

Un docu-fiction disponible sur Netflix revient en quatre épisodes sur l'affaire Madoff, qui avait éclaté lors de la grande crise financière de 2007-2008. Donnant peu d'éléments généraux sur les transformations de la finance qui ont permis à Bernie Madoff, alors un financier très respecté à Wall Street, de monter son arnaque à grande échelle, il centre son récit sur l'incroyable duplicité de Madoff, sa « monstruosité » (le documentaire est intitulé « Le monstre de la finance »).

Dans son livre *Le Capital fictif* (éd. les Prairies ordinaires), paru en 2014, Cédric Durand aborde l'affaire et montre qu'elle ne fut possible à cette échelle – ainsi que d'autres scandales financiers qui ont éclaté au même moment – qu'en raison de la libéralisation financière. C'est donc à analyser les rouages, la nature et le rôle de la finance dans le contexte du capitalisme tardif que se consacre Cédric Durand dans ce livre majeur et indispensable.



Chapitre 1. Au-delà de la cupidité

Dans le débat public, le problème de la financiarisation s'est d'abord posé dans des termes moraux. Les récents scandales causés par la révélation des mauvaises pratiques des grandes banques ont jeté un immense discrédit sur le secteur. On ne cherchera pas ici à racheter une profession dont on a de bonnes raisons de penser que sa contribution au bien

commun est inversement proportionnelle aux rémunérations astronomiques qu'elle

s'accorde. Mais, comme nous allons le voir, l'explication de la crise par l'immoralité des acteurs financiers ne résiste pas à l'analyse.

Un parfum de scandale

En plein cœur de Wall Street, l'escroc Bernie Madoff a joué à de puissantes institutions financières un tour vieux comme le monde, celui de la pyramide Ponzi. Santander, HSBC, Natixis, Royal Bank of Scotland, BNP Paribas, BBVA, Nomura Holdings, AXA, le Crédit Mutuel, Dexia, Groupama, la Société Générale, entre autres, ont été bernés par cet ancien joueur de tennis (exactement comme l'avaient été des millions d'épargnants russes et des centaines de milliers d'Albanais après la chute des régimes socialistes. Ces derniers découvraient alors les joies du capitalisme !). La séquence Madoff est symptomatique d'une atmosphère de confiance aveugle dans les capacités de valorisation financière. Elle n'a cependant rien de sophistiqué, ni aucun lien direct avec la bulle immobilière étasunienne des années 2000. Lors de sa déposition en mars 2009, Madoff a admis que son stratagème consistait à déposer l'argent de ses clients à la banque et, lorsque ceux-ci souhaitaient le retirer, à leur verser les fonds requis en puisant dans ce compte « les sommes qui leur appartenaient ou avaient été versées par d'autres clients »^[1]. Toutefois, cette arnaque extrême - 17 à 20 milliards de dollars tout de même ! - n'est que la pointe émergée d'une montagne de fraudes. Car ceux qui s'enrichissent le plus sont généralement des tricheurs.

En moyenne et dans la durée, on constate qu'aux États-Unis, ni les petits épargnants, ni les fonds d'épargne collective, ni les fonds de pensions ne sont capables de réaliser des gains spéculatifs, c'est-à-dire des gains en capitaux supérieurs à ceux correspondant à l'évolution du marché (Malkiel, 1995 ; Odean, 1999). Il n'y a pas de miracle boursier pour les salariés qui placent en bourse leurs économies et épargnent pour leur retraite. La théorie néoclassique de la finance y voit une preuve de l'efficacité des marchés financiers : son théorème fondamental stipule en effet qu'il n'y a pas de possibilité d'arbitrage sur les marchés financiers (*no arbitrage*) (Ross, 2009, p.1), autrement dit que le niveau de rémunération financière est toujours identique relativement au degré de risque et à la maturité de l'actif concerné. En des termes plus simples, il n'existe pas de « pompe à fric » qui permette de s'enrichir à coup sûr, par exemple en empruntant à un taux faible et en prêtant à un taux plus élevé. Or, c'est exactement ce à quoi correspond le *carry trade*, qui consiste à emprunter à taux bas dans une devise pour placer à des taux plus élevés dans une autre. Cette pratique aussi lucrative que répandue (Galati, Heath, & McGuire, 2007) représente un mystère que la théorie financière standard ne parvient pas à expliquer, même lorsqu'elle prend en compte les risques associés aux rares mais brutales variations de taux de change (Jorda & Taylor, 2012).

Les théoriciens néoclassiques de la finance moderne jugent bien sûr erratique le comportement des petits actionnaires, mais, selon eux, les déviations de cours qu'entraînent leurs erreurs sont immédiatement corrigées par l'action d'agents financiers plus malins, les *hedge funds*, qui sont capables de battre le marché, c'est-à-dire de gagner beaucoup plus d'argent que l'évolution moyenne des cours : ce sont les meilleurs car ils réunissent dans des petites équipes très fortement rémunérées « la plus grande armée de mathématiciens, physiciens et informaticiens jamais réunie » (Landier & Thesmar, 2008, p.29). Il est vrai que ces fonds spéculatifs mobilisent tous les moyens disponibles : au début

des années 2010, ils ont par exemple adopté des programmes informatiques d'assistance personnelle calqués sur ceux des sportifs de haut niveau afin d'aider « les managers de fonds à comprendre à quel moment ils sont les plus performants. Font-ils leurs meilleures transactions le matin après deux tasses de café ? Fonctionnent-ils mieux dans une pièce calme que dans un grand *open space* bondé ? Sont-ils revigorés et inspirés par un déjeuner liquide ? Est-ce là qu'ils sont prêts à prendre leurs meilleures décisions ? » (Oakley, 2013).

Cette approche néglige souvent un aspect fondamental : comme dans le sport de haut niveau, la recherche de la performance à tout prix a pour corollaire la tricherie. Pour réaliser les meilleures opérations, il est certes essentiel de disposer des meilleures analyses, de la meilleure compréhension des dynamiques financières à l'œuvre ; mais on peut aussi employer la bonne vieille « méthode d'Huggy-les-bons-tuyaux ». Même si cette pratique est illégale, l'accès à une information privée est souvent la clé de la fortune sur les marchés financiers, d'autant plus que les risques de se faire prendre sont faibles. Les *hedge funds*, comme les grandes banques d'affaires auxquelles ils sont liés, sont souvent en position de bénéficiaire d'informations exclusives leur permettant de battre le marché. Si l'hypothèse d'efficience informationnelle des marchés financiers a rapporté une poignée de prix Nobel, dans la réalité, c'est au contraire l'information imparfaite qui anime la finance^[2].

Depuis le Butner Federal Correctional Complex où il purge une peine de 150 ans de prison, Bernie Madoff, qui fut naguère président non exécutif du NASDAQ, l'affirme sans ambages : les délits d'initiés « sont présents depuis toujours sur le marché et font rarement l'objet de poursuites. Il en va de même du *front running* » (Madoff, 2012). Alors que le délit d'initié consiste à réaliser des transactions en disposant d'informations non publiques au sujet du titre concerné, le *front running*, exploite la connaissance des ordres passés par les clients pour effectuer préalablement, parallèlement ou immédiatement à la suite, des opérations à son propre bénéfice.

S'il est, par définition, difficile d'évaluer l'ampleur de ces pratiques, une étude empirique a confirmé leur existence. Elle porte sur les transactions à terme sur les bons du Trésor au sein du Chicago Board of Trade, la bourse de Chicago spécialisée sur les opérations à terme, entre le 2 septembre et le 15 octobre 1998, c'est-à-dire dans la période d'effondrement puis de sauvetage du fonds spéculatif Long Term Capital Management (LTCM) (Cai, 2003). Par bien des aspects, le cas LTCM préfigure des problèmes que l'on a rencontrés au cours de la crise financière de 2007-2008. Ce fonds, qui utilisait des méthodes mathématiques complexes pour ses opérations portant en grande partie sur des produits dérivés, comptait dans son conseil d'administration deux économistes, Myron Scholes et Robert Merton, qui reçurent en 1997 le prix Nobel d'économie pour leur contribution à la théorie financière et, plus particulièrement, à la détermination de la valeur des produits dérivés. LTCM était aussi étroitement lié aux principales banques d'investissement de la place de New-York ; c'est la peur de la réaction en chaîne qu'aurait entraînée sa faillite qui conduisit la FED de New-York à organiser un sauvetage auquel contribuèrent 15 grandes banques étasuniennes et européennes.

À la fin de l'été 1998, les difficultés financières de LTCM étaient largement connues. Était également connu le fait que le fonds avait massivement parié à la baisse sur les bons du Trésor états-unien. Pour son malheur, les prix des bons du Trésor augmentèrent fortement. Pour tenter d'éviter des pertes considérables et de réduire cette exposition défavorable, LTCM n'avait d'autre choix que d'acheter en grande quantité des bons sur le marché à terme. Étant données les sommes en jeu, ces transactions avaient un impact significatif sur les cours. L'étude de Cai parvient à identifier les ordres donnés par LTCM et exécutés *via* la

banque Bear Stearns. Elle montre que les agents chargés d'exécuter les ordres de LTCM n'ont pas dans le même temps placé des ordres en leur nom propre pour profiter de cette opportunité : par conséquent, il n'y a pas eu de *front running* au sens strict. Probablement parce que les agents ne souhaitaient pas se mettre en infraction par rapport aux règles édictées par le régulateur en charge des marchés à terme et qu'ils voulaient également conserver de bonnes relations avec Bear Stearns, qui plaçait les ordres de LTCM. En revanche, il y a bien eu du *front running* au sens large. Dans la mesure où le marché à terme est un marché ouvert, à la criée, les traders peuvent interpréter le bruit, les gestes et les signes de l'agent en charge des opérations de LTCM et placer en conséquence des ordres pour compte propre juste avant que les ordres de LTCM ne soient donnés. Cet avantage informationnel se traduit dans les données présentées par un niveau anormal de transactions dans les 1 à 2 minutes qui ont précédé les transactions liées à LTCM et il a contribué à accentuer les pertes du fonds. Cette étude met en cause l'hypothèse selon laquelle les agents qui font fonctionner les marchés financiers au niveau micro ne disposent pas d'avantages informationnels. Au contraire, ce type d'asymétrie se retrouve même sur les marchés publics les plus ouverts.

Dans le sillage de la crise de 2007-2008, plusieurs scandales ont confirmé que le problème ne limitait pas, loin de là, aux petites mains du marché, en révélant comment les grandes banques et les *hedge funds* peuvent exploiter leur avantage informationnel. Ainsi, en 2013, SAC Capital, *hedge fund* de 15 milliards de dollars spécialisé dans les marchés d'action a été convaincu de délit d'initiés, pour avoir massivement vendu les actions de deux compagnies pharmaceutiques, Wyeth et Elan, après avoir eu connaissance de l'échec de tests concernant des traitements de la maladie d'Alzheimer^[3].

À la suite du scandale *Abacus*, Goldman Sachs a reconnu implicitement avoir recours à des formes de *front-running*. *Abacus* est le nom d'un produit complexe, un mille-feuilles de dérivés de crédits immobiliers subprime qui a été créé par le *hedge fund* Paulson & Co. en 2006 et vendu par Goldman Sachs à des investisseurs institutionnels pour un montant supérieur à 10 milliards de dollars. En 2007, c'est encore Paulson & Co. qui a sélectionné les prêts pour la nouvelle version d'*Abacus*. Comme le *hedge fund* avait eu le loisir de choisir les produits les plus fragiles, il était particulièrement bien placé pour savoir que ces produits allaient s'effondrer : aussi a-t-il massivement parié à la baisse sur ces titres. Or Goldman Sachs n'a pas informé ses clients du fait que Paulson était effectivement à l'origine de la sélection des prêts sous-jacents, et encore moins qu'il prenait des positions à la baisse (Seven Pillars Institute 2011)... Ce cas illustre bien la manière dont le complexe banques d'affaires-hedge-funds domine la finance aux dépens d'autres acteurs, en l'occurrence des fonds de pensions et des banques. IKB, banque allemande spécialisée dans le financement à long terme des PME et alors détenue en partie par l'État, dut être renflouée avec de l'argent public en août 2007.

Dans cette affaire, pour éviter d'avoir à affronter la SEC (la commission états-unienne des marchés financiers), Goldman a préféré conclure un accord avec elle et s'acquitter d'une amende de 550 millions de dollars en juillet 2010, soit environ 14 jours de profits de la banque cette année-là. En revanche, Fabrice Tourre, le trader directement responsable du produit, a été poursuivi et jugé coupable à l'été 2013. Sa correspondance électronique privée, révélée dans le cadre de l'enquête, est extrêmement précieuse dans la mesure où elle documente l'état d'esprit d'un acteur directement impliqué dans la fabrication de la crise des subprimes. Début 2007, quelques mois avant qu'elle n'éclate, le jeune homme écrit qu'il se « trouve au milieu de transactions complexes, exotiques, avec des effets de levier puissants, qu'il a] créés sans nécessairement comprendre toutes les implications de ces

monstruosités ». Conscient que « les pauvres petits emprunteurs subprime ne vont pas faire long feu », il n'en vend pas moins des titres « à la veuve et à l'orphelin ». Mais ironiquement, il affirme « ne pas se sentir trop coupable » : après tout, « le véritable objet de [son] travail est de rendre les marchés de capitaux plus efficaces et d'apporter au consommateur états-unien des moyens plus efficaces de s'endetter et de se financer » (Goldman Sachs 2010).

En quelques mots, F. Tourre révèle crûment que la principale vertu de l'hypothèse d'efficacité des marchés financiers est de justifier des opérations qui apportent des revenus colossaux à ceux qui les maîtrisent. Le cas *Abacus* montre en outre que le rôle des grandes banques d'investissement et des fonds spéculatifs ne se limite certainement pas à corriger les distorsions de marché ; il consiste aussi à les créer de manière à organiser des transferts de richesse. Nonobstant la prégnance du discours sur l'efficacité des marchés, le constat est somme toute trivial : les institutions qui se tiennent au centre du système financier mondial usent et abusent de leur position et des informations exclusives dont elles disposent pour faire de l'argent.

Au-delà de ces exemples édifiants, la révélation de manipulations coordonnées par les plus grandes banques à l'échelle planétaire sur deux marchés financiers essentiels, le marché monétaire et le marché des devises, touche aux fondements mêmes du système. Dans le premier cas, le scandale porte sur la fixation des taux interbancaires (le LIBOR) : entre 2005 et 2009, les principales banques ont pu masquer leur vulnérabilité en sous-estimant les taux effectifs. Mieux, puisque des contrats valant plusieurs centaines de milliers de milliards de dollars sont liés au LIBOR, les grandes banques ont pu bénéficier, grâce à des écarts de taux minimes, de gains financiers non négligeables, et ce pendant plus de deux décennies^[4]. Quant au second cas : le marché des devises est le plus important marché financier, avec un volume d'échanges quotidiens de 5300 milliards de dollars. Par des mouvements coordonnés sur des périodes très courtes de moins de 60 secondes, les grandes banques ont pu manipuler à leur profit les taux de change des principales monnaies^[5].

Un aléa moral à géométrie variable

Les scandales en série participent sans doute d'un moment de rationalisation des marchés financiers et peuvent conduire à une amélioration de leur fonctionnement. Ils ne les remettent pas fondamentalement en cause. Il importe donc de montrer que si la cupidité et la malhonnêteté ont joué un rôle non négligeable, l'engouement pour les produits financiers sophistiqués et la bulle financière ne se résume pas à un problème de morale individuelle ou d'irresponsabilité. À première vue, pourtant, le dispositif des subprimes pourrait sembler plaider en faveur de cette thèse.

Tout en bas de la chaîne financière, se trouve en effet la vente aux ménages des crédits immobiliers qui servent de matière première aux produits dérivés et vont contribuer à nourrir la bulle. L'essor de la titrisation permet de dissocier la distribution du crédit de l'exposition au risque de crédit. Ceux qui distribuent les crédits aux ménages revendent ces créances sur les marchés financiers et se rémunèrent à cette occasion par une commission. Une fois la revente effectuée, ils ne sont plus du tout liés aux emprunteurs : ils n'ont donc aucune raison de se préoccuper de leur capacité de remboursement. La titrisation des crédits conduit à un examen plus lâche de la situation des emprunteurs (comme l'on

notamment montré Keys *et al.* 2010). Alors que pour emprunter, il est généralement requis de disposer d'un flux régulier de revenu et/ou d'un actif, les années 2000 ont vu s'envoler aux États-Unis les prêts NINJA (*No Income, No Job, no Assets* : pas de revenus, pas de travail, pas d'actifs) : Comme les canaux traditionnels de crédit étaient saturés et les investisseurs institutionnels avides de produits dérivés, les banques sont parties à la recherche de nouveaux clients. Pour les emprunteurs, les options pouvaient paraître alléchantes. Que l'on en juge : certains contrats ne prévoyaient aucune vérification des ressources des emprunteurs ; pendant 10 ans, l'emprunteur ne devait rembourser que les intérêts ; s'il augmentait le montant de sa dette, il pouvait également payer moins que le montant mensuel correspondant au remboursement des intérêts et du principal (Pearlstein 2007). Pour couronner le tout, le fait d'être propriétaire de son logement permettait d'obtenir davantage de crédits à la consommation.

Ces conditions avantageuses, associées à un marketing agressif, ont fait entrer un nombre considérable de ménages modestes dans les circuits de la finance liée à l'immobilier : aux États-Unis, le taux de ménages propriétaires de leur logement est ainsi passé de 64 à 69 % entre le milieu des années 1990 et le milieu des années 2000, poussant les prix à la hausse. Les crédits étaient octroyés de manière peu regardante parce qu'une hausse continue des prix devait permettre, *viades saisies*, de rembourser les créances en cas de défaut. Mais voici l'explication essentielle : ce type de prêt est un exemple typique d'aléa moral, c'est-à-dire de prise de risque excessive liée au fait que les agents n'en assument pas pleinement les conséquences. Banquiers et courtiers sont incités à produire des prêts en continu car, à chaque niveau de la chaîne de titrisation, ils empochent des commissions tout en se défaussant complètement des risques en revendant ces titres sur les marchés.

Bien sûr, un tel schéma était insoutenable. Les défauts en série ont fait rechuter à 65 % en 2013 la proportion de propriétaires, et des millions de familles, chassées par leurs créanciers, ont dû abandonner leur maison. Un petit nombre d'entre elles a opté pour le défaut stratégique : comme les prix s'effondraient, il devenait plus avantageux de cesser de rembourser leurs prêts et de retourner dans un logement locatif^[6]. Selon un expert en immobilier de l'université d'Arizona, cette option était la plus avantageuse en 2009-2010 pour de nombreux ménages, mais ils l'ont généralement écartée car « il y a deux poids, deux mesures [...] Les individus ont une obligation morale de rembourser leur prêt hypothécaire tandis que les firmes savent bien que les contrats doivent être rompus lorsqu'il n'est plus économiquement avantageux de les respecter » (Business Insider 2010). L'aléa moral est ainsi inégalement réparti. Tandis que les vendeurs de crédits ont pu se comporter de manière irresponsable en distribuant des prêts dont ils avaient toutes les raisons de penser qu'ils ne seraient pas remboursés, les ménages endettés n'ont souvent pas envisagé, pour des raisons morales, de faire défaut sur des crédits qui étaient devenus désavantageux.

L'idée d'un aléa moral à géométrie variable est incontestablement fondée. Les e-mails de Fabrice Tourre montrent bien, au-delà du seul cas de Goldman Sachs, que les grandes banques ont tenté de limiter leur exposition aux titres subprimes et ont parfois parié sur leur effondrement tout en continuant de les vendre à des investisseurs institutionnels. JP Morgan est sortie victorieuse de la crise : après avoir absorbé deux de ses rivales au bord de la faillite, elle est devenue la plus grande banque étasunienne. Mais au cours de l'année 2013, elle a fait face à de nombreuses enquêtes de l'administration pour fraude, dissimulation de pertes, insuffisance dans les procédures anti-blanchiment d'argent, mais aussi pour avoir omis de signaler au régulateur ses doutes sur les opérations de Madoff. Deux procédures sont particulièrement marquantes, ne serait-ce que par le montant record

des pénalités – plus de 13 milliards de dollars ! – à laquelle leur règlement donne lieu^[7]. La première concerne des irrégularités et des erreurs dans les procédures qui auraient conduit à la saisie induite de milliers de maisons. La seconde porte sur le fait qu'au cours de la crise, la banque aurait continué à vendre des produits titrisés contenant des prêts, alors même qu'elle savait que les détenteurs de ces prêts étaient sur le point de faire défaut ! Mais comme l'affaire s'est réglée en dehors du tribunal, il est difficile d'en savoir plus. Dans le deuxième cas, suite à une plainte déposée contre Morgan Stanley par un client asiatique, certains détails ont émergé sur ce que Wall Street savait des subprimes^[8]. Dès 2005, des cadres de Morgan Stanley avaient pris conscience que quelque chose ne tournait pas rond : évoquant le cas d'un emprunteur qui prétendait gagner 12 000 dollars par mois en tant que superviseur dans une maison de lecture des tarots, une employée de Morgan Stanley concluait que les prêts qui leur étaient fournis afin qu'ils les transforment en titres n'avaient aucun sens. Début 2006, la banque s'était fait son opinion sur le marché immobilier, puisqu'elle décidait de spéculer à la baisse sur des titres dont elle se défaussait sur ses clients. Et au printemps 2007, l'atmosphère est à la franche rigolade. Alors que l'équipe cherche un nom pour un produit dérivé fondé sur les subprimes et vendu comme « plus sûr que le triple A », les idées fusent : « coup de poing de Tyson », « holocauste nucléaire », « tueur à gages », « la débâcle subprime » ou, plus sobrement, « sac de merde ».

Auto-intoxication

Les acteurs financiers ont été pris à leur propre piège. La crise a bien eu lieu. Et les grandes banques ont été ébranlées. Sans une intervention titanesque des banques centrales et des gouvernements, elles auraient disparu. Toutes. Certaines, parmi les plus fragiles, furent rachetées à vil prix par des rivales. D'autres se remirent assez vite de leurs déboires, mais seulement grâce à l'action des pouvoirs publics. À Paris, comme dans toutes les grandes places financières, le choc fut considérable. On se souvient, entre autres choses, des 5 milliards de pertes attribués à Jérôme Kerviel par la Société Générale, ou de la fusion en catastrophe des caisses d'épargne et des banques populaires, destinée à consolider leur filiale d'investissement, Natixis, dont l'action avait perdu 95 % de sa valeur entre 2007 et 2009. Les grandes banques n'avaient donc pas anticipé le désastre.

Dans cette crise, l'évènement qui fait date est la chute de Lehman Brothers, le 15 septembre 2008. La faillite de cette vénérable institution, créée au milieu du XIX^e siècle et qui était devenue la quatrième banque d'investissement états-unienne, déclencha le séisme financier que l'on sait : complètement gelé, le système financier mondial se trouvait au bord du gouffre. Convoqué devant la commission d'enquête du congrès étasunien sur la crise financière, Richard Fuld, qui cumulait les fonctions de PDG et de Président du conseil d'administration de Lehman Brothers, regrette avec amertume que sa banque soit en fin de compte la seule que les autorités ont laissé tomber. Mais il présente aussi sa lecture de la séquence qui a précédé :

Des forces de marchés incontrôlables ont entraîné la disparition de Lehman [...] Avec le recul, on constate que l'activité de Lehman Brothers a prospéré pendant une période de gigantesque accumulation de capital et d'accès facile à la liquidité et au financement des actifs. Durant cette période, la rentabilité de Lehman Brothers et son bilan se sont accrues en conséquence.

En 2007, lorsque le marché du logement étasunien a commencé à donner des signes de faiblesse, Lehman Brothers et beaucoup de ses concurrents avaient déjà accumulé une forte exposition à des actifs que l'on jugeait peu liquides. Nombre d'observateurs du marché, y compris les administrateurs chargés de la supervision des marchés financiers, croyaient que les problèmes du marché des crédits hypothécaires subprime étaient et seraient contenus.

Avec le recul, on peut voir qu'au cours de l'année 2007, la détérioration du marché de l'immobilier fut pire que prévue et a contaminé les autres secteurs du système financier »^[9].

Fulchs rejette toute responsabilité personnelle et fait le constat d'un aveuglement collectif face à la vulnérabilité du système financier. Alan Greenspan, qui dirigeait la Réserve fédérale des États-Unis pendant la période du boom, confesse une même erreur d'appréciation, dans un registre plus personnel : « Ceux d'entre nous - moi-même en particulier - qui pensaient qu'il était de l'intérêt des établissements de crédit de protéger le capital de leurs actionnaires sont maintenant dans un état de choc et d'incrédulité »^[10]. On pourra trouver qu'il est un peu facile de noyer ses propres responsabilités de la sorte, mais rien ne permet de supposer que la cupidité exclut l'aveuglement.

La crise serait-elle le produit de croyances erronées plus que de tromperies volontaires ? Cette idée est étayée par différents travaux empiriques. Par exemple, une étude particulièrement instructive pose la question suivante : les individus qui travaillent au cœur du complexe financiero-immobilier en charge de la titrisation - et qui bénéficient donc d'une bonne connaissance des conditions du marché immobilier et de la bulle en formation - font-ils des choix d'investissement plus avisés ? Les auteurs de l'étude examinent le comportement d'investissement immobilier de 400 agents en charge de la titrisation dans les banques, les fonds d'investissement et les sociétés d'émission de crédits hypothécaires et le comparent à celui d'autres agents aussi riches mais qui, pour un groupe, travaillent dans l'analyse financière des grandes firmes, et pour un second groupe, sont des avocats non liés au secteur de l'immobilier (Cheng, Raina, and Xiong 2013). Le résultat est éloquent : les agents de la titrisation n'ont ni anticipé la bulle en vendant davantage que les autres leurs maisons avant le retournement des prix, ni adopté un comportement plus prudent en limitant leurs acquisitions de nouvelles résidences, ni réussi à s'enrichir davantage que les autres. On constate plutôt le contraire, ce qui suggère que les personnes les plus impliquées dans la fabrique de la bulle ont été particulièrement sujettes à des croyances erronées.

Nous pouvons en tirer deux conclusions. D'abord, les individus qui travaillent au cœur de Wall Street ne sont, pas plus que les autres, des *homines œconomici* rationnels et omniscients ; des biais cognitifs (optimisme exagéré, aveuglement au désastre, conformisme) informent leurs décisions personnelles comme professionnelles. De ce fait, et c'est la deuxième conclusion, le problème de l'instabilité financière n'est pas un problème moral que l'on pourrait régler en changeant les incitations individuelles des travailleurs du secteur, par exemple en pénalisant financièrement les traders. Ce qui est en cause, c'est le cadre de la finance libéralisée qui permet ces comportements et les encourage.

La fabrique des dérivés : entre performativité de la théorie économique et travail politico-idéologique

D'où vient la libéralisation financière ? Elle est le fruit des multiples transformations du secteur liées à des décisions politiques nationales, à l'évolution du contexte international et à des innovations technologiques et organisationnelles. On peut partir de l'exemple des produits dérivés. Les dérivés sont des instruments qui permettent à certains acteurs économiques de se protéger contre les variations de prix d'un actif en transférant le risque à des spéculateurs qui, de leur côté, espèrent réaliser un profit en anticipant correctement les mouvements de prix. Le versant spéculatif est particulièrement attrayant car ces produits financiers sont totalement coupés des caractéristiques des actifs auxquels ils se rattachent, à l'exception d'une seule : le changement de prix (Miller 1999). Puisque posséder un produit dérivé, c'est posséder une exposition financière, c'est-à-dire uniquement la projection dans le futur du rendement d'un actif donné, il y a une montée en puissance – au sens quasi mathématique – de la finance. À l'essor des dérivés correspond donc une sorte de finance au carré. Les contrats dérivés permettent de prendre une exposition au risque maximale sans pour autant engager beaucoup d'argent (Bryan and Rafferty 2006 : p. 136). Prenons un exemple. Si vous anticipez une hausse du prix du pétrole, vous pouvez acheter un baril de pétrole 100 euros et le stocker. Vous pouvez aussi acheter un produit dérivé sur le pétrole qui vous permettra de faire le même pari mais pour quelques euros seulement. En d'autres termes, avec la même somme que celle correspondant à l'achat d'un baril de pétrole, les produits dérivés vous donnent la possibilité de vous exposer aux mouvements de prix de 25 barils de pétrole. Par rapport à l'achat d'un actif réel, cela permet de réduire le coût d'une couverture contre un mouvement de prix ; et corrélativement, de rendre la spéculation bien moins coûteuse.

La multiplication des prises de risque et leur diffusion à l'ensemble du système financier par le biais de produits dérivés complexes explique que le retournement de conjoncture sur les marchés subprimes ait débouché sur une crise financière systémique. Le développement de ces produits (sur lequel on reviendra au chapitre 4) est extraordinaire : négligeables au début des années 1970, ils pèsent 865 milliards en 1987 pour atteindre à la fin des années 2000 une valeur notionnelle de 685 000 milliards de dollars. L'essor des dérivés est étroitement associé au Chicago Board Options Exchange (CBOE). Ouvert en 1973, ce marché fut l'un des premiers marchés de produits dérivés modernes et le prototype des marchés qui apparaîtront par la suite à Londres, Francfort ou Paris. Dans un ouvrage passionnant, D. MacKenzie et Y. Millo (2003) montrent comment, dans un contexte historique donné, la théorie économique a pu être performative, ou comment sa mobilisation et son appropriation par les acteurs ont pu créer des opérations économiques aux effets puissants.

Les produits dérivés, qu'il s'agisse de contrats à terme (*futures*) ou bien d'*options*^[11], étaient partie intégrante de la finance du XIXe siècle. Cependant, dans les années 1960, ils se limitent presque exclusivement aux dérivés sur les produits agricoles de Chicago échangés au sein du vénérable Chicago Board of Trade (CBT), fondé en 1848, et de son concurrent, le Chicago Mercantile exchange (Merc). Ce segment agricole est d'autant plus étroit que les prix sont alors fortement encadrés par l'État, ce qui réduit leur fluctuation et limite l'intérêt d'une couverture. La raison de cette marginalisation des dérivés est à la fois historique et morale. La régulation financière aux États-Unis, encore largement marquée par le souvenir de 1929, demeure hostile aux produits dérivés qui sont associés à la vague de spéculation qui avait précédé le krach. Une partie de ces contrats

font aussi l'objet d'une réprobation morale car ils sont assimilés à des jeux d'argent. Un arrêt de la Cour suprême de 1905 interdit ainsi tous les contrats *futures* qui ne sont pas liés à un actif tangible, c'est-à-dire tous ceux qui, tel un contrat à terme sur un indice boursier, ne peuvent être soldés que par un échange de cash.

L'horizon était passablement maussade pour le secteur. Alors les dirigeants des marchés de dérivés de Chicago se sont employés à faire sauter les verrous institutionnels qui entravaient le développement de ces produits. Pour cela, ils ont embauché des personnalités bien introduites dans l'establishment politique à Washington. Après l'arrivée de Nixon au pouvoir en 1969, ils vont mobiliser les travaux des économistes pour convaincre l'administration présidentielle et la SEC d'autoriser l'ouverture d'un marché dédié aux dérivés de produits financiers. En 1968, un rapport rédigé par trois économistes de l'université de Princeton conclut que les options élargissent le répertoire des stratégies offertes aux investisseurs et constituent ainsi un avantage, de la même manière que « la possibilité d'emporter un parapluie peut être utile à un piéton » (MacKenzie et Millo 2003 : p. 114).

Trois ans plus tard, un autre rapport va jouer un rôle encore plus important. Leo Melamed, qui dirige alors le MERC, raconte ce qui s'est passé dans une interview :

J'ai rencontré [Milton Friedman] en juillet [1971] et je lui ai dit : « Je veux lancer un marché pour les contrats à terme sur les devises ; penses-tu que cela soit une bonne idée ? » Il m'a répondu « C'est une idée formidable. Je ne sais pas quand précisément ce sera viable car pour l'instant les taux de change sont fixes, mais ça ne va pas durer. Tu dois prendre une longueur d'avance, c'est une excellente idée, vas-y » Je lui ai dit, « personne ne va me croire », et il m'a répondu : « dis-leur que c'est ma position. » Alors je lui dis : « j'ai besoin d'un texte écrit », et il me dit « tu veux une étude de faisabilité qui montre pourquoi les devises feraient un bon marché à terme ? ». Et j'ai répondu : « c'est exactement ça. » Il me dit alors « Je suis un capitaliste. » Je lui dis : « Combien ? » Finalement, l'étude nous a coûté 7500 \$, et maintenant ces 7500 \$ valent les quelques 18 milliards que pèse aujourd'hui le Merc. C'était un bon deal. C'était en juillet. En août, Nixon suspendait la convertibilité du dollar. Alors, c'était vraiment l'enfer, et j'étais certain que les taux de change fixes n'allaient pas durer.

Les présidents, les ministres de finances, les banquiers centraux qui sans cela ne nous auraient même pas laissé approcher nous ouvraient grand leur porte. C'était magique ! J'ai rencontré le secrétaire au Trésor Georges Schultz après lui avoir envoyé l'article de Friedman. Il m'a juste dit : « Si ça convient Milton, ça me va. » Son nom était magique. Après le lancement, j'ai rencontré tous les banquiers centraux en Europe et leur ai fait passer le même message : le grand économiste Milton Friedman pense que c'est une excellente idée. Et ça a marché. (Melamed 2012).

Milton Friedman, prix Nobel d'économie en 1977, est le chef de file de l'école de Chicago. Il va jouer un rôle clé dans le délitement de l'hégémonie keynésienne. Sa thèse, assez simple, repose sur l'idée que les changements dans l'ordre financier international vont créer une forte demande de couverture contre les risques de change. Selon lui, il est fortement souhaitable que cette demande soit satisfaite par un marché à terme sur les

devises aussi large, profond et résilient que possible afin de faciliter les échanges commerciaux et les investissements à l'étranger. Il est presque certain qu'un tel marché va émerger pour répondre à la demande. La question importante, et qui reste ouverte, est donc de savoir où cela aura lieu. Naturellement cela devrait se faire aux États-Unis, ce serait d'ailleurs dans l'intérêt des États-Unis. Le développement de ce marché encouragerait la croissance d'autres activités financières dans ce pays : il apporterait à la fois des revenus additionnels liés aux exportations de services et faciliterait la mise en œuvre de la politique monétaire (Friedman 2011 : p. 641).

La science économique a donc fourni des justifications décisives à la création des marchés de dérivés. Mais elle n'y est pas parvenue par ses seuls moyens : il fallait d'abord un contexte qui lui donne sens (le démantèlement du système monétaire de Bretton Woods) et, ensuite, une action collective. Les motivations des personnes qui se mobilisent pour créer des marchés dérivés ne sont pas celles d'*homines œconomici* strictement rationnels et égoïstes ; elles sont construites à travers une communauté dans laquelle des interactions directes et répétées permettent à la fois la coopération et la punition de ceux qui tentent de s'y soustraire (Ostrom 2000). L'idée d'une mobilisation dépassant l'intérêt individuel apparaît ironiquement lorsque Melamed, pour expliquer son investissement dans le projet porté par la petite communauté des marchés de dérivés, évoque avec admiration l'engagement de son père au sein du Bund, le parti socialiste des juifs d'Europe orientale (Melamed et Tamarkin 1996 : p.20-26) : c'est lui qui lui a appris à « travailler pour la société dans son ensemble [et qui lui] a instillé l'idée que l'on atteint l'immortalité en se liant avec une idée, ou un mouvement, ou une institution qui transcende la mortalité » (cité par MacKenzie et Millo 2003 : p. 116).

Si la cause de Melamed gagne une bataille décisive dans les années 1970 avec le relâchement de la contrainte réglementaire sur les produits dérivés, ce n'est que dans les années 1980 et 1990 que leur usage se généralise à d'autres actifs (comme les obligations) et à d'autres territoires. En France, la dérégulation financière, engagée à partir de 1984 par le ministre de l'économie et des finances, Pierre Bérégovoy, et son chef de cabinet, Jean-Charles Naouri, aboutit à l'ouverture du marché à terme international de France en février 1986 (MATIF) puis, l'année suivante, à celle du marché des options négociables (MONEP). L'un et l'autre seront intégrés au London International Financial Futures Exchange (LIFFE) au début des années 2000.

L'extension géographique et l'élargissement des actifs éligibles sont une précondition de l'explosion des produits dérivés dans les années 2000. Gillian Tett, qui suit ce secteur pour le *Financial Times*, a raconté cette histoire dans une longue enquête (Tett 2010)^[12]. Elle montre notamment comment, au tournant des années 1990, les autorités états-uniennes commencent à s'inquiéter de la montée en puissance des produits dérivés, en particulier du fait que les banques n'ont aucune obligation de capitaliser pour couvrir ces activités. En 1992, Ian Brickell, ancien de J.P. Morgan aux solides convictions libertariennes, prend la tête de l'International Swaps and Derivatives Association pour contrer les velléités des régulateurs. Il est chargé par le Groupe des 30, un très influent *think tank* en matière économique et monétaire alors animé par l'ancien président de la FED, Paul Volcker, de rédiger un rapport dans le but d'influer sur les politiques en la matière^[13]. Ce rapport volumineux, préparé par l'équipe en charge des dérivés chez J.P. Morgan, paraît en 1993. Il propose, d'une part, d'évaluer les risques à partir des données historiques disponibles (*Value at Risk*), et, d'autre part, d'évaluer au jour le jour l'exposition des acteurs en fonction des prix de marché des titres (*Mark to market*). Mais l'essentiel est qu'il plaide pour une complète autorégulation du secteur : il entend démontrer que l'industrie est elle-

même capable de renforcer la stabilité en élaborant et en adoptant ses propres normes. Comme l'espérait Brickell, le haut niveau de technicité du rapport va fortement impressionner les administrations concernées et stopper les velléités d'encadrer ces activités. Tout au long des années 1990, par un intense lobbying, il mène une bataille idéologique sans merci contre tous ceux, notamment au Congrès, qui voudraient réglementer l'industrie ; sous Bush et Clinton, il multiplie les alliances au sein de l'appareil gouvernemental. Il réussit si bien que la question disparaît de l'agenda politique jusqu'à la crise financière de 2007.

À chaque étape de la libéralisation financière, des travaux d'économistes ont joué un rôle de légitimation. Cette étroite connexion ne va pas sans poser des problèmes éthiques car les économistes en question ont souvent un intérêt direct à promouvoir la libéralisation : c'est la leçon du film de Charles Ferguson, *Inside Job*, qui rappelle par exemple que Larry Summers, ancien président d'Harvard mais aussi ancien secrétaire au Trésor de l'administration Clinton et conseiller du Président Obama, a inlassablement défendu la libéralisation financière dans les années 2000, période au cours de laquelle ses liens avec l'industrie de la finance lui rapportent plus de 20 millions de dollars. Au lendemain de la crise financière, une étude portant sur 19 éminents spécialistes d'économie financière directement impliqués dans les projets de réforme du secteur montre que la plupart étaient, en sus de leurs positions universitaires, affiliés au secteur privé, sans qu'ils ne l'affichent jamais publiquement (Carrick-Hagenbarth and Epstein 2012). En France également, plusieurs pièces ont été versées au dossier des « économistes à gages » (Lambert, Lordon, and Halimi 2012 ; Gadrey 2009 ; Lordon 2012 ; Mauduit 2012). Mais là encore, si le conflit d'intérêt existe bel et bien, il n'est pas le point essentiel. Lorsque l'on a ouvert la boîte de Pandore de la finance libéralisée, il est impossible de la refermer à moitié.

*

Économiste et enseignant à l'Université de Genève, Cédric Durand est membre du comité de la rédaction de *Contretemps*, et l'auteur de plusieurs ouvrages, dont [Technoféodalisme](#) (Zones, 2020).

*

Illustration : « Ruines », Hamed Abdalla, 1976. Avec l'aimable autorisation de Samir Abdalla.

Notes

^[1] Reuters. 2010. « Madoff trustee sues JPMorgan for \$6.4 billion ».
». <http://www.reuters.com/article/2010/12/02/us-madoff-jpmorgan-idUSTRE6B153220101202>.

^[2] Contre l'hypothèse d'efficience des marchés financiers, le paradoxe de Grossman et Stiglitz avance que si un marché est efficient du point de vue de l'information, c'est-à-dire si toute l'information pertinente est contenue dans les prix de marché, alors aucun agent n'est incité à acquérir de l'information sur laquelle sont fondés les prix. Or si personne ne

[3] Scannell, Kara. 2013. « SAC pleads guilty but judge stops short of accepting plea - FT.com ». *FT.com*, novembre 9.
<http://www.ft.com/intl/cms/s/0/630f48dc-48bd-11e3-8237-00144feabdc0.html#axzz2kf8NdDjs>.

[4] Keenan, Douglas. 2013. « Libor misreporting ». *Informath*. février 12.
<http://www.informath.org/media/a72/b3.htm>.

[5] Schäfer, Daniel, et Caroline Binham. 2013. « Probes into forex trading spread across globe - FT.com ». *FT.com*, novembre 1.
<http://www.ft.com/intl/cms/s/0/1d20d216-431b-11e3-9d3c-00144feabdc0.html#axzz2kf8NdDjs>.

[6] Toutefois, du fait du durcissement de la loi sur les faillites personnelles signée par Georges W. Bush en 2005, cette option était bien plus fermée qu'elle ne l'aurait été sous le régime précédent.

[7] Scannell, Kara, et Tome Braithwaite. 2013. « JPMorgan reaches \$13bn deal with US authorities - FT.com ». *FT.com*, octobre.
<http://www.ft.com/intl/cms/s/0/5b840688-38f6-11e3-a791-00144feab7de.html?siteedition=intl&siteedition=intl#axzz2iCqJeB2Z>.

[8] Eisinger, Jesse. 2013. « Financial Crisis Suit Suggests Bad Behavior at Morgan Stanley ». *dealbook.nytimes.com*. janvier 23.
<http://dealbook.nytimes.com/2013/01/23/financial-crisis-lawsuit-suggests-bad-behavior-at-morgan-stanley/>.

[9] Wall Street Journal. 2010. « Dick Fuld Testimony: No Apologies Here », septembre 1.
<http://blogs.wsj.com/deals/2010/09/01/dick-fuld-testimony-no-apologies-here/>.

[10] Wall Street Journal. 2008. « Greenspan Admits Errors to Hostile House Panel ». *WSJ.com*, octobre 24. <http://online.wsj.com/article/SB122476545437862295.html>.

[11] Les *futures* sont des contrats par lesquelles une partie s'engage à acquérir auprès d'une autre partie à une date fixée une quantité définie d'un actif donné à un prix pré-établi ; l'actif en question peut-être des matières premières, mais aussi des instruments financiers et même des index boursiers ou des taux d'intérêts. Les *options* sont des contrats qui offrent la possibilité d'acquérir ou de vendre à un prix fixé un actif donné à une date fixe, sans obligation pour celui qui possède l'option de l'exercer.

[12] Des histoires plus académiques des dérivés soulignent aussi l'imbrication de la dimension performative des théories économiques et du travail politique mené par les acteurs dominants sur ces marchés (Carruthers, 2013 ; Huault & Rainelli-Le Montagner, 2009).

[13] L'intense circulation entre les grandes banques d'investissements et les régulateurs joue un rôle essentiel dans la construction de l'architecture institutionnelle de la finance libéralisée. Le Groupe des 30, qui réunit banquiers centraux, dirigeants de banques et universitaires, est le lieu décisif dans la genèse de la régulation financière internationale. À

Au-delà de la cupidité. Ce que raconte l'affaire Madoff de la
<https://www.contretemps.eu> finance capitaliste redaction
travers les recommandations techniques formulées dans ses rapports qui font autorité, il
sert de passerelle entre les institutions de régulateurs et les lobbys financiers privés
comme l'International Swap and Derivatives Association et l'Institute for International
Finance. Voir les thèses de Baud (2013, chapitre 3) et Tsingou (2010).