

La Machine à *Catastrophe*

*Anatomie de la plus grande crise financière depuis 1929.
Comment le monde a failli basculer — et pourquoi personne n'a voulu voir.*

2000 — 2008 · LONGREAD · ANALYSE

Il y a des crises qui arrivent par surprise. Celle-là n'en était pas une. Des économistes l'avaient annoncée. Des modèles l'avaient esquissée. Des signaux d'alarme avaient clignoté, des voix s'étaient élevées, des rapports avaient atterri sur des bureaux feutrés dans les plus grandes capitales financières du monde. Et pourtant — rien. Le monde a regardé s'assembler la bombe, pièce par pièce, pendant dix ans. Il a regardé quelqu'un l'allumer. Et il a attendu, stupéfait, qu'elle explose. Ce que vous allez lire n'est pas seulement l'histoire d'une crise financière. C'est l'histoire de comment des systèmes d'hommes intelligents peuvent collectivement perdre la raison.

PARTIE I · L'OUVERTURE

Le jour où le monde a arrêté de *respirer*

15 septembre 2008 — Manhattan, 1h45 du matin

Ils sortent avec des cartons. Des dizaines d'employés de Lehman Brothers, quatrième banque d'investissement des États-Unis, défilent dans la nuit de Manhattan en portant les vestiges de leur vie professionnelle. Un ordinateur portable. Une photo encadrée. Parfois rien — juste eux, mains dans les poches, regard fixe sur le vide d'un trottoir new-yorkais à deux heures du matin. En quelques heures, 25 000 emplois viennent de s'évaporer. En quelques jours, des milliers de milliards de dollars vont partir en fumée sur les marchés du monde entier. En quelques semaines, la récession la plus sévère depuis 1929 sera officiellement déclarée.

Ce n'est pas la fin de l'histoire. C'est le milieu. Et pour comprendre comment on en est arrivé là, il faut remonter à un autre matin — pas aussi dramatique, pas aussi visible, mais autrement plus décisif pour l'avenir du monde.

Nous sommes le 25 juin 2003. Le bâtiment de la Réserve Fédérale américaine, à Washington D.C. Alan Greenspan, 77 ans, surnommé le Maestro par la presse du monde entier, signe une décision qui va façonner la prochaine décennie : le taux directeur de la banque centrale la plus puissante du monde descend à 1%. Du jamais vu depuis quarante ans.

À ce moment précis, personne ne crie au scandale. Au contraire. Les marchés applaudissent. Les économistes approuvent. Les journaux saluent la sagesse du grand homme. Et dans des bureaux à Manhattan, Chicago, Londres et Francfort, des banquiers commencent à sentir quelque chose de très particulier : l'odeur de l'argent facile.

« *L'argent bon marché est comme l'eau qui s'accumule derrière un barrage. Elle ne pose pas de problème — jusqu'au moment où le barrage cède.* »

PRINCIPE FONDAMENTAL DE LA THÉORIE DES CRISES FINANCIÈRES

Pour comprendre ce qui s'est passé entre 2003 et 2008, il ne suffit pas d'aligner des chiffres. Il faut comprendre des hommes, des croyances, des systèmes d'incitation et des angles morts cognitifs. Il faut comprendre comment une idéologie peut aveugler même les plus brillants. Comment un système peut rendre invisible ce qui est pourtant sous les yeux

de tous. Et comment, au bout du compte, c'est toujours la même chose qui tombe : les gens ordinaires qui n'avaient rien demandé.

PARTIE II · LES ORIGINES

Le terreau de *l'explosion*

1998 – 2003 · *Trois forces qui s'assemblent en silence*

L'homme qui pouvait tout

Alan Greenspan n'est pas un homme ordinaire. Il a dirigé la Réserve Fédérale américaine pendant dix-huit ans et demi — le plus long mandat de l'histoire moderne. Sous sa gouverne, l'économie américaine a traversé le krach de 1987, la crise asiatique de 1997, l'effondrement du fonds LTCM en 1998, la bulle internet en 2000, et les attentats du 11 septembre 2001. À chaque fois, il a semblé maîtriser les événements avec une sérénité qui forçait l'admiration.

Mais Greenspan porte aussi en lui quelque chose de plus fragile que son aura ne le laisse paraître : une idéologie. Disciple de la philosophe Ayn Rand, convaincu de la toute-puissance des marchés libres, il croit profondément que les acteurs économiques sont des adultes rationnels qui défendent leur intérêt bien compris. Que le marché, laissé à lui-même, trouve toujours son équilibre. Que la régulation est non seulement inutile, mais nuisible.



ALAN GREENSPAN

PRÉSIDENT DE LA RÉSERVE FÉDÉRALE AMÉRICAINE · 1987–2006

Surnommé le "Maestro" par Bob Woodward dans son livre éponyme de 2000. Admiré par Bill Clinton qui le qualifie de "plus grand banquier central de l'histoire de la République".

Disciple de la philosophe Ayn Rand. Sa conviction dans l'auto-régulation des marchés façonnera toutes ses décisions — et tous ses aveugles.

C'est cette conviction qui guide sa main en juin 2003 quand il abaisse les taux à 1%. Il réagit à une succession de chocs réels : l'éclatement de la bulle internet en 2000 a détruit 5 000 milliards de dollars de richesse. Le 11 septembre 2001 a paralysé l'économie américaine. Et en 2002-2003, un spectre hante la Fed : la déflation. Le Japon vient d'entrer dans une spirale déflationniste dont il ne sortira pas avant vingt ans. Pour Greenspan, descendre à 1%, c'est acheter une assurance contre le scénario le plus redouté. C'est une décision rationnelle dans son cadre intellectuel. Elle sera catastrophique dans ses effets.

LE CHOC DES TAUX DIRECTEURS

Le taux directeur de la Fed passe de **6,5% en janvier 2001** à **1% en juin 2003**. En deux ans, le coût de l'argent est divisé par six et demi. Pour les banques qui se financent à ce taux pour ensuite prêter, c'est une aubaine sans précédent. Il leur faut trouver où placer cet argent devenu quasi-gratuit. L'immobilier s'impose comme la destination évidente — et comme le théâtre du désastre à venir.

L'Amérique qui rêve

Il y a dans la culture américaine quelque chose qui n'appartient qu'à elle : la conviction que posséder sa maison n'est pas un luxe mais un droit. Le rêve américain ne se résume pas à devenir riche — il commence par avoir un toit qui vous appartient, avec un jardin, une boîte aux lettres à votre nom, et la certitude que vous avez réussi.

Cette idéologie traverse les partis et les décennies. Bill Clinton l'a brandié. George W. Bush en fera un vrai programme politique. En 2002, il annonce son ambition de créer 5,5 millions de nouveaux propriétaires parmi les minorités américaines d'ici 2010. Le Community Reinvestment Act pousse les banques à prêter dans les quartiers défavorisés. L'intention est belle. La mise en œuvre sera l'une des plus grandes erreurs de l'histoire économique américaine.

« Nous voulons que tout le monde en Amérique puisse posséder sa maison. »

— GEORGE W. BUSH, DISCOURS AU DÉPARTEMENT DU LOGEMENT, 2002

Car cette politique crée une demande artificielle de crédit immobilier pour des ménages qui, en conditions normales, ne remplissent pas les critères de solvabilité. Et les banques — stimulées par les taux bas, encouragées par la politique gouvernementale — vont inventer les outils pour répondre à cette demande. Des outils qui transformeront le rêve américain en piège américain.

Le pare-feu qu'on a abattu

Il existe, dans l'histoire réglementaire américaine, un texte de loi dont l'abrogation passe presque inaperçue à l'époque mais dont les conséquences s'avèrent dévastatrices. En 1999, sous la présidence Clinton, le Congrès adopte le Gramm-Leach-Bliley Act, qui abroge le Glass-Steagall Act de 1933.

Depuis la Grande Dépression, le Glass-Steagall séparait hermétiquement les banques de dépôt — celles qui gardent l'épargne des ménages — des banques d'investissement — celles qui spéculent sur les marchés. Ce mur avait été érigé précisément parce que les années 1920 avaient montré ce qui arrive quand on mélange les deux. Soixante-six ans plus tard, on le démolit.

⚠ LA DÉRÉGULATION — LE FAIT DÉCISIF

La suppression du Glass-Steagall n'est pas seule en cause — elle s'accompagne d'une vague de dérégulation financière qui touche aussi les produits dérivés. En 2000, le Commodity Futures Modernization Act exclut explicitement les credit default swaps (CDS) de toute régulation. Ces instruments — qui joueront un rôle central dans l'amplification de la crise — se développent dans un vide juridique total, sans supervision, sans exigences de réserves, sans transparence.

Trois forces sont désormais en place : de l'argent quasi-gratuit, une idéologie qui pousse à prêter sans discernement, et l'absence de tout garde-fou réglementaire. La machine peut commencer à tourner.

PARTIE III · LA MÉCANIQUE

L'usine à *rêves empoisonnés*

2003 – 2006 · *La fabrication industrielle du crédit toxique*

Le courtier, la banque, le marché

Laissez-moi vous présenter un personnage typique de l'Amérique de 2004. Il s'appelle peut-être Mike. Il travaille dans une agence de courtage immobilier à Phoenix, Arizona. Il porte un costume correct, conduit une voiture de leasing, et sa rémunération dépend d'une seule chose : le nombre de contrats de prêt qu'il fait signer chaque semaine.

Mike n'est pas un criminel. Il ne se lève pas le matin en se demandant comment ruiner des gens. Mais sa structure d'incitation est un désastre : il est payé à la commission, par contrat signé. S'il vérifie méticuleusement la solvabilité de chaque client, il perd du temps et donc de l'argent. S'il signe sans regarder, il gagne. Et la banque qui rachètera ces prêts dans les semaines suivantes les revendra immédiatement sur les marchés — elle aussi n'a plus d'intérêt à vérifier la qualité de ce qu'elle achète.

C'est ce qu'on appelle le modèle "originate-to-distribute" — je prête, je revends le risque, je n'ai plus de peau dans le jeu. C'est la première rupture du système : à chaque maillon de la chaîne, l'incitation à la prudence disparaît.

« *Quand personne ne porte le risque qu'il crée, tout le monde en crée trop.* »

PRINCIPE D'ALÉA MORAL — AU CŒUR DE LA CRISE DES SUBPRIMES

Les produits de la honte

Dans cet environnement, les produits se dégradent à une vitesse vertigineuse. Au sommet de la pyramide de l'horreur : les prêts NINJA. *No Income, No Job, No Assets*. Aucun revenu vérifié. Aucun emploi confirmé. Aucun patrimoine exigé. Des prêts accordés sur la simple parole d'un emprunteur à un courtier pressé de toucher sa commission.

Viennent ensuite les *teaser rates* — les taux d'appel. Un prêt à taux variable est proposé à 2% les deux premières années, puis bascule automatiquement sur un taux indexé sur le marché qui peut atteindre 9 ou 10%. L'emprunteur, qui ne comprend pas nécessairement les détails contractuels, signe en voyant la mensualité des deux premières années. Ce qu'il ne voit pas — ou ne veut pas voir — c'est la mensualité de l'année 3.

LE CALCUL QUI TUE

Un prêt de 200 000 dollars à 2% représente une mensualité d'environ 740 dollars. Le même prêt à 9% — le taux réel après expiration du "teaser" — coûte 1 610 dollars par mois. Soit **870 dollars de plus chaque mois**, du jour au lendemain. Pour un ménage qui gagnait juste assez pour payer les 740 premiers dollars, c'est la faillite assurée. Ces prêts, dans le jargon, s'appellent des ARM 2/28 : deux ans de taux fixe, vingt-huit ans de taux variable. Ce sont des bombes à retardement standardisées.

La logique implicite du système repose sur une hypothèse que tout le monde partage, que personne n'énonce clairement, et qui est fondamentalement fautive : les prix de l'immobilier ne peuvent que monter. Si un emprunteur ne peut plus payer sa mensualité à l'an 3, il vendra sa maison — avec un bénéfice. Et tout le monde sera content.

La bulle qui ne croit pas en sa propre existence

Entre 2000 et 2006, les prix de l'immobilier américain augmentent en moyenne de 124%. Dans certaines villes, ils doublent en quatre ans. Las Vegas, Miami, Phoenix, les banlieues de Los Angeles : des subdivisions entières poussent dans le désert, construites à la chaîne par des promoteurs qui ne peuvent pas construire assez vite.

Des investisseurs spéculatifs — les "flippers" — achètent des biens sans intention d'y vivre, attendent quelques mois, et revendent avec une plus-value de 15 à 20%. Dans certains marchés, jusqu'à 40% des transactions sont le fait de spéculateurs purs. Et cette spéculation crée la bulle qu'elle prétend exploiter : plus il y a d'acheteurs, plus les prix montent, ce qui attire plus d'acheteurs.

Un indicateur simple aurait dû tout révéler : le ratio entre le prix d'une maison et le revenu annuel d'un ménage. Historiquement, il tourne autour de 3 à 4 fois le revenu annuel. En 2006, il dépasse 10 fois à San Francisco, 8 fois à Miami. Mathématiquement, il n'y a plus d'acheteurs naturels à ces prix. Seuls restent les spéculateurs — et leur fuite, quand elle viendra, sera totale et simultanée.

+124%

HAUSSE DES PRIX
IMMO US · 2000–
2006

40%

PART DES ACHATS
SPÉCULATIFS DANS
CERTAINS
MARCHÉS

1 500

MILLIARDS \$ DE
PRÊTS ARM
CONCERNÉS PAR
LES RESETS

×5,25

MULTIPLICATION
DES TAUX FED EN
24 MOIS · 2004–
2006

PARTIE IV · L'ALCHIMIE

**Transformer le plomb
en *or* — et en *poison***

L'art de faire disparaître le risque

Si la crise des subprimes était restée une crise immobilière américaine, elle aurait fait des dégâts – mais contenus. Ce qui la transforme en catastrophe mondiale, c'est une innovation financière que ses créateurs présentaient comme une avancée civilisationnelle : la titrisation.

Le principe est simple à expliquer, dévastateur à pratiquer à grande échelle. Une banque d'investissement – Goldman Sachs, Lehman Brothers, Bear Stearns – rachète des milliers de prêts immobiliers aux banques locales qui les ont accordés. Elle les regroupe dans une entité juridique vide créée pour l'occasion – un SPV, *Special Purpose Vehicle* – et émet des titres financiers représentant une fraction de ce portefeuille. Ces titres s'appellent des MBS : *Mortgage-Backed Securities*, obligations adossées à des créances hypothécaires.

L'idée derrière la titrisation est séduisante : en dispersant le risque entre des milliers d'investisseurs du monde entier, on le rend supportable pour chacun. En théorie. En pratique, on ne disperse pas le risque – on le dissimule. Et ce qui disparaît de la vue ne disparaît pas du monde.

LE SPV — LA COQUILLE VIDE

Un Special Purpose Vehicle est une société créée de toutes pièces, avec un numéro d'enregistrement légal, un bilan propre, mais zéro employé, zéro bureau et zéro activité réelle. Sa seule fonction : détenir des actifs financiers et émettre des titres. Son avantage principal : l'**isolation juridique**. Si la banque mère fait faillite, les actifs du SPV sont hors d'atteinte – théoriquement à l'abri des créanciers. C'est ce qu'on appelle la "bankruptcy remoteness" : l'étanchéité juridique. Pièce centrale du puzzle de la titrisation, le SPV permet de faire circuler le risque sans jamais qu'il soit clairement attribuable à quelqu'un.

Du MBS au CDO — Le premier niveau d'abstraction

Les MBS sont découpés en tranches selon leur priorité de remboursement. La tranche senior — notée AAA — est remboursée en premier, et ne perd de l'argent que si une quantité catastrophique d'emprunteurs font défaut simultanément. La tranche equity, à l'autre bout, absorbe les premières pertes dès le premier défaut. Entre les deux, la tranche mezzanine, notée BBB.

Le problème : les tranches BBB sont difficiles à vendre. Trop risquées pour les fonds de pension, pas assez rentables pour les hedge funds en quête de rendements élevés. Elles s'accumulent dans les bilans des banques d'investissement comme une marchandise invendable.

Solution trouvée par Wall Street : regrouper cent tranches BBB de MBS différents dans un nouveau SPV, et les retrancher. On crée ainsi un nouveau produit financier : le CDO, *Collateralized Debt Obligation*. Et voici le tour de magie : la tranche senior de ce CDO — construite à partir de cent tranches BBB de prêts subprimes — est notée AAA par les agences de notation.

« On prend mille vaches de qualité très variable, on broie tout ensemble, et on vend des steaks hachés. Personne ne sait exactement ce qu'il y a dedans — et c'est précisément le problème. »

MÉTAPHORE UTILISÉE PAR DES ANALYSTES POUR DÉCRIRE LA TITRISATION SUBPRIME

Le CDO² — Quand la folie devient système

Mais l'ingénierie financière ne s'arrête pas là. Les tranches BBB des CDO eux-mêmes sont à leur tour difficiles à placer. Solution : les regrouper dans un nouveau SPV et créer un CDO de CDO — un CDO². On empile de la complexité sur de la complexité. On ajoute une couche d'abstraction sur une autre couche d'abstraction. Et à chaque étage de cette tour de Babel financière, les agences de notation tamponnent AAA sur la tranche senior.

La question que personne ne pose à voix haute — du moins pas assez fort pour être entendu : qu'y a-t-il réellement en dessous de tout cela ?

⚠ LE CALCUL DE LA TRAÇABILITÉ

Un CDO² contient typiquement 50 tranches de CDO. Chaque CDO contient 100 tranches de MBS. Chaque MBS regroupe 2 000 prêts immobiliers individuels. Résultat : $50 \times 100 \times 2\,000 = 10$ millions de prêts sous-jacents potentiels dans un seul titre financier. La documentation correspondante — les prospectus légaux de chaque niveau — représente environ 60 000 pages. Personne ne les lit. Les investisseurs s'en remettent entièrement à la note des agences. C'est précisément sur cette confiance aveugle que repose l'édifice.

Les gardiens du temple aveuglés

Le rôle des agences de notation dans cette crise est l'un des plus troublants de l'histoire financière moderne. Moody's, Standard & Poor's, Fitch — ces trois institutions sont censées être les arbitres indépendants du risque financier. Leur note détermine si un investisseur institutionnel peut ou non acheter un titre : les fonds de pension, les assureurs, les caisses de retraite n'ont souvent pas le droit légal d'acheter des titres notés en dessous de BBB.

Mais il existe un vice structurel qui ronge le système de l'intérieur : ce sont les émetteurs — les banques qui créent les produits — qui paient les agences pour les noter. C'est l'équivalent d'un candidat qui paierait lui-même son jury d'examen.

La pratique du "ratings shopping" fait le reste. Avant de soumettre officiellement un CDO à notation, les banques consultent officieusement chaque agence : quelle note obtiendrait ce produit si nous le présentions ? La banque choisit l'agence la plus généreuse. Et les agences, en compétition pour les mandats lucratifs, ont une incitation structurelle à être accommodantes. En 2006, 44% des revenus de Moody's provenaient de la notation de produits structurés. On ne mord pas la main qui vous nourrit.

« Ce deal est ridicule. Nous ne devrions pas le noter. »

Les modèles mathématiques utilisés par les agences reposaient sur une hypothèse fatale : les défauts de paiement sur les prêts immobiliers de différentes régions américaines ne sont pas corrélés. Si un ménage en Floride ne rembourse pas, cela n'augmente pas significativement la probabilité qu'un ménage en Oregon soit dans la même situation. C'est vrai en temps normal. C'est catastrophiquement faux quand l'économie entière s'effondre et que les prix immobiliers baissent simultanément dans tout le pays.

PARTIE V · LA MÈCHE

AIG · La bombe dans la *bombe*

2004 – 2008 · *Comment le plus grand assureur du monde a garanti l'impossible*

Il existe, au sein du plus grand assureur du monde, une filiale dont peu de gens connaissent l'existence. AIG Financial Products, basée à Londres, emploie 377 personnes. Ces 377 personnes vont mettre en péril une entreprise de 116 000 salariés, l'économie américaine, et la stabilité financière mondiale. L'histoire d'AIG FP est l'histoire d'une confiance absolue dans des modèles mathématiques — et de ce qui arrive quand ces modèles ont tort.

À partir de 2003, les grandes banques d'investissement approchent AIG FP avec une proposition : vendez-nous des CDS — *Credit Default Swaps* — sur nos CDO subprimes. Un CDS est, dans sa forme la plus simple, un contrat d'assurance contre le défaut de paiement d'un titre financier. L'acheteur paie une prime régulière. Si le titre fait défaut, le vendeur rembourse la perte.

AIG FP accepte. Pourquoi ? Parce que ses modèles internes — développés par des physiciens et mathématiciens reconvertis en financiers — lui disent que la probabilité de perdre de l'argent sur ces CDS est négligeable. Les tranches sont notées AAA. Les agences ont validé les modèles. La Grande Modération dure depuis vingt ans. Pourquoi douter ?

⚠ LE RATIO QUI AURAIT DÛ TOUT ARRÊTER

Entre 2003 et 2007, AIG FP vend des CDS sur des CDO subprimes pour un montant total de **527 milliards de dollars**. Les réserves constituées pour faire face aux sinistres éventuels : **2,5 milliards de dollars**. Ratio de couverture : 0,47 centime pour chaque dollar assuré. Aucun régulateur ne l'exige autrement — les CDS ne sont pas classifiés comme de l'assurance traditionnelle et échappent donc aux règles de capitalisation. La machine tourne à plein régime dans un vide réglementaire total.

La clause qui tue

Dans les contrats CDS signés par AIG FP avec les banques, une clause passe presque inaperçue au moment de la signature. Elle stipule que si la valeur de marché des CDO assurés baisse, AIG doit déposer immédiatement du collatéral — une garantie en cash — proportionnel à cette perte de valeur. Ce n'est pas un paiement en cas de défaut réel. C'est un paiement dès que le marché perçoit une perte potentielle.

Cette clause transforme un risque théorique et lointain en une obligation de cash immédiate et potentiellement illimitée. Quand les marchés commenceront à percevoir la valeur des CDO comme dégradée — ce qui arrivera dès l'été 2007 — les appels de marge déferleront sur AIG comme des vagues successives. Chaque versement oblige AIG à vendre des actifs pour trouver du liquide. Ces ventes font baisser les prix des actifs. Ce qui déclenche de nouveaux appels de marge. Un doom loop parfait — une boucle de destruction auto-entretenu.

« Nous n'avons jamais sérieusement envisagé un scénario dans lequel tous ces actifs perdraient de la valeur simultanément. Nos modèles ne l'avaient jamais vu. Nous ne pouvions pas imaginer ce que

PARTIE VI · L'AVEUGLEMENT

Ceux qui ont crié dans le *désert*

2000 – 2007 · Les Cassandres ignorées et la psychologie du déni collectif

Ils avaient raison — et personne ne les a écoutés

Voici la partie la plus troublante de cette histoire. Parce que contrairement à ce que l'on raconte souvent, la crise des subprimes n'était pas invisible. Elle n'était pas imprévisible. Elle n'était pas un mystérieux "cygne noir" surgi de nulle part. Des hommes l'ont vue venir. Ils ont écrit des livres. Présenté des papiers dans les conférences les plus prestigieuses du monde. Alerté les gouverneurs des banques centrales en personne.

Ils ont été ignorés, moqués, ou poliment mis de côté. Et cette mise à l'écart systématique des voix dissonantes est peut-être la leçon la plus importante de toute cette histoire.



RAGHURAM RAJAN

CHEF ÉCONOMISTE DU FMI · CONFÉRENCE DE JACKSON HOLE · AOÛT 2005

En plein hommage à Greenspan lors de la conférence la plus prestigieuse de la finance mondiale, Rajan présente un papier intitulé "Has Financial Development Made the World Riskier?" Sa réponse : oui. Il décrit précisément comment les incitations perverses dans le système financier créent un risque systémique invisible. La réaction de l'assistance : Larry Summers, ancien Secrétaire au Trésor, le qualifie publiquement de "quelque peu réactionnaire". Rajan sera traité comme un trouble-fête irrationnel. Il n'avait rien raté.



ROBERT SHILLER

ÉCONOMISTE À YALE · PRIX NOBEL 2013 · "IRRATIONAL EXUBERANCE" 2005

Avec ses données historiques remontant à 1890, Shiller documente méticuleusement la bulle immobilière. Son ratio prix/loyers dépasse de 75% la moyenne historique en 2006. Il présente ses travaux à la Fed, dans des conférences, dans des articles grand public. La réponse standard qu'il reçoit : "L'immobilier est local. Il n'y aura pas de baisse nationale simultanée." Deux hypothèses. Toutes les deux fausses.



NOURIEL ROUBINI

ÉCONOMISTE NYU · CONFÉRENCE FMI · SEPTEMBRE 2006

Il décrit avec une précision clinique ce qui va se passer : effondrement immobilier, défauts subprimes, contagion aux CDO, crise de liquidité interbancaire, récession sévère. La réaction de l'assemblée du FMI : des rires. On lui donnera le surnom de "Dr Doom" — le Docteur Catastrophe — pour le ridiculiser. Ce surnom deviendra une distinction honorifique après 2008.



WILLIAM WHITE & CLAUDIO BORIO

BANQUE DES RÉGLEMENTS INTERNATIONAUX · RAPPORTS ANNUELS 2003–2007

La BRI — la banque des banques centrales — publie pendant quatre ans des rapports alertant sur la croissance dangereuse du crédit, les déséquilibres financiers accumulés, et le risque systémique. Ces rapports sont lus par tous les banquiers centraux du monde. White racontera plus tard : "À chaque réunion, nous présentions nos préoccupations. Et à chaque réunion, ils avaient une raison de ne pas les prendre en compte."



EDWARD GRAMLICH

GOUVERNEUR DE LA RÉSERVE FÉDÉRALE · 2000–2005

De l'intérieur même du système, Gramlich alerte répétitivement sur les pratiques prédatrices des prêteurs subprime. Il propose l'envoi d'inspecteurs dans les filiales non-bancaires des grandes institutions. Greenspan refuse : "Le marché se régule lui-même." Gramlich mourra d'une leucémie en septembre 2007 — quelques semaines avant que la crise éclate officiellement. Son dernier livre, publié à titre posthume : "Subprime Mortgages: America's Latest Boom and Bust."

Pourquoi les Cassandres sont toujours ignorées

La question n'est pas : pourquoi ces gens ont-ils échoué à convaincre ? La vraie question est : pourquoi un système aussi sophistiqué, avec autant de ressources intellectuelles, a-t-il structurellement rejeté les informations qui le contredisaient ?

La réponse tient en huit mécanismes qui s'alimentent mutuellement — et qui n'ont rien de spécifiquement financier. Ils sont profondément humains.

Premier mécanisme — L'autorité écrasante. Contredire Greenspan en 2005, c'était, selon les propres mots de Rajan, "comme critiquer Dieu dans une église". Techniquement possible. Socialement suicidaire. Dix-huit ans de succès avaient créé autour du Maestro une aura d'infaillibilité qui immunisait ses décisions contre la critique ordinaire.

Deuxième mécanisme — L'intérêt financier direct. Un trader qui structure des CDO gagnant 50 millions de dollars en 2006 touche un bonus de plusieurs millions. Si ces CDO s'effondrent en 2008, il a déjà encaissé et souvent quitté la banque. Il n'y a pas de mécanisme de récupération des bonus. Les gains sont immédiats et individuels. Les pertes sont différées et collectives. Dans un tel système, l'incitation à voir le problème n'existe tout simplement pas.

Troisième mécanisme — Les modèles comme bouclier intellectuel. La théorie des marchés efficients — qui stipule que les prix reflètent à tout moment toute l'information disponible — est utilisée comme un argument circulaire invincible. "Si c'était une bulle, le marché l'aurait déjà corrigée. Le marché est efficient. Donc ce n'est pas une bulle. Donc vous avez tort." La théorie n'est pas falsifiable — elle résiste à toute preuve contraire en la réinterprétant.

Quatrième mécanisme — La capture intellectuelle. Une proportion croissante d'économistes universitaires influents travaillaient en parallèle comme consultants pour les institutions financières qu'ils étaient censés analyser objectivement. Sans corruption directe — personne ne signe un chèque contre une opinion favorable — l'effet sur les conclusions est réel. Les économistes critiques reçoivent moins d'invitations, moins de contrats, moins de plateaux médiatiques. La sélection naturelle des opinions favorise les optimistes.

« Dans ce milieu, être pessimiste est une forme de maladie mentale. L'optimisme est la norme professionnelle. Un économiste pessimiste est soit un idiot, soit un alarmiste cherchant l'attention médiatique. »

— NOURIEL ROUBINI, À PROPOS DE SA RÉCEPTION À LA CONFÉRENCE DU FMI EN 2006

Cinquième mécanisme — Le syndrome de Cassandre économique. Voir la bulle ne suffit pas. Il faut aussi pouvoir attendre qu'elle éclate. John Paulson, Michael Burry, et les quelques acteurs qui ont parié contre le marché subprime — immortalisés dans "The Big Short" — ont passé deux à trois ans à saigner de l'argent avant d'avoir raison. Leurs investisseurs les pressaient de fermer les positions. Keynes l'avait formulé : "Les marchés peuvent rester irrationnels plus longtemps que vous ne pouvez rester solvable."

Sixième mécanisme — Le pluralisme ignorant. En psychologie sociale, ce phénomène désigne une situation où chaque individu doute en privé mais pense être le seul — parce que personne ne doute publiquement. Des témoignages recueillis après la crise révèlent que de nombreux acteurs du système doutaient en privé depuis 2005-2006. Mais la pression sociale à la conformité était telle que ces doutes restaient dans les conversations de couloir. Le consensus apparent était plus optimiste que la moyenne réelle des convictions privées.

Septième mécanisme — La Grande Modération comme anesthésiant. Depuis 1985, l'économie américaine était en phase de stabilité exceptionnelle : faible inflation, récessions courtes et peu profondes. Ben Bernanke lui-même avait salué en 2004 ce phénomène dans un discours, suggérant que la politique monétaire avait appris à maîtriser le cycle économique. Quand on croit avoir vaincu les crises, on cesse de se préparer à elles.

Huitième mécanisme — "This time is different". Les économistes Carmen Reinhart et Kenneth Rogoff ont documenté 800 ans de crises financières. Chacune d'entre elles a été précédée par des arguments expliquant pourquoi "cette fois, c'est différent". En 2005-2006, l'argument est : "L'innovation financière a permis de disperser le risque de manière si fine que le système est fondamentalement plus stable qu'avant." Il ne l'était pas.

Domino

La mécanique de l'effondrement

2006 – 2008 · Comment les dominos sont tombés, l'un après l'autre

2006 : Le plafond

Le retournement du marché immobilier américain n'arrive pas comme un coup de tonnerre. Il commence comme une imperceptible hésitation – une légère fatigue dans la course folle des prix. En 2006, les prix plafonnent. Pas d'effondrement spectaculaire. Juste un arrêt. Mais dans un système entier construit sur la certitude que les prix monteraient toujours, un simple arrêt suffit à déclencher la cascade.

La Fed a remonté ses taux de 1% à 5,25% entre juin 2004 et juin 2006 – la remontée la plus rapide depuis des décennies. Les crédits immobiliers sont devenus plus chers. La demande d'acheteurs s'est tassée. Et les fameux "resets" d'ARM arrivent à expiration. Les emprunteurs qui avaient bénéficié de taux introductifs de 2% voient leurs mensualités s'envoler à 9 ou 10%. Ceux qui comptaient revendre avant ce moment se retrouvent pris au piège dans un marché qui ne monte plus.

Les saisies commencent. Des maisons reviennent sur le marché. L'offre augmente, la demande baisse, les prix commencent à reculer. Et la logique s'inverse : des millions d'emprunteurs se retrouvent en situation de "negative equity" – leur dette dépasse la valeur de leur bien. Certains font le calcul et prennent une décision que le droit américain rend légale dans la plupart des États : ils envoient leurs clés à la banque par courrier et partent. Un phénomène que les Anglo-Saxons ont baptisé "jingle mail" – le courrier qui tinte.

La chronologie du désastre

Juin
2006

LE PLAFOND

Les prix immobiliers cessent de progresser à l'échelle nationale. Les saisies augmentent de plus de 50% en un an. Les flippers commencent à fuir le marché.

Fév
2007

HSBC TIRE LA PREMIÈRE SONNETTE

Le géant bancaire britannique annonce 10,5 milliards de dollars de pertes sur son portefeuille subprime américain. C'est le premier signal public majeur de la dégradation en cours.

Juin
2007

BEAR STEARNS — LES PREMIERS FOND S'EFFONDRENT

Deux fonds spéculatifs de Bear Stearns, massivement exposés aux CDO subprimes, s'effondrent. C'est le premier signal visible pour le grand public d'une crise en cours dans les entrailles du système financier.

Août
2007

BNP PARIBAS — LA CRISE TRAVERSE L'ATLANTIQUE

BNP Paribas gèle trois fonds exposés aux subprimes américains. La décision fait l'effet d'une bombe : pour la première fois, une grande banque européenne admet ne plus pouvoir valoriser ses actifs. Le marché interbancaire commence à se figer. Les banques cessent de se prêter entre elles.

Mars
2008

BEAR STEARNS RACHETÉE EN URGENCE

JPMorgan rachète Bear Stearns pour 2 dollars l'action — elle en valait 170 un an plus tôt — avec une garantie de 29 milliards de la Réserve Fédérale. Signe avant-coureur de ce qui attend d'autres institutions.

Juil
2008

NATIONALISATION DE FANNIE MAE ET FREDDIE MAC

Les deux géants para-publics du crédit immobilier américain, qui garantissent collectivement plus de 5 000 milliards de dollars de prêts, sont placés sous tutelle fédérale en urgence.

15 Sept
2008

LEHMAN BROTHERS — LE MONDE BASCULE

La quatrième banque d'investissement américaine dépose son bilan. Le gouvernement Bush refuse de la sauver. En quelques heures, les marchés mondiaux s'effondrent. Le lendemain, AIG est sauvée in extremis par 85 milliards de dollars d'argent public. La panique est mondiale, totale, et irréversible sans intervention massive des États.

Éteindre l'incendie avec des *outils sans mode d'emploi*

2008 – 2015 · TARP, Quantitative Easing, et "Whatever it takes"

Le TARP — Sauver les banquiers pour sauver le système

Le 3 octobre 2008, à dix-huit jours de l'élection présidentielle, George W. Bush signe le Troubled Asset Relief Program — 700 milliards de dollars d'argent public mobilisé pour sauver le système bancaire américain. C'est l'acte le plus impopulaire de sa présidence. C'est aussi, probablement, l'un des plus nécessaires.

Le TARP est mal compris alors et l'est encore aujourd'hui. Il ne s'agit pas d'un cadeau aux banquiers. C'est une recapitalisation d'urgence : l'État injecte des capitaux dans les banques en échange d'actions. Il devient actionnaire temporaire. Et il fixe une exigence minimale de solvabilité qui permettra aux banques de continuer à fonctionner — et donc de continuer à financer l'économie réelle.

Le bilan final du TARP, en 2014, réserve une surprise : sur 426 milliards effectivement déployés, l'État américain en a récupéré 441 — un profit net de 15 milliards de dollars. Le sauvetage le plus impopulaire de l'histoire américaine a, sur le volet bancaire, rapporté de l'argent aux contribuables.

Le Quantitative Easing — L'arme sans précédent

Mais recapitaliser les banques ne suffit pas. Le problème plus profond : les taux d'intérêt sont déjà à 0,25% — le plancher apparent — et les banques ne prêtent toujours pas. Elles thésaurisent. L'outil traditionnel de la politique monétaire est épuisé.

La Fed déploie alors une arme sans précédent dans l'histoire monétaire américaine : elle crée de la monnaie électroniquement et rachète massivement des obligations à long terme sur les marchés. En faisant monter le prix de ces obligations, elle fait baisser leur taux de

rendement — et donc les taux d'intérêt à long terme qui gouvernent les crédits immobiliers, les emprunts d'entreprises, les obligations municipales.

Trois vagues de Quantitative Easing entre 2008 et 2014 portent le bilan de la Fed de 900 milliards à 4 500 milliards de dollars. Les taux hypothécaires à 30 ans passent de 6,5% à 3,5%. Le marché immobilier se stabilise. Les marchés actions remontent. L'économie repart — lentement, incomplètement, inégalement.

"Whatever it takes" — Les 29 mots qui ont sauvé l'euro

En Europe, la crise prend une dimension supplémentaire : celle de la survie de la monnaie unique. La zone euro n'est pas les États-Unis. Elle n'a pas de Trésor fédéral. Pas de dette souveraine unique. Pas de TARP européen possible. Elle a dix-sept pays avec dix-sept dettes différentes — et certaines de ces dettes sont en train de plonger leurs émetteurs vers la faillite.

La Grèce, l'Irlande, le Portugal, puis l'Espagne et l'Italie : les "spreads" — l'écart entre les taux grecs ou italiens et les taux allemands — s'envolent à des niveaux qui signifient l'impossibilité de se financer sur les marchés. En juin 2012, le taux espagnol à 10 ans dépasse 7,5%. C'est le seuil de non-retour.

C'est dans ce contexte que Mario Draghi, président de la BCE depuis novembre 2011, prononce le 26 juillet 2012, lors d'une conférence à Londres, une phrase de 29 mots qui va changer l'histoire de la zone euro. Il ne lance pas de programme d'achat. Il ne dévoile pas de plan chiffré. Il dit simplement :

« Within our mandate, the ECB is ready to do whatever it takes to preserve the euro. And believe me, it will be enough. »

— MARIO DRAGHI, PRÉSIDENT DE LA BCE · LONDRES, 26 JUILLET 2012

La magie de la phrase tient à sa logique implacable : un spéculateur qui parie contre la dette italienne peut épuiser un fonds de secours limité. Il ne peut pas épuiser une banque centrale dotée d'un pouvoir de création monétaire théoriquement illimité. Le pari devient

suicidaire. Les spreads s'effondrent. Draghi n'aura pas à dépenser un seul euro — la menace crédible a suffi.

PARTIE IX · LES SÉQUELLES

Le monde d'après — Les *cicatrices invisibles*

2008 — 2026 · Ce que la crise a laissé derrière elle

Le bilan humain — Ce que les marchés ne mesurent pas

Les économistes parlent de "récession". Les banques centrales parlent de "correction". Les marchés parlent de "bear market". Aucun de ces termes ne rend compte de ce qui s'est réellement passé dans les vies concrètes de dizaines de millions d'Américains, d'Européens, de Chinois, d'Indiens — de citoyens qui n'avaient jamais entendu parler d'un CDO et qui se sont réveillés un matin en 2009 sans emploi.

8,7M

EMPLOIS PERDUS
AUX ÉTATS-UNIS ·
2008–2010

–30%

BAISSE DES PRIX
IMMOBILIERS US ·
2006–2012

19T\$

RICHESSSE DES
MÉNAGES
DÉTRUITE AUX USA

27%

TAUX DE CHÔMAGE
EN GRÈCE AU PIC
DE LA CRISE

En Europe, la crise souveraine qui a suivi a imposé des politiques d'austérité dont les conséquences sociales sont encore visibles en 2026. Des générations entières de jeunes Espagnols, Grecs et Italiens ont vu leur entrée sur le marché du travail retardée de cinq à dix ans. Des systèmes de protection sociale ont été taillés dans le vif. Des pays ont perdu une décennie de croissance.

Les effets non intentionnels du remède

Le Quantitative Easing a sauvé le système financier mondial. Il a aussi produit des effets secondaires que ses architectes n'avaient pas pleinement anticipés – ou avaient choisi de ne pas suffisamment peser.

Le premier : l'explosion des inégalités. Le QE a fait monter la valeur de tous les actifs financiers. Les 10% les plus riches possédant 84% des actions américaines et 60% de l'immobilier, 90% des bénéfices du QE ont enrichi 10% de la population. Les 50% les plus pauvres, sans actifs, n'ont presque rien gagné.

Le second : la formation de nouvelles bulles. En France, la conjonction du QE de la BCE, des taux historiquement bas et du comportement des investisseurs en quête de rendement a alimenté une hausse des prix immobiliers de plus de 30% entre 2015 et 2022 dans les grandes métropoles. Le mécanisme est identique à celui de 2003-2006 – différent dans ses contours, similaire dans sa logique.

Le troisième – le plus inquiétant – : la facture différée. En injectant des milliers de milliards dans le système, les banques centrales ont créé une masse de liquidités qui a finalement produit, combinée aux chocs COVID et aux perturbations des chaînes d'approvisionnement, l'inflation de 2021-2022. Laquelle a obligé les banques centrales à remonter les taux à une vitesse sans précédent. La gueule de bois, après quinze ans de perfusion monétaire, s'est révélée sévère.

PARTIE X · LES LEÇONS

Comment ne plus jamais être *aveugle*

Les signaux d'alarme que tout citoyen informé peut apprendre à lire

La question que cette histoire pose n'est pas : comment ont-ils pu rater ça ? La vraie question est : quelle est la prochaine bulle que nous ratons en ce moment – et pour exactement les mêmes raisons ? Parce que les mécanismes de l'aveuglement collectif ne disparaissent pas avec les crises. Ils se reconstituent. Toujours. Avec de nouveaux acteurs, de nouveaux instruments, de nouvelles justifications.

Voici les sept signaux qu'un citoyen informé peut apprendre à identifier – non pour jouer en Bourse, mais pour comprendre le monde dans lequel il vit et les risques que son épargne, son emploi, et son niveau de vie courent réellement.

1 L'HYPOTHÈSE NON QUESTIONNÉE

Toute grande bulle repose sur une phrase que tout le monde répète sans la questionner : "les prix de l'immobilier ne peuvent que monter", "les obligations d'État sont sans risque", "la croissance chinoise est infinie". Quand une certitude est partagée par tout le monde, que personne ne la remet en cause publiquement, et qu'elle sert de fondement à des décisions financières massives – c'est le premier signe.

2 LA COMPLEXITÉ COMME ÉCRAN DE FUMÉE

Quand un produit financier est tellement complexe que même ses créateurs peinent à l'expliquer clairement, posez-vous la question de qui bénéficie de cette opacité. La complexité n'est jamais neutre. Elle sert toujours à quelqu'un. Quand personne ne peut expliquer comment un produit génère son rendement sans une présentation de cinquante diapositives, le rendement lui-même devrait être suspect.

3 LE DÉCOUPLAGE ENTRE RENDEMENT ET RISQUE PERÇU

Quand un produit offre un rendement significativement supérieur à la moyenne du marché tout en prétendant présenter le même niveau de risque, c'est une impossibilité mathématique dans un marché efficient – et le signe que le risque est caché quelque part. Dans le cas des CDO subprimes notés AAA, les investisseurs touchaient plus que des obligations d'État "sans risque". Cette prime aurait dû déclencher une question. Elle n'a déclenché que de la cupidité.

4 LES INCITATIONS MAL ALIGNÉES

Demandez-vous toujours : qui est payé pour faire quoi, et qui supporte les conséquences si ça tourne mal ? Quand ceux qui créent le risque ne supportent pas les conséquences de leur échec – courtiers payés à la signature, banquiers rémunérés sur les volumes, agences payées

par les émetteurs qu'elles notent — le système est structurellement défaillant, quelle que soit l'intelligence des individus qui le composent.

5 LES CASSANDRES MARGINALISÉES

Observez comment les voix discordantes sont traitées. Quand un économiste ou un analyste reconnu émet des mises en garde et se retrouve systématiquement moqué, ignoré, ou écarté des cercles influents — pas réfuté, mais marginalisé — c'est un signal fort. Les consensus qui ne tolèrent pas le doute sont les plus fragiles. La rigueur intellectuelle accueille la contradiction. L'idéologie la combat.

6 L'ACCÉLÉRATION DU CRÉDIT HORS FONDAMENTAUX

Quand le crédit croît beaucoup plus vite que l'économie réelle pendant une période prolongée — quand les ménages ou les entreprises s'endettent à un rythme que leurs revenus ne justifient pas — la question n'est pas "si" mais "quand" la correction interviendra. Surveillez les ratios dette/revenu, les prix des actifs rapportés aux loyers ou aux bénéfices, la part des achats spéculatifs dans les marchés d'actifs.

7 LE "THIS TIME IS DIFFERENT"

Méfiez-vous de tout argument qui commence par "certes, historiquement cela aurait été dangereux, mais cette fois..." Les innovations technologiques, les nouvelles réglementations, les nouveaux instruments financiers sont régulièrement présentés comme des changements de paradigme qui rendent les leçons du passé obsolètes. L'histoire financière sur 800 ans enseigne une leçon unique : les mécanismes fondamentaux des crises — excès de dette, euphorie collective, retournement brutal — ne changent pas. Seuls les costumes changent.

La prochaine fois

Cette histoire ne finit pas en 2008. Elle ne finit pas en 2015, quand les économies se sont stabilisées. Elle ne finit pas en 2022, quand l'inflation a révélé le prix différé des remèdes. Elle ne finit jamais vraiment — parce que les mécanismes qui l'ont produite sont inhérents à la nature humaine et aux structures de pouvoir économique.

L'aléa moral n'a pas disparu. L'incitation à prendre des risques que les autres supporteront est structurellement présente dans tout système où les gains sont privés et les pertes peuvent être socialisées. La pensée de groupe n'a pas disparu. La pression à la conformité dans les milieux élitaires est aussi forte en 2026 qu'elle l'était en 2005. Les modèles mathématiques rassurants n'ont pas disparu — ils se sont juste perfectionnés, et leur sophistication croissante masque des hypothèses tout aussi fragiles.

« La prochaine grande crise ne ressemblera pas à celle-ci. Elle lui ressemblera dans sa grammaire — et nous ne la reconnâtrons pas parce que son vocabulaire sera nouveau. »

Ce que la crise des subprimes nous enseigne en définitive, ce n'est pas qu'il faut se méfier des banques ou des produits financiers complexes. C'est qu'il faut se méfier de nous-mêmes — de notre tendance à croire ce que nous avons intérêt à croire, à faire confiance aux consensus plutôt qu'aux preuves, à confondre l'absence de crise visible avec l'absence de risque réel.

Des gens intelligents, informés, bien payés pour anticiper les risques ont collectivement raté l'une des crises les plus documentées et les plus prévisibles de l'histoire moderne. Non par stupidité. Non par corruption généralisée. Mais parce que les systèmes d'incitation, les normes sociales, les idéologies dominantes et les structures de pouvoir les ont tous poussés dans la même direction — et qu'il fallait un courage institutionnel exceptionnel pour résister à cette pression.

Ce courage-là — la capacité à voir clairement quand tout vous pousse à regarder ailleurs — est peut-être la ressource la plus rare et la plus précieuse dans une économie de marché. Il ne s'apprend pas dans les meilleures universités du monde. Il se cultive, péniblement, en se forçant à questionner ce que tout le monde tient pour évident.

Et en lisant des histoires comme celle-ci.

SOURCES ET RÉFÉRENCES

Financial Crisis Inquiry Commission (FCIC) – *The Financial Crisis Inquiry Report*, 2011

Michael Lewis – *The Big Short: Inside the Doomsday Machine*, 2010

Carmen Reinhart & Kenneth Rogoff – *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, 2009

Ben Bernanke – *The Courage to Act: A Memoir of a Crisis and Its Aftermath*, 2015

Alan Greenspan – *The Age of Turbulence*, 2007 · *Audition devant le Congrès*, octobre 2008

Nassim Nicholas Taleb – *The Black Swan: The Impact of the Highly Improbable*, 2007

Robert Shiller – *Irrational Exuberance*, 2e édition 2005

Raghuram Rajan – *Has Financial Development Made the World Riskier?*, Jackson Hole, 2005

Charles Ferguson – *Inside Job* (documentaire), 2010 · *Oscar du meilleur documentaire*

Adam McKay – *The Big Short* (film), 2015 · *Adaptation de Michael Lewis*

BRI (Banque des Règlements Internationaux) – *Rapports annuels 2003–2008*

Edward Gramlich – *Subprime Mortgages: America's Latest Boom and Bust*, 2007