pas Joseph Stiglitz qui parle de toute son autorité de Nobel : « Ce ne sont certainement pas les chiffres les plus pessimistes qu'on puisse envisager. Stresser c'est stresser, et l'état de stress n'est certainement pas là où la moyenne se tient<sup>38</sup> » – ainsi les *stress tests* demeurent-ils frappés du doute que, pour toute la rhétorique gouvernementale de l'« adversité », les hypothèses retenues ont été choisies pour être relativement douces, en tout cas pas aussi rudes que ce que devrait appeler une simulation d'événement extrême.

Enfin, un dernier élément vient mettre un peu plus à mal la crédibilité d'ensemble du dispositif. C'est que le CAP n'est qu'une sous-enveloppe du TARP, programme global du sauvetage du secteur financier (hors concours de la Banque centrale), dont le volume voté par le Congrès est limité. L'administration américaine, et notamment le secrétaire au Trésor Henry Paulson, ont déjà pris quelques libertés d'une légalité discutable pour l'utilisation des fonds TARP – initialement présentés au Congrès comme programme de *rachat d'actifs*, les fonds ont été en partie utilisés à des fins non spécifiquement mentionnées, comme des recapitalisations<sup>39</sup>. Il ne sera donc pas possible de plaisanter avec des dépassements... Or, au moment des *stress tests*, les fonds TARP ont été largement consommés et la sous-enveloppe CAP ne peut pas compter sur plus de 100 milliards de dollars. On n'imagine donc guère l'administration publier des résultats de besoins de recapitalisation des banques qui excéderaient largement ses propres possibilités d'intervention. Le Trésor lui-même prend les devants et fait savoir que les objectifs de capitalisation visés sont principalement exprimés par la définition stricte du ratio de solvabilité retenant comme base de capital les « vrais fonds propres », dits *Tangible Common Equity* (TCE), plutôt que le ratio Tier-1 qui sert de référence aux accords prudentiels de Bâle II. Le ratio Tier-1 en effet retient une définition plus large de la base de capital, incluant,

---

36. *Ibid.*, p. 5, note 3.

37. « Conservatrice » est l'appellation en usage dans l'univers de la finance pour désigner des hypothèses ou des prévisions délibérément pessimistes, construites à seule fin de convaincre par un argument *a fortiori*.

38. *New York Times*, 28 avril 2009.

39. L'audition de Henry Paulson devant le House Oversight and Government Reform Committee de la Chambre des Représentants le 16 juillet 2009, témoigne par la virulence des questions, et même des accusations de « tromperie », du mécontentement des législateurs. Pour en prendre la mesure, il faut se souvenir des conditions extrêmement difficiles d'adoption du plan Paulson par le Congrès en septembre 2008.

au-delà des « vrais fonds propres », du quasi-capital, comme les actions préférentielles, voire de la dette à niveau de subordination suffisamment haut pour pouvoir être considérée comme non exigible. L'accent exclusivement mis sur le ratio TCE a pour avantage que son renforcement peut être opéré par simple conversion des actions préférentielles déjà détenues par l'État (du fait des recapitalisations publiques déjà consenties), donc par simple substitution entre les parties TCE et non-TCE du ratio Tier-1, c'est-à-dire *sans injection de fonds supplémentaires* – et c'est cette conversion-substitution que le *Capital Assistance Program* envisage de la plus explicite des manières. Au demeurant, la contrainte budgétaire n'est pas que légale ni constituée vis-à-vis du Congrès seulement : l'opinion publique élargie elle aussi s'intéresse à cette affaire quoique sous la seule perspective des volumes supplémentaires d'« argent du contribuable » qui pourraient venir à être mobilisés. Cette contrainte-là n'est pas moins restrictive car, depuis l'automne 2008 et le premier programme TARP, l'opinion est dans un état de fureur dépassée à l'idée d'avoir eu à renflouer une finance privée<sup>40</sup>, accusée de venir « se refaire » aux frais des ménages qu'elle a conduits au surendettement puis à l'expulsion. Les sommes astronomiques mises en jeu pour le sauvetage de la finance privée ont profondément choqué le corps social et toute nouvelle extension de l'action gouvernementale en direction des banques se paye d'un lourd coût politique. Quelle qu'en soit l'origine, la limitation des moyens de l'intervention publique pèse en tout cas *a priori* sur la conduite de l'exercice et la chose n'échappe à personne : « On a du mal à croire que le gouvernement arrivera avec un nombre dépassant la puissance de feu à sa disposition », note Andy Laperriere d'Investment Strategy<sup>41</sup>. « Heureusement », le résultat final annoncera une impasse globale de 75 milliards de dollars seulement pour l'ensemble des banques examinées...

## Défaut d'objectivité, espace des manœuvres et rapport de force

Que peut-il rester d'objectivité à un exercice si multi-contraint *ex ante* ? Les parties directement concernées, les banques et l'administration, savent très bien au fond à quel jeu elles jouent. Et connaissant l'inobjectivité fondamentale de l'exercice, elles connaissent *ipso facto* la marge qui leur est ouverte pour une action puissante et délibérée de ménagement de leurs intérêts. Les plus

---

40. Si le point est ici périphérique, il mériterait en toute rigueur d'être mieux élaboré. Mais on ne manquerait pas d'indices pour donner mieux sens à cette idée d'une fureur de « l'opinion », au travers de la tonalité générale du commentaire médiatique sur la question (humoristes en tête), les sondages d'opinion indiquant un décalage considérable de « Wall Street » dans le degré de confiance accordé par la population aux diverses institutions des États-Unis (« le gouvernement », « le Congrès », « la Réserve fédérale », « l'armée », etc. ; sondage Gallup, 24 juin 2009 par exemple), ou bien le récit par les représentants au Congrès de la colère de leurs électeurs, telle qu'elle les a finalement convaincus de rejeter le plan Paulson en première lecture.

41. Cité dans Luce (E.), *Financial Times*, 1<sup>er</sup> mai 2009.

décidées à intervenir et les moins contraintes pour ce faire sont évidemment les banques : elles se désintéressent presque complètement du dilemme de la crédibilité qu'elles estiment entièrement à la charge de l'État. C'est pourquoi, vendu à l'opinion publique élargie comme un verdict technique irréfragable, le protocole des *stress tests* va rapidement tourner en coulisse à la tentative de manipulation systématique et à l'affrontement ouvert. Certes, le processus est explicitement conçu comme « interactif » par les autorités, et les banques sont invitées à discuter avec le Trésor et la Réserve fédérale des premières estimations. Mais ce sont plus que d'urbaines « discussions » ou de studieuses « concertations » qui vont se tenir à partir de la fin avril 2009 quand sont annoncés aux banques les premiers résultats. La presse économique et financière, seule source disponible mais assez crédible du fait d'être difficilement soupçonnable d'un biais antifinancier, restitue dès la fin avril un climat de grande tension qui conduit d'ailleurs l'administration américaine à différer d'une semaine la publication des résultats. C'est que les premières estimations qui ont été communiquées aux banques n'ont pas eu l'heur de leur plaire et que ces dernières sont entrées en contestation ouverte. C'est à ce moment que ce qui reste d'une possible objectivité des *stress tests* achève de voler en éclats : « négociations de coulisses tendues »<sup>42</sup>, « intense marchandage »<sup>43</sup> sont parmi les termes utilisés pour rendre compte d'un climat peu compatible avec l'idée qu'on se fait spontanément d'une évaluation objective. Ceci pour ne rien dire des propos tenus par certains des banquiers concernés eux-mêmes : « stupides », ainsi Richard Kovacevich, le président de Wells Fargo, qualifie-t-il les premières estimations de la Réserve fédérale qui lui indique une impasse de 17 milliards de dollars de capitaux propres à combler. La première semaine de mai voit ainsi un véritable bras de fer entre les banques et l'administration pour tordre les résultats. Un commentateur s'étonne : « Je ne peux pas imaginer par exemple une compagnie pharmaceutique se rebellant contre le contrôleur qui l'aurait prise en flagrant délit de violations de règles industrielles » dans un texte significativement intitulé « Les détails sur la victoire des banques contre le Trésor émergent dans l'affaire des *stress tests* »<sup>44</sup>. Ce n'est donc pas seulement le mépris d'un idéal même éloigné d'objectivité qui est ici évoqué, mais, pire peut-être, le défaut d'autorité du régulateur, pris dans un rapport de puissance défavorable là où sa position institutionnelle même devrait lui donner incontestablement le dessus. Même le *Wall Street Journal* peu suspect d'intentions nuisibles à l'endroit de la finance reprend à son compte le langage de l'épreuve de force : « Les banques ont obtenu des concessions sur les tests<sup>45</sup>. » Et c'est bien de cela

---

42. Guerrero (F.), Scholtes (S.), « Banks Critical of Stress Tests Sceptics », *Financial Times*, 8 mai 2009.

43. Enrich (D.), Firzpatrick (D.), Eckblad (M.), « Banks Won Concessions on Tests », *Wall Street Journal*, 9 mai 2009.

44. Smith (Y.), « Details on Banks' Victory Over Treasury in Stress Tests Emerge », *Naked Capitalism*, 9 mai 2009.

45. Enrich (D.), Firzpatrick (D.), Eckblad (M.), « Banks Won Concessions on Tests », art. cit.

qu'il s'agit en effet. En témoigne indirectement le fait que ces efforts ne sont pas déployés en vain : le besoin de recapitalisation de Wells Fargo est ramené après une semaine de « négociations » de 17 à 13,7 milliards de dollars, celui de Bank of America de 50 à 33,9 milliards, et celui de Citi de 35... à 5,5 milliards. Tous les moyens ont été bons pour parvenir à ces fins. Ainsi le groupe Citi est-il parvenu à « convaincre » le gouvernement que son produit bancaire pour les deux années à venir serait de 80 milliards de dollars et non de 49 comme estimé par la Réserve fédérale<sup>46</sup>. Mais pour en arriver à la réduction miracle qui a fait passer ses besoins de fonds propres de 35 à 5,5 milliards de dollars, il lui a aussi fallu soutenir que ses prévisions de résultats futurs n'avaient pas à inclure de futures dépréciations d'actifs, ceci au moment où rien ne permet de penser que la conjoncture générale du surendettement donne le moindre signe de répit : l'immobilier commercial apparaît comme le prochain foyer de pertes bancaires<sup>47</sup>, de même que les crédits immobiliers dits *Alt-A*, dont la démographie annonce une montée de défauts à partir de 2010<sup>48</sup>, à quoi il faut ajouter la détérioration générale de tous les emprunteurs du fait de la récession, comme l'attestent les défauts croissants sur les cartes de crédit *prime* (les meilleurs *scores*).

Se sachant dès février soumises aux *stress tests*, les banques se sont mises en devoir de produire des résultats du premier trimestre 2009 aussi étincelants que possible. La chose n'avait rien d'évident compte tenu de l'automne qui avait précédé. Mais, entre une haute activité de *brokerage*, non plus sur les titres avariés qui ont failli faire leur ruine, mais sur les bons du Trésor dont les émissions ont littéralement explosé du fait des plans publics et font l'objet d'un effet massif de « report vers la qualité »<sup>49</sup>, le pilotage de nombreuses opérations d'émission lancées par les banques pour lever des fonds en urgence, et le repartage des volumes d'affaire abandonnés par les banques disparues ou reprises,

46. Guerrero (F.), Scholtes (S.), « Banks Critical of Stress Tests Sceptics », art. cit.

47. Richard Parkus, analyste à la Deutsche Bank indique que les CMBS (*Commercial Mortgage Backed Securities*, soit les équivalents pour l'immobilier commercial des produits dérivés des crédits immobiliers des ménages) font face à un taux de défaut moyen de 9 à 12 %, la cohorte de 2005-2007 pouvant voir ce taux monter à 12-15 % et celle de 2007 seule à plus de 20 %, ceci à comparer avec la pire cohorte de l'histoire récente, celle de 1986 à 10 %... « Commercial Real Estate: Do Rising Defaults Pose a Systemic Threat », *Testimony Before the Joint Economic Committee*, US Congress, 9 juillet 2009.

48. Bon nombre de ces crédits *Alt-A* prennent la forme dite Option Adjustable Rate Mortgage (Option-ARM), dans laquelle l'emprunteur se voit offrir plusieurs options de taux surbaissés pour les premières années, jusqu'à un *reset* qui le fait revenir au taux « normal » auquel s'ajoute le remboursement du « moins payé » antérieur, soit une « marche d'escalier » dans le montant des mensualités qui peuvent aller jusqu'à doubler – c'est bien sûr à ce moment que les défauts se matérialisent. Alors que la période de *reset* des crédits *subprime* était de deux ou trois ans, celle des Option-ARM est plutôt de l'ordre de quatre à cinq ans, raison pour laquelle leur convoi de défauts devrait se manifester avec décalage de quelques années par rapport à celui des *subprimes*.

49. Le « report vers la qualité » signifie que les investisseurs se détournant des compartiments de marché « à problème » et des classes d'actifs sinistrées remanient leurs portefeuilles en y faisant entrer les actifs jugés les plus sûrs, soit, en période de crise, les titres du Trésor.

plus les gains de quelques opérations non récurrentes, les résultats affichés sont étonnamment satisfaisants. Sans surprise, les banques s'emploient à les faire valoir comme le signe indubitable d'une pleine restauration et surtout à les faire retenir par la Réserve fédérale comme la base d'appréciation de leurs profits futurs. De l'aveu même de leurs porte-parole, Bank of America et Wells Fargo négocient la diminution de leur impasse à partir de cette « nouvelle indication » fournie par les résultats du premier trimestre<sup>50</sup>. Toujours soucieuse de se distinguer, Goldman Sachs annonce le 30 avril, soit à la veille de la publication des résultats initialement prévue et une semaine avant leur publication effective, une levée de fonds en forme de message : 750 millions de dollars d'actions et 2,5 milliards de dollars d'obligations non garanties par l'État, qui sont une manière de signifier « tout ceci ne nous concerne pas ».

## Conclusion

On a beau avoir abandonné les illusions de la valeur objective et de la comptabilité reflet, la violence des échanges engendrés par les *stress tests* n'en est pas moins frappante. Elle n'est pourtant que l'effet prévisible d'une plage d'indétermination en tant qu'elle ouvre d'elle-même un espace stratégique à toutes les menées intéressées. Comme si la « nature politique » avait horreur du vide, les groupes d'agents les plus puissants s'efforcent (au sens du *conatus* spinoziste) de remplir le « blanc » laissé par l'inobjectivité de la valeur et, en ces épisodes, font voir mieux qu'à n'importe quel autre moment ce que « processus de valorisation » veut dire. Il faut en effet ces conjonctures de crise profonde pour mieux reprendre conscience, à la faveur d'un effet de résurgence, de l'indétermination fondamentale de la valeur, recouverte en temps ordinaires par les affects, les croyances et les conventions installés, et aussi pour apercevoir à nouveau que la valorisation est entièrement le produit d'une *activité* sociale. Cette activité prend tous les caractères d'une politique quand elle est gouvernée par des visées d'intérêt décidées à l'affrontement. Aussi, particulièrement dans l'urgence et l'élévation extrême des enjeux d'une crise aiguë, la politique de la valeur financière a-t-elle repris ses droits – il faudrait dire plus exactement : manifesté à nouveau pleinement sa présence – avec une grande brutalité, aussi bien quand il s'est agi de fixer le prix des rachats d'actifs par le TARP que de refaire à chaud les règles comptables du *mark-to-market*. Il ne pouvait en aller autrement à propos des *stress tests*, dont le protocole, en pareille situation, était voué à devenir un champ de luttes – efforts de l'administration pour accommoder au mieux ses multiples contraintes et notamment le dilemme de la crédibilité qu'elle fait surgir elle-même en donnant à son initiative la finalité de « restaurer la confiance » ; efforts des puissances bancaires privées pour minimiser par tous les moyens des résultats défavorables logiquement anticipés. Et, comme si l'illusion de la valeur

---

50. Guerrero (E.), Scholtes (S.), « Banks Critical of Stress Tests Sceptics », art. cit.

ne voulait pas complètement rendre les armes, ou plutôt comme s'il demeurait des enjeux à masquer encore pour le public aussi longtemps que possible la réalité politique de la valeur, les protagonistes ne se retrouvent que pour tenir chacun à leur manière le discours de l'objectivité, discours de la dénégation de leurs propres pratiques. Par un tour dialectique des plus classiques en politique, Timothy Geithner, secrétaire au Trésor, fait argument des reproches opposés auxquels il est en butte pour revendiquer le juste milieu, c'est-à-dire la place de la justesse : « Certains pourraient objecter que ces tests sont ouvertement punitifs alors que d'autres affirmeront qu'ils sous-estiment le besoin potentiel de capital additionnel. Les tests agencés par la Réserve fédérale et le superviseur ont cherché le bon équilibre<sup>51</sup>. » Certes l'exercice des *stress tests* n'est pas d'une parfaite scientificité, semble-t-il concéder entre les lignes, mais au moins le jugement de l'administration est-il gouverné par les normes du raisonnable et de l'honnêteté – de quasi-substituts, en tout cas très admissibles, de l'objectivité. Mais c'est peut-être du côté des acteurs privés du secteur bancaire, engagés sans retenue dans l'épreuve de force, que le déni est porté à son comble : « Ça n'était pas du lobbying », déclare sans ciller le porte-parole de Bank of America interrogé par le *Wall Street Journal*<sup>52</sup> à propos de la surprenante réduction de son impasse survenue en une semaine de « discussions ». Mais n'est-ce pas là simplement une manifestation de plus de la constante dénégation par le capital de sa propre politique, telle qu'on pourrait aisément la rapporter à cette autre, un peu différente en nature, mais toujours relative aux suites de la crise financière, tombée de la bouche de Robert Wolf, président d'UBS Americas et membre du Sub-Committee for Economic Advisory, consulté à propos de la réforme de la régulation financière : « Nous ne faisons pas de politique ; nous donnons seulement des conseils. Je ne suis pas un décideur politique<sup>53</sup>. » « Ceci n'est pas de la politique ». Mais la chose n'est pas exactement dite à la façon de Magritte.

---

**Frédéric LORDON** est directeur de recherche au CNRS, chercheur au CESSP-CSE (Université Paris 1). Ses travaux portent sur le capitalisme financiarisé sous ses multiples aspects : valeur actionnariale, fonds de pension, marchés financiers. Il a publié deux ouvrages sur la crise financière : *Jusqu'à quand ? Pour en finir avec les crises financières* (Raisons d'agir, 2008) ; *La crise de trop* (Fayard, 2009).

Il développe par ailleurs un programme de recherche spinoziste en sciences sociales : *L'Intérêt souverain. Essai d'anthropologie économique spinoziste* (La Découverte, 2006), *Conflits et pouvoirs dans les institutions du capitalisme* (dir.) Presses de Sciences-Po, 2008, avec Y. Citton, il a dirigé un ouvrage sur *Spinoza et les sciences sociales* (Ed. Amsterdam, 2008)

**frederic.lordon@gmail.com**

---

51. Geithner (T.), « How We Tested the Big Banks », *The New York Times*, 7 mai 2009.

52. *The Wall Street Journal*, 9 mai 2009.

53. Interview, *CNBC*, 26 juin 2009.