

LE BANQUIER ET LE CITOYEN



LE BANQUIER ET LE CITOYEN L'EUROPE FACE AUX CRISES FINANCIÈRES

MICHAEL VINCENT



FONDATION POUR L'ÉTUDE PROGRESSISTE
FONDATION EUROPEENNE D'ÉTUDES PROGRESSISTES

Fondation Jean Jaurès

FOUNDATION FOR EUROPEAN
PROGRESSIVE STUDIES
FONDATION EUROPÉENNE
D'ÉTUDES PROGRESSISTES



Fondation
Jean Jaurès

LE BANQUIER ET LE CITOYEN
L'EUROPE FACE AUX CRISES FINANCIÈRES

MICHAEL VINCENT

Michael Vincent a commencé sa carrière à la City. Il travaille aujourd'hui en tant qu'expert des questions d'économie et de stabilité financière pour les institutions européennes. Il enseigne la régulation financière et l'histoire des crises à l'Université Sorbonne / École polytechnique et contribue à divers projets politiques.

INTRODUCTION

Croissance atone, augmentation des écarts de revenus, incertitude politique, montée des populismes, dislocation du projet européen... l'économie et le paysage politique occidentaux portent depuis presque une décennie tous les stigmates d'une crise financière mondiale. C'est le 15 septembre 2008, jour où la banque Lehman Brothers s'est effondrée, que le grand public a enfin réalisé que la machine s'était enrayée. La crise financière et économique qui a suivi a été historique, par sa nature, mais aussi en intensité. Certaines de ses conséquences, directes ou indirectes, se font encore sentir aujourd'hui.

Lehman a fait faillite sans crier gare. L'alarme n'avait pas de raisons de sonner : Lehman se conformait aux besoins en capitaux fixés par le régulateur, capitaux censés absorber le choc et éviter à la banque de mettre la clé sous la porte. Au-delà de la responsabilité des acteurs de marché dans la crise des subprimes, et des comportements sybarites de banquiers inconscients, force est de constater que le paquet réglementaire en vigueur à l'époque n'était pas suffisant pour protéger les citoyens.

L'américaine aura entraîné dans sa déflagration ses consœurs européennes. Malgré de nombreux plans de sauvetage, essentiellement financés par le contribuable, la crise s'est particulièrement installée en Europe, devenant une crise des dettes souveraines et de la monnaie unique. Mario Draghi, une fois devenu président de la Banque centrale européenne, a dit qu'il ferait « *whatever it takes* » – tout ce qu'il faut – pour sauver la zone euro. Mais qu'ont vraiment fait nos politiciens et

les acteurs de la régulation bancaire depuis la crise de 2008 pour éviter une nouvelle crise mondiale ?

Heureusement pour nous, les pouvoirs publics ont agi : plans de sauvetage, réunions du G20, intervention des banques centrales, injection de liquidités, création de nouveaux agents de surveillance et de mécanismes de stabilité, renforcement de la supervision et de la régulation bancaire... Cependant, malgré toutes ces mesures, nous, citoyens subissant encore les conséquences de ce choc, sommes en droit de nous demander quels progrès ont réellement été réalisés pour réduire le risque de contagion, pour prévenir l'incertitude, pour ne plus avoir à refinancer les institutions au bord de la faillite avec notre argent de contribuables. À l'heure où Donald Trump pourrait lancer une nouvelle mode de dérégulation financière, ceux qui ont légiféré ces dix dernières années ont-ils retenu les leçons des crises précédentes ? Quelles mesures fonctionnent vraiment, et quelles sont les limites si la machine déraile encore ?

La régulation financière est une affaire trop sérieuse pour être laissée aux juristes et aux banquiers. Si l'opinion publique a pu constater l'ampleur des dégâts après la chute de Lehman, la sphère financière savait déjà depuis plusieurs mois que le train en marche était incontrôlé. Le grand public aurait gagné à apprendre ce secret de polichinelle avant qu'il ne soit trop tard.

Cet essai n'est ni un éloge, ni un pamphlet. Je vous propose de vous faire découvrir avec pédagogie le cœur de la City de Londres et les événements qui ont marqué le monde de la finance ces dernières années. À travers notamment des anecdotes personnelles et des témoignages d'acteurs de la finance et de la régulation, nous tirerons les enseignements pour l'avenir. Nous essayerons également de comprendre ce qui se trame réellement en coulisses entre les banquiers, les régulateurs et les politiciens, pour enfin nous approprier le sujet en tant que citoyens.

AU CŒUR DE LA CITY

La finance européenne évoque inmanquablement l'image d'Épinal des gratte-ciel de Londres, ces Gherkin, Cheesegrater et autres Shard, et ses traders aux yeux rivés sur leurs murs d'écrans d'ordinateur et leurs terminaux Bloomberg. Le cliché n'est pas volé. La Cité de Londres, mieux connue sous le petit nom de la City, est le centre névralgique de la finance européenne et une place financière de premier rang à l'international. Elle n'a pas obtenu cette réputation par hasard : repère incontournable de la capitale britannique, la City, aussi loin que l'on remonte, a toujours eu au cœur le sens du marché. Les traders et les courtiers n'ont fait que côtoyer les *bookies*¹ et assureurs avant de leur succéder. *Bookies* et assureurs qui eux-mêmes s'étaient inscrits dans la continuité des guildes de marchands. C'est que ce quartier est un lieu chargé d'histoire puisqu'il s'agit du plus ancien de Londres. Véritable monument qui a traversé les âges, il a su s'adapter aux changements du monde tout en gardant ses traditions *so british*, des bus rouges aux *black cabs*. Mêlant tradition et modernité, il est devenu un musée à ciel ouvert du mercantilisme.

Cette aventure, comme beaucoup d'autres en Europe, commença véritablement avec l'avènement de l'Empire romain et l'invasion des îles Britanniques. Les Romains établirent à Square Mile, au cœur de la Cité de Londres, un port sur la Tamise assorti d'un grand marché. Bénéficiant d'une croissance économique importante grâce à

1. Sumom des bookmakers, « preneurs de paris » en français.

l'investissement romain et aux avantages liés à cet emplacement stratégique, la City attira les marchands de tout bord qui commencèrent à s'organiser en guildes. Sur le plan de l'aménagement urbain, c'est toujours en ayant le marché en tête que l'on nomma les rues et ruelles, d'après les différents produits et marchandises qui s'y vendaient. Ainsi, Poultry – « volaille » en français – côtoie Milk Street, Bread Street, ou encore Honey Lane – respectivement rues du lait, pain et miel. Point d'excès de lyrisme, plutôt une démonstration du pragmatisme anglais. Ces noms ont traversé les âges et sont ceux que l'on peut trouver aujourd'hui encore en se promenant dans le quartier. Ce pragmatisme atteint son sommet lorsque l'on considère l'existence de Pissing Lane, dont je laisse l'interprétation fonctionnelle à la sagacité du lecteur. Concernant le romantisme, ou plutôt son absence, je rappelle aux amoureux qui se perdent du côté de Love Lane pour un selfie qu'une fois encore, le nom reflète la fonction pratico-pratique de cette ruelle où s'exerçait le plus vieux métier du monde.

Le passé mercantile de la City atteignit une dimension supérieure au XVII^e siècle avec la création d'institutions bancaires encore en activité aujourd'hui. Les cours de récréation qu'étaient les cafés du quartier, repères de commères en tout genre, se transformèrent peu à peu en salles de marché où se négociaient les ragots, les tuyaux, et où se concluaient les deals. La banque britannique Lloyd's, par exemple, célèbre assureur historique au Royaume-Uni, tient son nom du propriétaire du café – Edward Lloyd's – où l'idée a germé en 1688. La fameuse Bourse de Londres, le London Stock Exchange, émergea d'une maïeutique semblable.

Les années passèrent et Londres prospéra. L'avènement de l'Empire britannique et la révolution industrielle n'y furent pas pour rien. Il fallut pourtant attendre plusieurs siècles pour que la City termine sa mue. Le quartier d'affaires entra dans le jeu mondial en 1986, après ce que

beaucoup appellent le big bang des années Reagan-Thatcher. Après plusieurs réformes de dérégulation des marchés financiers entre 1983 et 1986, Margaret Thatcher transforma Londres en une place financière de rang international. Les grandes banques d'investissement de Wall Street commencèrent à prendre place dans les salles de marché de la City, avalant certaines des activités des petits fonds locaux. Ayant le vent en poupe et faisant montre d'une croissance étonnante, cette internationalisation s'amplifia avec l'arrivée d'acteurs européens – tels que BNP ou Deutsche Bank – qui s'installèrent à Londres et étendirent leurs activités en créant ou renforçant leurs banques d'investissement pour rejoindre leurs homologues américains. Longtemps réservée aux purs financiers, la profession commença à attirer, avec l'avènement de l'informatique, les polytechniciens et autres ingénieurs des grandes écoles, qui se spécialisèrent dans les produits dérivés, dont l'évaluation nécessite des modèles mathématiques complexes.

Innovation oblige, la profession s'ouvrit aux scientifiques et évolua rapidement – les échanges électroniques et la fibre optique supplantèrent le papier et les échanges à la criée. Aujourd'hui, plus d'un tiers des activités financières européennes passent par Londres, et près d'un professionnel de la finance londonienne sur quatre n'est pas britannique – la proportion d'étrangers augmentant significativement dans les activités dites de *front office* touchant au trading.

La City, à l'image de la finance en général, a plusieurs noms et plusieurs visages. Elle attire des profils et des talents du monde entier amenés à travailler ensemble et à se côtoyer sans arrêt. En salle de marché, les athées croisent les chrétiens, les juifs et les musulmans. Les Britanniques se mélangent aux Russes, aux Chinois, aux Indiens, aux Tunisiens, aux Marocains, aux Français, aux Allemands. Véritable temple du libéralisme économique, elle embrasse avec lui un libéralisme culturel où la compétition peut parfois passer pour de la

méritocratie. Là-bas, on ne juge pas une personne sur son origine ou ses croyances, mais d'abord sur ses compétences et ses résultats. Et même si certains pourraient douter des véritables intentions derrière ces programmes, qui peuvent ressembler à des exercices de relations publiques, de plus en plus de grands acteurs de la finance encouragent la parité et luttent contre les discriminations liées à la sexualité des employés en promouvant les fiertés. La finance prône un libéralisme très prononcé, et c'est la diversité de ses talents et composantes qui assure aujourd'hui son fonctionnement opérationnel.

C'est donc sans surprise que la Cité de Londres reste ce paradis des échanges, entièrement polarisé car le quartier, pourtant idéalement situé, se vide de ses habitants : il compte aujourd'hui trente fois plus de professionnels que de résidents². Une promenade dans cet endroit magnifique un dimanche, quand les banquiers en costume et le brouhaha font place aux rues désertes et au silence entrecoupé du bruit des bus rouges impériaux, saura vous en convaincre bien mieux que n'importe quel témoignage ou statistique.

Si je vous raconte tout cela, ce n'est pas pour vous dire que j'ai peut-être raté une vocation de guide touristique, mais pour mettre en perspective ces vingt et un siècles d'histoire face au Brexit. La City et les services financiers représentent une part significative de la croissance britannique. La sortie de l'Union européenne constitue un frein important au libre-échange et à la libre circulation des travailleurs. Cela inquiète forcément les investisseurs, qui ont tant compté sur ce libéralisme et tant construit sur lui.

Les enjeux de la campagne du référendum et les ressorts du vote pro-Brexit ont provoqué une accentuation des divisions entre les

citoyens, se forgeant des opinions plus extrêmes. Cette tendance à la polarisation de groupe a aussi conduit à une recrudescence des discriminations envers les étrangers. Pour les résidents non britanniques, aux raisons de ne pas rester au Royaume-Uni s'ajoutent les difficultés administratives posées par l'abandon de la libre circulation pour les pays voisins de l'Union. La City pâtira d'une relative fuite des cerveaux, alors même que l'immigration est le carburant de la finance londonienne. Ainsi, allant pour la première fois contre l'histoire, la City de Londres pourrait voir son rôle diminuer.

Ce repli national, ce frein au libéralisme – que l'on soit pour ou contre – est une conséquence de la montée populiste alimentée par les politiques d'austérité et autres inquiétudes ou frustrations mondialistes bien légitimes des citoyens réveillées par la crise de 2008. Cette étincelle a mis le feu aux poudres des dettes publiques. La finance, gardienne des capacités d'emprunt de nos gouvernements depuis la seconde moitié du XX^e siècle, a donc, par insouciance ou par avidité, déséquilibré le libéralisme économique, en faisant d'un problème économique un problème politique – et certaines places, comme la City, sont en train de prendre le retour de bâton en pleine face. Parfois, le monde de la finance mange ses enfants.

2. D'après l'Office for National Statistics, à la mi-2016, le quartier comptait 9 401 habitants pour environ 300 000 travailleurs.

LE JOUR OÙ LE BREXIT A GAGNÉ

Lorsqu'un événement historique se produit, on demande toujours aux gens s'ils se souviennent de ce qu'ils faisaient ce jour-là. Une façon anecdotique de raconter l'histoire avec un grand H. Le 23 juin 2016, jour du scrutin référendaire sur la sortie de l'Union, je me souviens surtout de ce que je n'ai pas fait. Ou plutôt, de ce que je n'ai pas pu faire : aller voter.

Je me rappelle avoir passé une bonne partie de la matinée à me préparer – cherchant surtout à compenser le trac qui me tétanisait – pour une intervention radiophonique le soir même chez Nicolas Demorand, où j'étais invité en tant qu'analyste financier pour apporter un point de vue sur le référendum depuis les marchés financiers. France Inter émettait du Lycée français de Londres pour couvrir ce vote qui, à l'heure de la montée populiste et de la défiance contre l'Europe, fascinait les Français.

L'exercice était périlleux. Mes propos, tenus à moins de quatre heures de la fin du scrutin, étaient particulièrement péremptoirs. J'avais analysé les tendances, les parités de change EUR/GBP³ et GBP/USD⁴, la courbe des taux SONIA (Sterling Over Night Index Average) – le taux d'intérêt de référence effectif pour les transactions en livres sterling – ou encore le profil des volatilités, montrant une asymétrie certaine⁵. La leçon

3. Euro contre livre sterling.

4. Livre sterling contre dollar américain.

5. L'asymétrie de la volatilité d'un un taux de change permet d'identifier si l'une des devises est considérée comme plus risquée que l'autre.

était intéressante, bien que triviale : les marchés estimaient que l'événement Brexit était négatif pour le Royaume-Uni, bien sûr, mais également pour l'Europe. Une conséquence que beaucoup de revanchards français oublient souvent, sur fond de rivalité historique avec ce cousin anglais que l'on n'a jamais tout à fait compris, ou tout à fait aimé.

Mais si, à l'époque, et encore un peu aujourd'hui, certains experts n'hésitaient pas à expliquer que l'Union avait autant à perdre d'une sortie du Royaume-Uni, voire plus, que le Royaume-Uni lui-même, l'asymétrie de volatilité⁶ sur les taux de change mettait en évidence une perception différente chez les acteurs financiers : l'inquiétude était clairement plus forte pour les Britanniques et la livre sterling. Une prédiction qui s'est vérifiée une fois les négociations enclenchées.

Banquiers, nous avons tout le temps d'analyser : lors de la première moitié de l'année 2016, les marchés étaient en stand-by. La place financière de Londres était hébétée. Tétanisée. Les investisseurs ne savaient pas vers quoi ils se dirigeaient. Les volumes échangés n'avaient pas été aussi bas depuis longtemps. L'activité restait calme et suivait un rythme imposé par les sondages et les déclarations politiques. À chaque nouveau sondage – dont la parution était quotidienne à quelques semaines du scrutin –, la livre sterling, la dette britannique, les dérivés de crédit pouvaient perdre ou gagner de 1 à 5 %. Et déjà les taux forwards⁷, en forte baisse, mettaient en évidence la possibilité d'une nouvelle diminution des taux directeurs de la Banque d'Angleterre pour tenter, tant bien que mal, d'absorber le choc (et les actes du banquier national dans les mois suivants montreraient que les marchés avaient eu du flair). Les cours en dents de scie n'étaient pourtant que

6. La volatilité d'un indicateur financier est une mesure de l'incertitude de son évolution. Sur un taux de change, l'échange est symétrique : on échange une devise contre une autre. Si la volatilité n'est pas symétrique, c'est que l'incertitude est plus importante sur une devise que sur l'autre.

7. Instrument financier dont le taux d'intérêt s'applique à une période commençant à une date ultérieure, permettant l'anticipation de ce que les taux d'intérêt seront dans le futur.

le calme avant le saut qui aurait nécessairement lieu le vendredi 24 juin, lendemain du vote.

« C'est la faute à l'Europe ! » : l'Union européenne a toujours été un bouc émissaire bien pratique pour la classe médiatique et politique au Royaume-Uni⁸. David Cameron, pourtant partisan du « remain », ne faisait pas exception. En tant que Premier ministre britannique à l'origine du référendum, il n'hésita pas à instrumentaliser l'Union européenne pour des questions de politique interne à son propre parti. Compte tenu de ce climat de défiance, il était bien conscient que les longs débats ne pouvaient que faire courir le risque d'une défaite, et voulait une campagne courte. Celle-ci ne dura que trois mois. Les acteurs de la salle de marché, les investisseurs, les acteurs économiques n'auraient pas pu tenir des années de la sorte, tant les résultats financiers de l'industrie bancaire étaient en retrait au second semestre 2016.

Après le terrible assassinat de la députée travailliste « pro-remain » Jo Cox le 16 juin, les sondages, les bookmakers, les marchés donnaient une courte avance au « remain ». Le soir même du vote, les sondages sortis des urnes – les résultats finaux n'étant disponibles qu'après dépouillement total le lendemain matin – semblaient confirmer cette tendance. Certains journaux ont même osé quelques unes bien éphémères. Nigel Farage, alors président du Parti pour l'indépendance du Royaume-Uni (UKIP), dont l'ambition principale a toujours été la sortie de l'Union, s'est fait remarquer en concédant la victoire au « remain » dans la foulée, avant de se rétracter plus tard. Au fil de la nuit, l'impensable devient une évidence : les Anglais veulent sortir, sans trop savoir pourquoi, ou comment. Si libérale économiquement, si mercantile d'habitude, l'île a pourtant décidé d'oublier le libre-échange

8. Dans le blog *Euromyths A-Z index*, la Commission européenne fait un inventaire impressionnant des unes et articles de journaux britanniques entre 1992 et 2017 colportant des mensonges et *fake news* au sujet de Bruxelles, souvent repris par la classe politique.

pour stopper l'immigration et récupérer une souveraineté prétendument sacrifiée à l'Europe. Cette souveraineté s'est probablement plutôt perdue au profit du grand capital.

Comme beaucoup de monde ce matin-là, je me suis réveillé avec une boule au ventre. J'étais profondément déçu, comme la plupart des citoyens qui croient au projet européen et comme la majorité des jeunes dont je faisais alors partie, qui ont massivement voté pour un maintien dans l'Union. Mais il fallait bien continuer : au travail, en salle de marché, la journée a été agitée. Il fallait gérer l'urgence. Évaluer, réajuster nos positions financières. *Ce cliff edge*⁹ allait poser quelques problèmes, faire des gagnants et des perdants. Pourtant, comme de nombreux collègues européens vivant au Royaume-Uni, j'ai rarement été aussi peu efficace dans mon travail que ce jour-là. Effet gueule de bois. Le deuil. L'incompréhension. Le déni. Le refus d'y croire. Puis le dégoût de se sentir rejeté. La peur des relents racistes chez certains électeurs galvanisés par un tel vote. L'envie de quitter ce pays ingrat qui ne veut plus de nous. L'inquiétude de ne pas savoir ce que nous allons devenir, si nous allons pouvoir rester. Le marchandage, l'espoir déjà d'un second référendum. C'est souvent au pied du mur, et donc trop tard, que se font les prises de conscience. La City n'échappe pas à la règle. Que pensait la finance du Brexit avant le référendum ?

LE BREXIT, SYMPTÔME DE LA POLARISATION

Au-delà de quelques articles dans la presse spécialisée, qui analysaient les conséquences économiques potentielles des résultats comme je

9. Littéralement, bord du gouffre. En anglais, cela désigne un changement soudain débouchant sur des ennuis.

m'apprêtais à le faire au micro de France Inter, dans les mois précédant le référendum, la finance s'était contentée d'une expression réduite à un volume minimal. D'un regard clinique plutôt que d'un regard critique. Comme de nombreux autres secteurs, pour ne pas s'aliéner la moitié de leur clientèle – les clients sont des électeurs et 52 %¹⁰ d'entre eux *a posteriori* étaient pro-Brexit – les banques n'ont rien dit... Les affaires sont les affaires. Pour les professionnels du milieu, la consigne était claire : interdiction de s'exprimer sur le Brexit. Peut-être pas une mauvaise chose, puisque la finance a une forte capacité à galvaniser l'opinion publique contre elle. Pourtant, comme de nombreux autres secteurs liés au business, la City a besoin du libre-échange, et profite du marché unique. Mais elle n'a jamais vraiment osé le dire avant le référendum. À quel instant le banquier cesse-t-il d'être banquier pour devenir partisan ? La finance aurait-elle dû faire preuve de plus de pédagogie, aurait-il fallu enfin s'approprier un sujet qui inquiétait tant – et qui inquiète encore davantage après coup – ses acteurs, les employés du milieu, les clients de ces institutions ?

Cette réserve bien pratique de la City brandie comme une excuse, sous prétexte d'ingérence à éviter, est un ridicule cache-sexe quand on sait combien Wall Street peut dépenser dans les campagnes électorales américaines, ou quand on connaît la capacité d'influence du lobby bancaire auprès des élus et parlementaires. Ce silence est assourdissant lorsqu'il est comparé au comportement de la City depuis le référendum : les banques se font bruyantes pour sauver leurs intérêts. Qu'il s'agisse de rester dans le marché unique, d'obtenir le passeport européen pour pouvoir continuer à gérer des activités en euros, de permettre aux autorités de supervision européennes de conserver un droit de regard à Londres, de chercher à garder les chambres de

10. Le vote pour sortir de l'Union européenne l'a emporté avec 52 % des voix.

compensation qui brassent énormément d'activités relatives au continent européen de ce côté de la Manche ou même, au sujet de l'immigration, de préserver les profils hautement qualifiés actuels et à venir, les banquiers britanniques s'organisent et mettent en commun leurs moyens afin de faire entendre leur voix dans les couloirs de Westminster ou de Bruxelles. Et de tenter de sauver les meubles.

Comme pour les bulles spéculatives qui parsèment le parcours du financier, il est temps d'éclater la bulle dans laquelle la finance se meut, par dédain, par pudeur ou pour se protéger, et d'enfin rendre le sujet au citoyen, qu'il soit investisseur, simple épargnant ou contribuable susceptible de devoir mettre la main à la poche si l'économie se porte mal. Il est, à bien des égards, partie prenante d'un système qu'il connaît peu et qui ne fait rien pour que cela change.

Si on laisse les choses en l'état, d'autres disruptions politiques de l'ampleur du Brexit continueront à se produire. Le doute, l'absence de dialogue, la radicalisation des citoyens, le mensonge continueront de prospérer. On laissera gagner ceux qui, comme Donald Trump, profitent de la peur du déclassement et du désordre économique mondial d'une part, et de l'ignorance de l'autre lorsqu'il explique que son adversaire Hillary Clinton est la candidate de Wall Street pour ensuite nommer des exécutifs de Goldman Sachs dans son équipe, ou pour engager une dangereuse dérégulation du secteur bancaire, revenant sur dix années d'un progrès durement acquis pour la protection des citoyens. On fera ainsi le lit de la prochaine crise mondiale.

SUR LE MARCHÉ DES DÉRIVÉS

Cela n'étonnera personne : chaque jour, des milliards s'échangent sur les marchés. Un volume qui a de quoi donner le tournis. Pour un euro échangé dans ce que certains appellent l'économie réelle, afin d'acheter sa baguette de pain ou lorsqu'on reçoit son salaire, s'échangent entre un et deux euros sur les marchés financiers¹¹. On achète des barils de pétrole ou de l'électricité éolienne, on vend des parts d'entreprises cotées, on échange des euros contre des dollars, on prête de l'argent en espérant se refaire sur les intérêts de la dette...

Opposer l'économie réelle aux marchés est cependant une vue de l'esprit certes pratique, mais bien trop simplificatrice. Pour l'essentiel, ces échanges se font pour le compte de clients bien réels, qu'il s'agisse de gouvernements ou d'investisseurs privés cherchant à financer un grand projet d'infrastructure ou un département de recherche et développement, d'une compagnie aérienne ayant besoin d'alimenter ses avions en carburant ou d'un fournisseur d'électricité alternatif qui doit acheter le courant nécessaire afin d'alimenter ses clients pour la journée. Beaucoup de grands groupes comme EDF ou Total disposent de leur propre salle de marché pour subvenir à ces besoins.

Ce qui est souvent dénoncé lorsqu'on oppose les marchés financiers à l'économie réelle, ce sont les pratiques spéculatives, ainsi que les produits dérivés, vus comme déconnectés des réalités. La spéculation n'a pas grand-chose qui mérite qu'on la défende. Il s'agit d'activités

11. Voir Jean Gadrey, « La finance pèse-t-elle 100 fois plus que l'économie réelle ? 10 fois plus ? Bien moins ? », blog de Jean Gadrey sur le site d'*Alternatives économiques*, 13 septembre 2014.

financières uniquement motivées par la recherche d'un profit, souvent à très court terme. Elle ne cherche pas à créer des emplois, financer des projets, fournir des biens ou des services. Elle ne consiste finalement qu'à acheter quand les prix sont bas, revendre quand les prix sont élevés, et cela le plus vite possible. La spéculation est une recherche sans fin de l'arbitrage¹², de la faille à exploiter. C'est ainsi que des courtiers vont chercher à offrir des prêts immobiliers à des personnes qui ne sont pas en position de les rembourser, et à se débarrasser du risque en refourquant tout cela aux marchés. C'est de cette façon que certains fonds d'investissement comme Squarepoint Capital débauchent des polytechniciens et déboursent des sommes considérables dans la recherche quantitative pour trouver de nouveaux algorithmes de trading systématique, ayant même le culot de faire financer une partie de ces activités en demandant au gouvernement français un crédit d'impôt recherche. Dès lors, la recherche du profit se conjugue avec le mépris, le cynisme et l'arrogance. Ces pratiques indéfendables ne devraient susciter que l'indignation, quand malheureusement elles provoquent chez certains l'envie, l'émulation et l'appât du gain.

Pour les produits dérivés, l'histoire est un peu différente. Si leur mauvais usage a contribué à une complexification de la finance, ils répondent d'abord à un besoin économique, historiquement lié à l'agriculture. Les contrats à terme, probablement le type le plus simple de produits dérivés, sont apparus sous un aspect très proche de leur forme courante aux États-Unis au XIX^e siècle. Les producteurs de céréales – blé, maïs... – proposaient alors des contrats de livraison à une date future, au prix fixé à la signature du contrat.

12. Pratique consistant à profiter d'une incohérence de prix entre deux actifs pour générer un profit. Ces arbitrages sont la conséquence des inefficiences du marché.

Le premier exemple de produits dérivés – un contrat à terme, toujours – remonte à la Grèce antique, lorsque le penseur et mathématicien Thalès, celui-là même qui a donné son nom au célèbre théorème sur les rapports de longueur dans un triangle coupé par une droite parallèle à l'un des côtés, imagine la première option sur l'huile d'olive à des fins spéculatives.

Je citerai ce qu'on raconte de Thalès de Milet ; c'est une spéculation lucrative, dont on lui a fait particulièrement honneur. Ses connaissances en astronomie lui avaient fait supposer, dès l'hiver, que la récolte suivante des olives serait abondante ; et, dans la vue de répondre à quelques reproches sur sa pauvreté, dont n'avait pu le garantir une inutile philosophie, il employa le peu d'argent qu'il possédait à fournir des arrhes pour la location de tous les pressoirs de Milet et de Chios ; il les eut à bon marché, en l'absence de tout autre enchérisseur. Mais quand le temps fut venu, les pressoirs étant recherchés tout à coup par une foule de cultivateurs, il les sous-loua au prix qu'il voulut. Le profit fut considérable ; et Thalès prouva, par cette spéculation habile, que les philosophes, quand ils le veulent, savent aisément s'enrichir, bien que ce ne soit pas là l'objet de leurs soins¹³.

Mettons-nous un instant dans les bottes d'un transporteur routier, tributaire de sa matière première : le baril de pétrole, pour fournir en carburant ses camions. Nous pouvons prendre le parti de gérer nos besoins en matières premières en flux tendu, de manière *spot*, c'est-à-dire en achetant notre pétrole au fil de l'eau et au prix de marché. Nous sommes alors tributaires des fluctuations de prix du baril, en nous exposant aux hausses et aux baisses, complètement hors de notre contrôle, d'une pièce maîtresse de notre business. Cette gestion au jour le jour est une option envisageable mais pas forcément idéale pour commencer à faire des plans sur l'avenir, prévoir les flux financiers

13. Aristote, *La Politique*, Paris, Dumont, traduit du grec par J. Barthélemy Saint-Hilaire, 1874, p. 40.

entrant et sortant de notre entreprise, gérer nos besoins d'investissements et, surtout, gérer les montants à facturer à nos clients, qui n'accepteront pas une trop grande volatilité tarifaire.

Imaginons maintenant que nous décidions d'acheter un baril de pétrole dans un an à un prix déterminé aujourd'hui. C'est prendre le risque que le prix du baril diminue d'ici là et donc d'acheter plus cher que si nous effectuions cette transaction dans un an, mais c'est aussi la garantie que l'échange se fera à un prix qui nous est favorable si le baril de pétrole venait à augmenter durant cette période. Ces produits sont appelés *futures*, ou contrats à terme en français, et consistent donc en un simple achat à l'avance. Ils permettent en outre de projeter les flux financiers entrants et sortants à l'avance, plutôt que de dépendre de l'évolution future des prix, comme cela aurait été le cas avec une transaction *spot*, mais permet de ne pas se soucier du coût de stockage. Une possibilité qui n'aurait pas existé de toute façon dans le cas d'une denrée périssable ou d'une ressource non stockable, comme le café ou l'électricité.

Ces produits *spot* et *futures*, simples et directs, comportent un risque. Ils peuvent conduire une entreprise à acheter un bien à un prix plus élevé que le prix de marché effectif auquel elle aurait pu prétendre en effectuant ladite transaction un an plus tard. C'est le risque de marché. Nous pourrions ainsi être tentés par un instrument un peu plus complexe : un produit dérivé sur le baril d'essence. Cette option d'achat fonctionne comme une assurance en garantissant la possibilité d'acheter ce baril dans un an à un prix décidé aujourd'hui, mais uniquement si le baril est effectivement plus cher que ce prix déterminé à l'avance. Si le prix du baril baisse un an plus tard, nous préférons l'acheter directement sur le moment. Ce *call*¹⁴ s'estime en général dans

une fourchette allant de 0 et 10 % du prix de l'actif¹⁵. L'assurance réciproque, offrant la possibilité de vendre plus tard à un prix décidé à l'avance s'appelle un *put* et ces instruments financiers constituent la base de ce qu'on appelle le marché des produits dérivés.

Si ces instruments sont plus complexes et peuvent être utilisés pour faire des paris sur l'avenir de manière purement spéculative, il s'agit surtout de couvrir un besoin économique bien réel pour les entreprises. Du point de vue du chef d'entreprise qui cherche à étendre ses activités dans un pays qui n'utilise pas la même devise, il peut en effet être salutaire d'acheter des options garantissant un taux de change fixe dans le futur. Ainsi, il n'aura pas à s'improviser trader sur le marché de change, en plus de devoir gérer son affaire et son véritable métier.

De la même façon, notre professionnel du transport ou de la livraison dont l'activité principale est l'acheminement de biens ou de personnes reste tributaire des cours du pétrole. Ses activités – ses revenus et ses besoins en trésorerie, notamment – peuvent prendre un tournant très différent selon qu'il paye son litre d'essence 1 ou 2 euros compte tenu des volumes de carburant nécessaires à son activité. S'il ne veut pas transformer son business d'acheminement en négoce de barils, il peut être intéressé par l'achat de l'option décrite plus haut, afin de geler les prix et de se concentrer sur son cœur de métier : le transport.

C'est l'une des principales activités des grandes banques d'investissement modernes : proposer à des investisseurs, généralement de grandes entreprises, des produits financiers les aidant à gérer leurs affaires. Lorsqu'elle vend un tel produit, la banque facture le coût de la gestion du risque financier induit par l'instrument à la place du client. Dès lors, puisqu'il y a une incertitude, une vue de l'avenir est nécessaire :

14. Option d'achat.

15. L'actif sous-jacent est l'actif sur lequel porte une option ou plus largement un produit dérivé. Dans notre exemple, l'actif est le baril de pétrole.

il faut modéliser le risque, la sensibilité aux différents facteurs de marché, proposer une stratégie de couverture, et c'est là que les mathématiques interviennent.

L'intérêt du modèle est dans sa proposition de prendre en compte différents risques, d'intégrer l'influence des prix tels qu'ils sont aujourd'hui et tels qu'ils seront demain. L'attrait principal d'un modèle réside dans sa capacité à non seulement estimer ces risques, mais à proposer une manière de les couvrir. La finesse et la rapidité d'exécution de l'algorithme d'estimation du risque sont un vecteur de concurrence entre les différents modèles et les différentes banques. Plus l'estimation est précise, plus le prix du contrat pourra s'affiner. Plus elle est rapide, plus il sera aisé de rafler un contrat à la barbe des concurrents. Si le modèle permet l'accès à une meilleure proposition de stratégie de couverture que celui des voisins, il offre un avantage compétitif certain. On estime aujourd'hui que le temps de calcul informatique alloué à la finance est supérieur à celui de l'armée ou de l'aviation...

Les produits dérivés font entrer les ingénieurs en salle de marché. Appelés *quants*, ceux-ci exercent une profession restée longtemps très française. On évoquait en 2006 le ratio d'un *quant* français sur trois dans le monde¹⁶, phénomène soutenu par les grandes écoles et la création de masters spécialisés. Si les ingénieurs pullulent désormais sur le *trading floor*¹⁷, tout le monde n'est pas très à l'aise avec ces produits, y compris parfois les traders eux-mêmes.

Au pic de la crise, les produits dérivés étaient devenus tellement populaires et incontournables que tout le monde s'y mettait. Des traders *old school*, habitués aux transactions *spot*, se sont retrouvés propulsés sur des *desks*¹⁸ traitant des produits dérivés, tout en gardant l'aversion

pour les mathématiques qu'ils avaient au lycée. La demande était si forte que les banquiers ont massivement vendu des produits dérivés sans toujours savoir ce qu'ils faisaient – c'est-à-dire sans vraiment chercher à évaluer intelligemment les risques ou à élaborer des stratégies de couverture. Cheffe du *risk management* et codirectrice de la branche européenne de l'International Swaps and Derivatives Association (ISDA)¹⁹ de 1999 à 2007, Emmanuelle Sebton connaît bien cette problématique :

À l'origine, les banques sont faites pour servir l'économie réelle. Au départ, il y avait une demande naturelle pour des produits dérivés, par des entreprises qui étaient exposées aux taux de change, et qui avaient besoin de se couvrir. C'était ça l'idée, et pas autre chose. Et une déconnexion s'est opérée entre les besoins réels en produits dérivés et les produits dérivés échangés entre les banques elles-mêmes, pour de nombreuses raisons, comme le *prop trading* notamment, lorsque les banques peuvent spéculer pour leur propre compte plutôt que de représenter un client. Le développement de dérivés comme la titrisation²⁰, qui ont conduit les banques à inventer de nouveaux produits, de nouveaux risques qu'il a fallu couvrir, et ce, par la création de produits dérivés très complexes... tout cela a, de façon artificielle, fait croître le marché des dérivés. Ce que les régulateurs ont tenté de faire, en s'attaquant à la cause – il n'y a aujourd'hui plus de titrisation, ou en tout cas il y en a beaucoup moins –, c'est de dégonfler la baudruche, la bulle des dérivés. De refocaliser les dérivés sur des choses essentielles en les rendant suffisamment coûteux pour que l'on ne fasse pas du dérivé juste pour se faire une petite marge. À l'époque des

16. Annie Kahn, « Nicole El Karoui, la boss des maths », *Le Monde*, 15 mai 2006.

17. Salle de marché.

18. Le *trading desk* est un bureau (« desk » en anglais) où ont lieu les achats et ventes de titres.

19. L'ISDA est une association bien connue du secteur financier. Pour une raison simple : impossible d'acheter ou de vendre des produits dérivés, ou encore d'entrer dans des contrats de *swap*, sans le sésame délivré par cette association, le fameux ISDA Master Agreement. En effet, l'ISDA fournit les contrats standard et le support légal pour quantité de produits financiers, notamment les CDS – nous reviendrons sur ces produits sulfureux plus tard.

20. Technique financière qui consiste à transférer à des investisseurs des créances (par exemple des factures émises non soldées ou des prêts en cours) en les transformant en titres financiers émis sur le marché.

subprimes, on avait perdu la notion de risque. Certains de ces produits étaient devenus des *cash cards*²¹. On ne voyait plus que le bénéfice. Et on ne voyait plus le risque car le marché était tellement liquide qu'on pensait pouvoir couper la position à temps²² si le besoin se présentait. On ne va pas étudier le risque associé aux produits, cela coûte trop cher, compte tenu de la durée d'exposition au produit, puisqu'on se les achetait et revendait à grande vitesse, donc ça n'avait pas de sens. Jusqu'à ce que cela devienne une patate chaude. On délègue le risque aux agences de notation. On se dit qu'elles savent faire...

LES PRODUITS DÉRIVÉS POSENT-ILS PROBLÈME ?

Les produits dérivés sont donc problématiques quand ils sont conjugués à la spéculation. C'est précisément l'un des nœuds de la crise : lorsque certains investisseurs ont commencé à réaliser que les obligations qu'ils avaient achetées étaient adossées à des prêts immobiliers très risqués et que le vent pouvait très vite tourner, ils ont cherché à s'assurer contre ce risque. Quelques assureurs de l'époque se sont risqués à proposer des contrats d'assurance permettant d'obtenir une prime en cas de défaut de paiement sur ces obligations risquées : c'est ce qu'on appelle des CDS, pour *credit default swaps* – littéralement « échanges du risque de défaut de crédit ». Ces produits dérivés se déclenchent sur un événement de crédit (défaut de paiement) et permettent donc de couvrir la défaillance d'un produit sous-jacent. Ainsi, si les prêts hypothécaires venaient à ne pas être remboursés, le CDS couvrirait les pertes. Jusque-là, nous sommes toujours dans le cadre d'un besoin motivé par un risque réel.

21. Expression signifiant ici que ces instruments étaient devenus très rentables et populaires.

22. Revendre ses actifs avant qu'ils aient à payer un coupon ou une prime de risque.

Le problème avec cette transaction, et contrairement à un contrat d'assurance classique, c'est qu'il n'est pas nécessaire de posséder l'obligation à protéger pour acheter un CDS. Cela revient à pouvoir souscrire à un contrat d'assurance sur la voiture du voisin et à attendre, voire à espérer que celle-ci tombe en panne ou subisse un accident pour toucher la prime.

Utilisé tel quel, le CDS n'est ni plus ni moins qu'un produit de spéculation, permettant de parier sur le défaut d'un actif de référence. Dans le cas de la crise des subprimes, il s'agissait de parier sur la chute des prêts immobiliers, alors même que ceux-ci étaient très risqués et donc cette possibilité loin d'être improbable, l'emballement du marché précipitant cette éventualité. C'est aussi une belle démonstration de l'effet levier des produits dérivés : pour une obligation risquée vendue peuvent se vendre plusieurs CDS sur celle-ci. Ainsi, sentant le vent tourner, les grandes banques d'investissement américaines ont massivement parié contre les obligations risquées attachées aux subprimes, conscientes de leur piètre qualité, en achetant plusieurs milliards de CDS tout en continuant de vendre ces obligations à tour de bras auprès des investisseurs, ce, avec la complicité des agences de notation qui les gratifiaient du fameux triple A – la note maximale désignant un investissement sans risque.

La spirale est infernale : alors que, dans une transaction hypothécaire classique, le prêteur s'attend à ce que l'emprunteur rembourse sa dette, et peut utiliser le bien immobilier comme collatéral²³ en cas de défaut sur cette dette, ici le montage est tel que l'on a préféré déléguer ce risque à une compagnie d'assurances. En vendant ces CDS, l'assureur, contrairement au prêteur, ne dispose d'aucun collatéral pour payer le risque...

23. Garantie servant à couvrir le risque de crédit lors d'opérations financières dans le cas où le bénéficiaire de ce dernier ne pourrait pas satisfaire ses obligations de paiement.

On entrevoit l'autre problème posé par ce montage : alors que, classiquement, on prête à des clients sur la base de leur capacité de remboursement, avec les subprimes, la capacité du client à rembourser la dette n'a plus d'importance, puisque le risque financier est délégué au vendeur du CDS. L'inévitable s'est produit puisque le principal vendeur de ces CDS, American International Group, mieux connu sous le nom d'AIG, a fait faillite lorsqu'il a fallu honorer les paiements des CDS et a dû être sauvé par le gouvernement américain.

Produits sulfureux, les CDS ont aussi fait scandale pour leur rôle dans la crise de la dette de la zone euro depuis 2011, puisque, cette fois encore, ces instruments permettent de parier sur le défaut de paiement et donc, *in fine*, sur la faillite d'un pays. Ce jeu est dangereux, puisque ce sont les États qui se portent garants des banques en cas de force majeure. Les affaiblir de la sorte nuit directement à la stabilité financière.

Le problème avec les produits dérivés réside donc dans leur utilisation. En tant qu'assurance d'une transaction financière réelle, ils aident véritablement à réduire le risque pour un investisseur classique. En tant qu'instrument de spéculation, ils sont très dangereux. Ce problème ne pourra se régler qu'avec une régulation plus contraignante, jusqu'à peut-être interdire l'achat de contrats dérivés en l'absence de possession de l'actif sous-jacent.

LE TRADING FLOOR COMME VOUS NE L'AVEZ JAMAIS VU

Le *trading floor* fourmille du matin au soir. Version ultime de l'open space, les rangées de bureaux s'étendent sur plusieurs dizaines de mètres, sans aucune cloison, souvent de manière uniforme. Aucune cloison mais un peu d'intimité : sur chaque bureau, plusieurs ordinateurs et autant d'écrans, quatre, huit, parfois douze, formant de véritables petites forteresses de cristaux liquides. On pourrait s'imaginer une étendue grise et froide de bureaux alignés dans une salle gigantesque sortie d'un décor de *Metropolis*, mais ce serait oublier l'exubérance de certains traders. À la classique photo de famille et aux bibelots, mugs, cafetières et ventilateurs USB s'ajoutent les différents buzzers, alarmes et vuvuzelas potaches activés lorsqu'un gros deal vient d'être validé, et dont le manque de finesse n'a que le charme de briser la monotonie et d'apporter une certaine distance face aux enjeux et aux montants brassés.

Si les traders restent très souvent vissés à leur chaise de bureau, les yeux rivés aux murs d'écrans, les mains sur le clavier multicolore Bloomberg ou sur le combiné téléphonique, les vendeurs, eux, circulent pour proposer les prochains deals, convaincre les traders de donner leur meilleur prix, avant de laisser place aux employés du *middle office*, responsable du *booking*²⁴ de ces nouveaux contrats et des autres processus plus opérationnels.

24. Validation contractuelle des transactions.

Quand les marchés ferment, la tension ne retombe pas. C'est l'heure de calculer les profits et pertes de la journée. L'occasion d'évaluer tous les risques et prix des *books*²⁵, de les graver dans le marbre pour validation auprès des équipes de risque et de contrôle. Une opération peut prendre un peu de temps, surtout sur les produits les plus exotiques, demandant une importante puissance de calcul pour simuler les modèles. Et même après 18 heures, il n'est pas rare de voir s'agiter les *quants*, profitant de l'absence des incessantes sonneries de téléphone et d'interlocuteurs aux oreilles devenues plus attentives, ne cherchant plus à *multitasker*²⁶, pour enfin pouvoir discuter stratégie avec les traders, pour estimer leurs nouveaux besoins sur les projets et modèles sur lesquels travailler, ou produire des rustines sur les modèles existants qui se seraient vus confrontés à des conditions de marché peu propices à une convergence mathématique en bonne et due forme...

Débarquer dans le monde de la finance sans y connaître personne, en se laissant guider par un instinct empreint de naïveté, réserve quelques surprises. J'y ai découvert et côtoyé quelques cyniques, ceux que l'on s'imagine très facilement sans connaître le milieu. Ceux qui en arrivent à parier sur le Brexit ou contre la dette de leur propre pays pour engranger des gains à court terme. Ceux qui ont parié très tôt sur une chute du marché des subprimes, sachant très bien que celle-ci entraînerait avec elle l'économie tout entière. Ou encore ceux qui lancent des collectes non pas pour une œuvre caritative, mais pour aider d'anciens collègues rattrapés par la justice, comme les responsables du scandale de la manipulation des taux Libor²⁷ qui suscitent un élan de

25. Portefeuille d'actifs.

26. Anglicisme. Faire plusieurs choses à la fois.

27. Le Libor est un taux de référence du marché des prêts interbancaires, calculé comme la moyenne des taux que, d'après les principales banques, les autres banques leur demanderaient pour qu'elles leur prêtent de l'argent. Chaque jour, les banques les plus importantes soumettent leur réponse à ce « sondage ». Durant la crise des subprimes, certaines banques ont sous-évalué dans leur réponse le

solidarité morbide parce qu'ils seraient injustement condamnés par une justice uniquement motivée par la recherche d'un bouc émissaire.

Le portrait est suffisamment à charge pour que j'en rajoute. Sans tomber dans un fatalisme nihiliste, force est de reconnaître que ces comportements ne sont pas propres à la finance. Ils se retrouvent tout autant en politique, dans le sport, dans beaucoup d'entreprises, dans nos entourages proches ou distants, parfois dans nos familles. L'existence même de ces cyniques est finalement une question ontologique. S'en prendre à un milieu en particulier, c'est assurément blâmer le thermomètre pour la fièvre. Pourtant, il est clair que la profession doit et peut changer. Cela ne se fera que par une prise de conscience collective. Les comportements d'une minorité ne doivent pas valoir pour le tout, et c'est à la majorité silencieuse de faire pression, de montrer son ras-le-bol, d'exprimer son désaccord avec des pratiques d'un autre âge. Ce qui frappe surtout, ce ne sont pas ces quelques cyniques, mais bien la grande majorité des « irresponsables » au sens le plus pur du terme, ces employés sybarites qui vivent dans une bulle et ne prennent pas la mesure des conséquences de leurs actes. Se cachant derrière des tâches très précises, derrière des formules, ils n'ont tout simplement pas conscience d'être une cheville ouvrière d'un système qui a conduit à la crise, et qui amplifie les inégalités entre les peuples, participant à la crise de confiance de notre époque.

Ce manque de curiosité se révèle souvent très vite, dès l'entrée dans le milieu. Dans ma carrière, j'ai eu l'occasion de mener de nombreux entretiens d'embauche avec des personnes expérimentées comme avec des jeunes sortis d'école voulant rejoindre la salle de marché afin d'apporter du sang neuf dans mon équipe. Vous trouverez de nombreux

taux auquel elles pouvaient réellement emprunter dans le but de cacher les difficultés de financement auxquelles elles faisaient face. Pour mettre fin à des enquêtes des régulateurs, certaines banques comme UBS en 2011 ou Barclays en 2012 révèlent aux autorités cette manipulation.

livres compilant les questions préférées des banquiers, pour s'entraîner aux entretiens codifiés de la finance. Des questions générales sur la finance, les produits, les marchés, mais aussi et surtout des énigmes, les fameux *brain teasers* censés attester la logique du candidat – un incontournable qui perd tout son intérêt à partir du moment où les candidats bien souvent les apprennent par cœur avant les entretiens, et se liquéfient s'ils ont le malheur de tomber sur une question un peu originale. Voici la question que je pose toujours en entretien : « *What have you done, in the past year or so, to get a grasp of what is happening in the wider world?* » (Qu'avez-vous fait, dans l'année qui vient de s'écouler, pour comprendre ce qui se passe dans le monde ?) La question décontenance. À chaque fois que je l'ai posée, on m'a demandé de la répéter plusieurs fois. Forcément : est-ce vraiment le genre de question que l'on attend d'un banquier ?

Les réponses sont décevantes. Au mieux, les candidats me répondent qu'ils lisent régulièrement le *Financial Times*, le célèbre quotidien référence de la finance. Ce que j'entrevois dans cette réponse, c'est l'opportunité saisie par le candidat non pas de répondre à la question, mais de se valoriser en collant une référence connue du milieu qu'il convoite. Si lire la presse pour comprendre ce qui se passe dans le monde est une réponse recevable, le *Financial Times* n'est certainement pas la revue la plus *wider world*. En creusant un peu la question, en mettant les candidats sur la piste du lien vers la société dans son sens le plus large, j'arrive parfois à faire dire à un candidat qu'il a participé à un marathon trois ou cinq ans plus tôt afin de collecter des fonds pour une cause quelconque, marathon souvent organisé par une banque. En réalité, de nombreux aspirants banquiers cherchent à coller à l'image qu'ils ont de la profession, ce qui explique la pauvreté des réponses, et ce, même chez les rares candidats qui font du bénévolat mais ne songent même pas à l'évoquer, convaincus qu'il vaut

mieux expliquer qu'ils sont passionnés par les marchés et programment des algorithmes de trading le week-end plutôt que d'être associés de près ou de loin à une activité sociale.

L'engagement n'est pas le fort des employés de la City. Si les pratiques changent, c'est bien de force, des suites des scandales de triche, d'amendes records – plus de 200 milliards d'euros d'amendes²⁸ ont été infligés au milieu bancaire depuis la crise de 2008, du jamais vu –, autant d'éléments qui conduisent à la mauvaise presse bien justifiée du secteur et à ses efforts pour retrouver une image positive, grâce à la pression de l'opinion publique. Alors directeur général du Fonds monétaire international, Dominique Strauss-Kahn explique en 2009 que les banques ne demandent qu'à être régulées²⁹. Elles ne le feront que si l'impulsion vient d'en haut, si les règles sont les mêmes pour tous, afin de ne pas perdre un avantage compétitif. Dans nos banques, combien de cadres peu convaincus par le bénévolat et les associations caritatives s'engagent quelques jours par an envers la communauté afin de pouvoir valoriser cet acte charitable pour obtenir une promotion de *partner* ou de *managing director* ? Reconnaissons-le sans déplaisir : avec ou sans cynisme, les choses bougent.

La crise a donc donné lieu aux amendes les plus importantes depuis une dizaine d'années. Est-ce le signe que les banques sont plus corrompues qu'avant (peut-être ?) ou qu'elles sont enfin placées devant leurs responsabilités (enfin !) ? Si nous voulons vraiment construire une finance qui marche pour tous, il ne faut surtout pas relâcher nos efforts, qui commencent à porter leurs fruits. Depuis ces scandales, depuis les amendes, des choses ont changé. La transparence financière s'améliore, tout comme la lutte contre l'évasion fiscale. Depuis l'instauration de

28. Mathilde Damgé, « Depuis la crise, 200 milliards d'euros d'amende pour les banques et le début d'un "effet Trump" ? », *Le Monde*, 7 juillet 2017.

29. Voir son interview dans le film documentaire de Charles Ferguson, *Inside Job* (2010).

l'Union bancaire³⁰ en 2014, des crises ont été évitées, et l'argent du contribuable préservé. Beaucoup reste à faire, évidemment. Il faudra du temps – ainsi que de la persévérance de la part des acteurs concernés – pour que les pratiques changent, mais aussi pour que l'opinion en prenne conscience. Le sujet est technique, souvent cryptique, et assurément impopulaire. Il n'est d'ailleurs pas simple à vulgariser. L'ONG Finance Watch, par exemple, accomplit un travail salubre de vulgarisation, soulignant la difficulté que représente le traitement de ce sujet à destination du plus grand nombre. C'est pourtant la condition *sine qua non* pour rapprocher le banquier et le citoyen.

UN MONDE D'ÉCART(S)

La scène se déroule un vendredi soir de septembre, dans le restaurant du célèbre chef japonais Nobu Matsuhisa à Londres, sur Berkeley Street dans le quartier huppé de Mayfair. Le chef d'une petite équipe de *trading delta one*³¹ est de sortie avec quelques-uns de ses collègues, dont le chef d'une équipe de trading dérivés actions³², quelques vendeurs et des juniors de l'équipe. Après une semaine plutôt bonne pour les affaires, vient l'heure de la relâche. Les verres de saké succèdent aux sushis raffinés. L'ambiance est festive, le chef Nobu est de passage à Londres et joue le jeu des selfies avec les clients. Un DJ enchaîne les morceaux *lounge* rappelant l'ambiance des bars de la rue Saint-Honoré à Paris. L'apéritif devient dîner, la soirée s'enfonce dans

30. Système de surveillance des banques et de résolution de leurs défaillances mis en place au niveau de l'Union européenne et soumis à des règles uniformes dans l'ensemble de l'UE.

31. Activité concernant les produits dérivés dont le prix varie à peu près à la même amplitude que son sous-jacent.

32. Activité des produits dérivés sur le marché des actions.

la nuit. Alcool aidant, la rivalité entre les différents *desks* fait quelques étincelles et dépasse désormais le cadre de la salle de marché. Sur fond de combat de coqs, le boss du *desk delta one* lance un défi à son homologue des dérivés actions : il est certain qu'il peut réussir à improviser une soirée inoubliable avant lui, sur un simple coup de fil.

Pari tenu. Le trader appelle son broker préféré. C'est là l'un des secrets les moins bien gardés du trading : les brokers se plient en quatre pour les traders, sans qui ils ne pourraient pas travailler. Le broker – courtier en français –, c'est l'intermédiaire qui met en relation les acheteurs et les vendeurs. Il prend une petite commission à chaque transaction. Il n'a donc que peu d'intérêt à ce que le marché soit à la hausse ou à la baisse : le gagne-pain du broker, ce sont les volumes. Plus il y a d'activités, plus il y a de traders sur sa plateforme, plus le broker en profite. Alors, forcément, l'une des activités principales du broker, c'est de s'assurer que le trader est content. Quelques caisses de champagne à Noël, des tickets pour Wimbledon... et les fameuses soirées brokers :

– *Long time no speak!*³³ J'ai l'occasion de te présenter le boss des dérivés actions si tu nous organises une petite soirée !

– *Sounds good!*³⁴ Combien ?

– 5 000 ?

– *Deal.* Je te retrouve devant le Mayfair Club dans 45 minutes.

La conversation est étonnamment courte, quasi cryptique. C'est qu'elle est très habituelle. Sorti du lit pour un caprice de client avec l'espoir d'étendre son carnet d'adresses, le broker va appeler quelques collègues et sortir nos amis traders afin de les « arroser » à hauteur de 5 000 livres.

33. Ça fait un bail !

34. Ça m'a l'air bien !

Deux taxis pour se déplacer du restaurant vers le club plus tard, nos golden boys retrouvent devant l'entrée leur broker, qui les attend avec son promoteur, prêt à faire entrer tout ce beau monde sans passer par la file d'attente direction le carré VIP. Sur la table, un magnum de Grey Goose entouré de Red Bull est mis en valeur par des feux de Bengale. De quoi se mettre dans l'ambiance avant que les serveuses et danseuses ne viennent apporter deux jéroboams de Dom Pérignon à nos grands garçons (c'est un monde très masculin) décidément gâtés. Seulement voilà, les *connoisseurs* et autres *party harders* le savent, le Mayfair Club n'est certainement pas le club le plus *select* de la place londonienne, et la débauche de moyens ne convainc pas nos banquiers, déjà blasés par toutes ces soirées qui se suivent et se ressemblent. C'est ainsi que, sur les coups de 2 heures du matin, une folle envie de nager prend le chef delta one. Il se dirige vers le broker qui ne sait pas trop quoi faire pour contenter ses clients. Où trouver une piscine ouverte à cette heure ? Notre groupe se traîne jusqu'à l'hôtel le plus proche, afin de négocier pour utiliser la piscine, ce qui leur sera refusé.

– L'usage de la piscine est strictement réservé à nos clients, Monsieur.

– Quelle est votre chambre la plus chère ?

– La suite royale, à 1 700 livres, Monsieur.

D'un geste agacé, le banquier jette sa carte Platinum à la figure du pauvre réceptionniste, qui encaisse avant d'apporter des serviettes propres. Il suffira de quelques longueurs pour que nos professionnels de la finance, ravis, décudent un peu. La réussite d'une soirée tient parfois à peu de chose.

LA CRISE DES SUBPRIMES DE L'INTÉRIEUR

Les banquiers de ma génération ont connu la crise des subprimes de l'intérieur. Stagiaires curieux ou étudiants sur le point de commencer une carrière dans la banque, nous venions alors tout juste d'être embauchés. Ma génération a été témoin d'un choc historique. Elle a eu la possibilité de vivre un phénomène rare qui s'est déroulé devant ses yeux, qui a servi d'objet d'étude et de sujet de dissertation aux étudiants de ces années-là. Cette crise, c'est un sujet que ma génération connaît bien. Elle ne l'a pourtant pas causée. Elle en a subi les conséquences, elle doit en retenir toutes les leçons et ne pas répéter les mêmes erreurs. Elle doit en profiter pour questionner les vieilles pratiques. Et surtout ne pas se dire que tout cela est loin et que tout a déjà changé, que cela ne se reproduira plus.

Cette crise est en réalité la conjonction de plusieurs crises reliées entre elles par une financiarisation excessive. Comme toutes les crises, elle tire son origine d'un emballement collectif : la découverte supposée d'un arbitrage, un moyen facile d'obtenir un retour sur investissement plus intéressant que la moyenne. Par effet moutonnier, beaucoup s'engouffrent dans la brèche. La forte demande pousse à une offre déraisonnable, avec des produits financiers dangereux, déconnectés de la réalité économique sur laquelle ils se basent, jusqu'à l'explosion de la bulle. Ce schéma classique est exactement celui qui a conduit à la crise de 2008.

Avant d'être une crise financière mondiale, cette crise est d'abord économique. Le marché des subprimes, ces prêts risqués – qui peuvent

être des hypothèques, des cartes de crédit, des baux de voitures – accordés à une clientèle peu solvable ou à l'historique de crédit difficile, a explosé. Les prêts immobiliers, généralement accordés à une clientèle solvable, disposant de nombreuses garanties, ne rapportent pas grand-chose, surtout que les taux directeurs sont bas. Avec ces subprimes, les emprunteurs à risque, jusqu'alors exclus du marché du crédit immobilier, peuvent contracter un emprunt immobilier contre un taux d'intérêt variable indexé généralement sur le taux directeur de la Réserve fédérale des États-Unis, la FED. Ce prêt est évidemment majoré d'une prime de risque très élevée. Les prêteurs y voient l'occasion d'avoir de meilleurs retours et de dynamiser un marché stagnant en étendant l'horizon de leur clientèle.

Ce boom de l'accession à la propriété donne des ailes au marché de la construction immobilière. Des milliers de pavillons, des centaines de petites banlieues fleurissent aux États-Unis. L'emploi, la croissance prennent des couleurs – l'inflation aussi. La FED se voit obligée d'augmenter les taux directeurs pour coller à cette montée inflationniste. Des milliers d'emprunteurs se retrouvent étranglés par les mensualités qui explosent, conséquence des taux flottants de ces subprimes. Beaucoup ne peuvent plus payer. Des maisons sont saisies, des quartiers se vident et se déprécient – une maison barricadée, inhabitée dans sa rue fait toujours mauvais genre : le château de cartes s'écroule et les prix de l'immobilier chutent drastiquement. La bulle de crédit a créé une bulle immobilière, l'éclatement de la première a conduit à l'éclatement de la seconde. La crise est avant tout une crise économique américaine.

Les CDO, pour *collateralized debt obligations*, littéralement « obligations adossées à des actifs », sont le moyen pour les banques d'investissement d'agréger ces prêts immobiliers risqués de manière opaque, en les mélangeant avec quelques actifs moins risqués. Les investisseurs

s'y intéressent, car l'immobilier est connu pour être une valeur refuge. Les retours sur investissements sont excellents puisque les emprunteurs, peu solvables, sont saignés à blanc avec des taux très élevés. Il n'y a aucune raison pour que seuls les courtiers en prêts immobiliers en profitent ! Des centaines de milliers de prêts de personnes modestes se retrouvent possédés par des investisseurs partout dans le monde. Et en cas de problème, ces investisseurs peuvent toujours se protéger en achetant des CDS. Des assureurs sont prêts à les vendre pour une bouchée de pain : qui parierait sur un écroulement du marché immobilier américain ? La financiarisation des subprimes est une des causes de la propagation de la crise dans le monde entier. La crise de crédit devenue crise immobilière se transforme en crise financière. Son champ d'impact dépasse désormais largement les États-Unis. La recette est explosive. La crise est mondiale et tout le monde va payer.

On se souvient des *banksters*³⁵ appelés à témoigner dans les commissions d'enquête. Des e-mails où les traders et vendeurs peu scrupuleux affirmaient, explicitement, « vendre de la merde » : des CDO pourries, des CDS qui exploseront à terme. Ce dont on a moins parlé, c'est tous ces banquiers qui travaillaient ou non du côté du *front office* et qui n'avaient aucune idée de ce qui se passait vraiment avec les subprimes aux États-Unis. Même au cœur de la salle de marché, la chute de Lehman Brothers fut un choc inattendu qui resterait à jamais gravé dans les mémoires. J'ai pu interroger des professionnels de la finance, sous couvert d'anonymat. L'un d'eux raconte :

Je me souviens très bien de ce que je faisais le 15 septembre 2008³⁶. J'étais à mon bureau, je faisais mon travail habituel pour les traders.

35. Contraction de banquier et gangster.

36. Jour de la faillite de la banque d'investissement Lehman Brothers.

J'étais en train de les aider sur plusieurs *pay-off* [évaluations de prix de contrats], et il y a eu un écran noir. Un silence radio. Plus de réponse de leur part pendant plus de deux heures, alors même qu'ils avaient besoin urgemment de réponses, de support.

C'est un signe qui ne trompe pas : en salle de marché, tout va très vite, et les traders en quête d'assistance n'hésitent pas à insister lourdement pour que tout soit résolu très vite.

Cela va même plus loin. J'avais un voyage de travail prévu pour Singapour, deux ou trois jours après la faillite de Lehman. Une fois sur place, j'ai constaté ce qui se passait dans la salle de marché. C'était surréaliste. L'image que j'ai, c'est celle de plusieurs petits volcans... Ou même de ce fameux jeu de la taupe, le "Whack-A-Mole", où il faut frapper avec un marteau en plastique sur des têtes de taupes qui surgissent de différents trous... Elles sortaient de plus en plus vite. Tu n'y arrivais jamais, au bout d'un moment tu étais forcément dépassé, il y en avait trop qui sortaient. Dans tous les sens. Je n'ai pas pu rencontrer grand monde lors de mon passage à Singapour, contrairement à ce qui était prévu. Les mecs étaient complètement dépassés. Ça courait dans tous les sens.

La panique avait atteint tous les business : il fallait absolument savoir si Lehman était la contrepartie³⁷ de certains contrats, et évaluer les pertes.

Il y avait beaucoup de deals qui dépendaient de Lehman. La question c'était combien, et de savoir comment on pouvait récupérer notre argent, ou au moins une partie. Qu'est-ce qu'il était encore possible de vendre, de quoi il fallait se débarrasser... C'était le chaos total.

Il y a évidemment le professionnel, témoin d'un événement exceptionnel. Mais que se passe-t-il dans la tête de la personne derrière le banquier dans de telles circonstances ? « Je me suis dit qu'il y aurait un avant et un après. »

Pour beaucoup, la crise de 2008 fut la première crise mondiale. Un trader raconte :

Le 15 septembre 2008, j'étais stagiaire pour encore quelques semaines dans une grande banque à Paris. Ce matin-là, mon manager m'a annoncé que j'allais être embauché en CDI, à plein temps, après un stage réussi. Situation assez unique, ce même jour tombait Lehman. Dès lors, il aura fallu plus d'un mois aux ressources humaines pour revenir vers moi avec un contrat... J'avais alors peu d'illusions sur l'issue de mon stage, convaincu que la promesse d'embauche de mon manager allait être rendue caduque par la nouvelle situation financière mondiale. Je m'attendais à ne jamais pouvoir signer. Pourtant, je ne me suis pas dit que les marchés ou la finance allaient s'effondrer. Je n'étais pas inquiet à long terme sur la possibilité de travailler dans la finance un jour. En revanche, pour le court terme, je réfléchissais déjà à me réorienter.

Un ancien collègue témoigne :

Je savais que les crises financières étaient des phénomènes récurrents. J'avais connu aussi la crise de la bulle internet en 2001, mais sa répercussion sur les marchés n'avait rien à voir en termes d'ampleur à celle-là. On parle de sommes supérieures à celles de la crise de 1929. Je ne pensais pas que cette crise créerait une réaction en chaîne – j'ai eu tort, les faillites se sont enchaînées.

Au-delà des faillites, c'est l'incertitude qui a ankylosé les marchés durant de longs mois. Plus personne ne faisait de business avec personne, la confiance était rompue. On ne savait pas si les confrères étaient solvables ou non, et beaucoup ont eu besoin que les gouvernements injectent des capitaux. Dans les semaines précédant le 15 septembre, rien, dans les salles de marché londoniennes, ne laissait penser qu'un événement de ce type allait se produire. Un collègue trader témoigne :

Le seul signe avant-coureur, c'était en août 2007, plus d'un an auparavant, lorsque la BNP a gelé les retraits de ses clients dans trois

37. Partie adverse d'un contrat, personne ou entité avec qui vous contractez une transaction.

de ses fonds à cause d'un manque de liquidité du marché³⁸. Mais ça n'a pas provoqué de nervosité ou d'inquiétude particulière.

Les pouvoirs publics n'ont pas pris toute la mesure de cet événement, réagissant peu aux avertissements et niant qu'une crise se déroulait sous leurs yeux. Dans un entretien qu'elle m'a accordé, la députée européenne Pervenche Berès³⁹ est revenue sur cette séquence :

Le 15 septembre 2008, c'est le lundi de la faillite. Le vendredi 12, j'étais à Nice, pour une réunion informelle de l'ECOFIN⁴⁰. L'ambiance est à la panique. À ce moment, je sais qu'il va se passer quelque chose. Mais pour moi, la crise commence le 7 août 2007, avec les problèmes rencontrés par la BNP, et l'injection de liquidités par la banque centrale. L'histoire commence là, et placer le point d'entrée de la crise au 15 septembre 2008 ne serait pas exact. Le 11 août, j'ai Jean-Claude Trichet [alors président de la Banque centrale européenne, BCE] au téléphone. Je lui dis : « Je sais que la banque centrale ne peut avoir que des rendez-vous fixes, pour ne pas préempter son indépendance ». Il est donc prévu qu'il ne vienne au Parlement européen qu'en octobre, si l'on suit le calendrier. Je lui dis la chose suivante : « En octobre, ce sera trop tard. Parce que la crise est là. » L'audition exceptionnelle a finalement lieu et il est présent le 11 septembre 2007. À la fin de cette audition, je lui dis : « C'est une crise. » Il répond : « *It's a strong correction of the market*⁴¹. » Si vous regardez les auditions, quand il est interrogé sur les marchés immobiliers, notamment irlandais, il dit qu'il y a des bulles... mais pas de crise. J'avais, eu égard aux faits, et par mon sentiment personnel, l'intime conviction que nous entrions dans une crise.

38. La liquidité d'un marché financier représente la capacité à acheter ou à vendre rapidement les actifs qui y sont cotés. Plus un marché est liquide, plus il est aisé, rapide et peu coûteux d'y réaliser des transactions.

39. Députée européenne depuis 1994, Pervenche Berès a notamment présidé la Commission des affaires économiques et monétaires du Parlement européen de 2004 à 2009, puis est devenue rapporteuse de la Commission spéciale sur la crise financière, économique et sociale du Parlement en 2009-2010.

40. La réunion informelle des ministres des Finances et des gouverneurs des banques centrales des pays de l'Union européenne.

41. « Il s'agit d'une forte correction du marché. »

Jean-Claude Trichet n'est pas le seul. De nombreux officiels, surtout du côté américain, ont minimisé l'impact de ce qui se passait déjà en 2007. Pervenche Berès raconte : « Le 19 juillet 2007, je suis aux États-Unis avec une délégation de la commission ECON⁴² pour observer comment le Congrès américain auditionne, notamment Ben Bernanke⁴³, afin d'ajuster notre manière de procéder. Pour voir comment améliorer le dispositif. » Les Américains minimisent. Ils ne veulent pas affoler.

Beaucoup de congressmen dépendent des subprimes dans leurs circonscriptions. Avec la délégation ECON, nous avons l'occasion d'échanger avec Bernanke, nous réalisons que pour lui la dimension internationale du problème n'existe pas. Ni dans les questions des congressmen, ni dans ses réponses.

Pour les Américains, cette crise est leur problème, pas celui des Européens. Pourtant, l'un des responsables de la BNP de l'époque rétrospectivement l'assure : « Nous avons été la première banque internationale à dire que le roi était nu. » « Les courtiers américains étaient aux abonnés absents. Il n'y avait plus de liquidités. Les prix ne voulaient plus rien dire. » Dans ce contexte de marché à sens unique, sans acheteur, impossible de payer les investisseurs désireux de retirer leur argent des fonds liés aux subprimes. Pourtant, à ce moment, l'événement ne touche pas la sphère publique, et la nervosité se cantonne au milieu bancaire.

L'ex-patron de la Northern Rock Adam Applegarth parle même, le 9 août 2007, du « jour où le monde a changé⁴⁴ ». L'établissement bancaire, spécialisé dans les prêts immobiliers au Royaume-Uni, reste

42. La commission parlementaire chargée des questions économiques et monétaires du Parlement européen.

43. Économiste américain, successeur d'Alan Greenspan à la présidence de la Réserve fédérale des États-Unis jusqu'au 31 janvier 2014.

44. Marc Roche, « Nationalisée, Northern Rock n'est pas tirée d'affaire pour autant », *Le Monde*, 8 août 2008.

célèbre pour les nombreuses photos de files d'attente de clients venus retirer leurs économies. Durant tout le mois de septembre 2007, c'est-à-dire quelques semaines seulement après les déboires de la BNP, le prêteur britannique aura vu un flot sortant de liquidités massif – 5 milliards d'épargnes retirés en quatre jours, 10 milliards sur le mois⁴⁵ –, ce qui a forcé le gouvernement à intervenir pour qu'il garde la tête hors de l'eau, ne faisant ainsi que retarder son inexorable faillite.

Aux États-Unis, les grands groupes bancaires ne sont pas épargnés : Citigroup, Merrill Lynch, Bear Stearns... L'administration américaine a dû mouiller le maillot, via des plans de relance, des sauvetages, des fusions de banques... jusqu'à finalement laisser tomber Lehman. Cette faillite devait être un cas d'école, servir de leçon, faire jurisprudence. Plus aucune banque n'était trop grosse pour échouer. Plus aucune banque n'était certaine d'être sauvée par les pouvoirs publics, ce qui créait une situation inédite.

Le week-end précédant le 15 septembre 2008, les hauts fonctionnaires du Trésor américain étaient sereins. Son directeur David McCormick déclarait : « Nous avons bien vérifié les expositions des banques internationales, Lehman n'est pas systémique. Les marchés vont être chahutés deux ou trois jours et tout va rentrer dans l'ordre⁴⁶. » Cette impréparation, ce mauvais diagnostic n'ont fait qu'amplifier l'affolement. Les banques se regardaient en chiens de faïence, sans se faire confiance, sans se prêter les unes aux autres. Un ancien collègue trader raconte :

Deux remarques par rapport au niveau d'impréparation des banques, qui n'ont pas vu venir la faillite du 15 septembre et la situation qui a suivi. Tout d'abord, les managers des banques ne sont pas forcément

connus pour leur capacité d'anticipation. Ils ont des réflexes assez conservateurs, défensifs. Dans leur majorité, ils n'ont pas de vision. Ensuite, les signes avant-coureurs, comme la BNP, sont des symptômes, non des causes de la crise.

Cette impréparation symptomatique fait écho à la faiblesse dès le départ du système financier. La crise de 2008, ce sont aussi des courtiers de prêts immobiliers qui vendent des subprimes comme ils vendraient des tapis. Ils se sont massivement engouffrés dans la brèche, en ne s'acquittant pas de leur responsabilité de sélection des emprunteurs et de vérification de leur solvabilité, du devoir de les informer et de les conseiller. La martingale est simple : plutôt que de prêter à des clients ayant les moyens de payer les mensualités, dans un schéma de crédit classique où le prêteur compte récupérer sa mise et les intérêts de la dette, et peut dans les cas extrêmes saisir le bien immobilier, qui sert de collatéral en cas de défaut de paiement, le prêteur préfère dans ce nouveau paradigme transférer le risque aux marchés financiers par la titrisation. Dès lors, il revend ses prêts immobiliers à des investisseurs financiers partout dans le monde, dans une opacité totale.

45. Source : National Audit Office, équivalent britannique de la Cour des comptes, dans son rapport sur le soutien public de la banque Northern Rock.

46. Éric Albert, Marie Charrel, Claire Guélaud, Isabelle Chaperon, Marie de Vergès et Véronique Chocron, « Septembre 2008, le mois où le système financier a failli s'effondrer », *Le Monde*, 4 juillet 2017.

QUAND LA CRISE S'ÉTEND À L'EURO

En 2012, Mario Draghi, président de la Banque centrale européenne, déclarait : « *We think the euro is irreversible. And it's not an empty word now, because I preceded saying exactly what actions have been made, are being made to make it irreversible. But there is another message I want to tell you. Within our mandate, the ECB is ready to do whatever it takes to preserve the euro. And believe me, it will be enough*⁴⁷. »

WHATEVER IT TAKES

Le ton est solennel. L'atmosphère pesante. Par ces mots prononcés en 2012 à Londres, Mario Draghi envoyait enfin le signal ferme que le banquier central s'apprêtait à intervenir activement pour « sauver » la zone euro. Le vieux continent était en proie depuis plusieurs mois aux fluctuations du marché des dettes souveraines⁴⁸, à l'incertitude économique et au chaos de la récession à la suite des politiques d'austérité et des conditions économiques défavorables. Le symbole est

47. « Nous pensons que l'euro est irrévocable. Et ce ne sont pas des paroles en l'air, parce que j'ai pu précisément lister ce qui a été fait, et ce qui est sur le point d'être fait, pour le rendre irréversible. Mais il y a un autre message que j'aimerais vous adresser. Dans le cadre de notre mandat, la BCE est prête à tout faire pour préserver l'euro. Et croyez-moi, ce sera suffisant. » Extrait du discours de Mario Draghi, président de la Banque centrale européenne, à la Global Investment Conference de Londres en 2012.

48. Le marché de la dette des États, qui permet aux États de se financer sur les marchés financiers.

fort, le banquier central ne jouant pas à domicile. Le discours n'est pas prononcé lors de l'éternelle conférence de presse du jeudi midi au siège de la BCE, mais à Londres, capitale de la finance, devant un parterre de banquiers du secteur privé, à la Global Investment Conference.

Nous sommes le 26 juillet 2012, à la veille du lancement en grande pompe des jeux Olympiques de Londres. Les taux d'intérêt des dettes souveraines de la zone euro déraillent depuis plusieurs mois, échaudés par la série de dégradations des notes de nombreux pays de la zone euro par les agences de notation. De sérieux doutes pèsent sur la Grèce depuis 2009, moment où les socialistes, qui venaient de remporter les élections, ont découvert que le gouvernement conservateur sortant avait menti sur la taille réelle du déficit. Le gouvernement grec a rendu cette information publique et les investisseurs se sont massivement délestés des bons du Trésor grec. Le Fonds monétaire international (FMI) a sauvé les meubles en accordant un prêt à la Grèce en 2010.

La situation économique a continué à se tendre en Europe en 2011 et 2012, particulièrement en Grèce, malgré la restructuration de la dette et le prêt du FMI, car ceux-ci ont été accordés en échange de contreparties – politique d'austérité, réformes économiques – sur lesquelles les Grecs ont reculé. Surtout, les doutes se sont désormais largement propagés à l'Irlande, l'Italie, l'Espagne et au Portugal. Comment expliquer cette contagion ? L'état des comptes publics des pays de la zone euro – dette avoisinant le PIB, déficit non contrôlé – n'est pas une nouvelle donne. On peut se demander alors s'il s'agit véritablement d'une crise de la dette publique.

Parce que la crise de la zone euro fait suite à la crise bancaire de 2008, le doute est permis. En 2008, financièrement parlant, les États sont encore perçus comme immortels. La zone euro se compose de pays jouissant d'économies avancées, solides, dont plusieurs se placent dans le top dix mondial. Dans les esprits, la probabilité d'observer la faillite

d'un pays reste bien inférieure que pour une banque – la faillite de Lehman Brothers faisant jurisprudence. Et même si personne n'a jamais vraiment rien promis de tel, ou évoqué explicitement cette possibilité, tout le monde s'en est persuadé : les économies modernes ne peuvent pas faire défaut. Et dès lors, les États constituent la garantie absolue, notamment lorsqu'ils montent au capital des banques. Ces milliards injectés par les États relancent la machine infernale, et lient encore un peu plus le destin des banques et des États.

Si en 2012, lorsque Mario Draghi prononce son discours, le secteur bancaire est encore fébrile, la peur a changé de camp : ce ne sont plus les grandes banques qui inquiètent les investisseurs, mais les États. En 2010, les États membres de l'Union ont montré les premiers signes de non-garantie des créances souveraines et remis en cause le sacro-saint principe : les dettes ne seront plus nécessairement garanties sans condition. Lors du sommet de Deauville en octobre 2010, organisé par la France et l'Allemagne, le débat de la restructuration des dettes publiques de la zone euro est relancé, au grand dam de la BCE. Le défaut de paiement d'un pays de la zone euro n'est plus exclu. Alors évidemment, du point de vue technique, les banques non plus ne sont plus tout à fait à l'abri. Le roi est nu. L'engagement financier pris par les États de la zone euro pour garantir les créances des banques n'est plus si garanti que cela. C'est une fois encore la question de la confiance qui est au centre des inquiétudes, déficit de confiance qui enclenche la propagation des problèmes de la Grèce vers le reste de la zone euro, notamment l'Irlande, qui se voit dans l'obligation de solliciter l'aide de l'Europe fin 2010. Parce que la possibilité d'un défaut de paiement d'un pays de la zone euro n'est plus une hypothèse fantasque, elle devient une prophétie autoréalisatrice.

Ce qui inquiète aussi du point de vue économique, et plus particulièrement en 2012, c'est la capacité des États membres de

l'Union européenne à réagir. Les différentes interventions en Grèce ne convainquent pas les marchés – les investisseurs subissent plusieurs *haircuts*⁴⁹ et le FMI émet des doutes sur la capacité même de rattraper le coup sans véritable faillite du pays. La cacophonie est amplifiée par la Grèce, qui n'a pas tenu toutes les promesses faites à ses partenaires. Les États européens n'ont plus confiance et envisagent de sortir la Grèce de la zone euro. Ce scénario fait beaucoup de bruit. Alors les marchés doutent, puis s'emballent. L'Europe n'a pas assez d'armes à sa disposition, n'a pas tous les leviers nécessaires pour se confronter à une nouvelle crise bancaire. Elle n'a pas encore fait ses preuves pour gérer pareille situation sur le plan des dettes publiques : c'est la double faute. En outre, le manque d'unité des États membres est le principal facteur incriminant, puisqu'il suffit du désaccord d'un acteur européen majeur ou de tergiversations quelconques pour immobiliser un plan d'action. Jusqu'alors, la zone euro s'est montrée incapable d'être solidaire et d'agir de manière mutualisée. Toutefois, l'urgence guette : sur les marchés, tout va toujours très vite. La contagion se poursuit depuis plusieurs mois. Le problème n'est plus la Grèce, l'Irlande ou le Portugal. Le problème, c'est l'euro. Alors la BCE compense et se retrouve à jouer un rôle plus important que prévu. Elle est alors la seule à vraiment pouvoir agir rapidement.

Cependant, tout le crédit n'est pas à attribuer à la BCE. Les discussions pour la création de l'Union bancaire commencent en 2012. Celle-ci va enfin permettre à l'Union européenne de se doter d'outils à l'échelle européenne. Jusque-là, les problèmes sont en effet traités à l'échelle nationale, alors que depuis longtemps les grands groupes bancaires dépassent largement les frontières. En outre, en mettant en place en 2014 un mécanisme de supervision unique et un fonds de

résolution bancaire unique⁵⁰, les Européens remettent enfin en cause le principe d'un renflouement des banques par les fonds publics, pour privilégier le recours aux créanciers et actionnaires des banques, les responsabilisant un peu plus au passage. Ces outils sont salutaires mais encore jeunes, perfectibles et sous-utilisés.

Présentés ainsi, ces outils semblent relever du bon sens. Pourtant, l'Union bancaire est une révolution. Il faut garder à l'esprit que les pratiques de l'ancien monde ont la vie dure. Les banques nationales ont des interdépendances, des liens très forts avec les États. Elles représentent des fleurons de la nation au passé riche. Elles ont financé les révolutions industrielles, les campagnes électorales, participé aux investissements et jouissent d'une bienveillance certaine dans les lieux de pouvoir. Sans cette crise, rien n'aurait évolué sur ce sujet, et en se dotant de nouveaux outils, l'euro et l'Union européenne s'en sont tirés par le haut.

WE THINK THE EURO IS IRREVERSIBLE

La formule prononcée en 2012 est certes sincère, mais résistera-elle à l'épreuve du temps ? On se souvient notamment de la phase très politique, en 2015, de la crise de l'euro, avec la Grèce comme protagoniste. Dès janvier, l'élection du Premier ministre Alexis Tsipras, issu d'une formation de gauche radicale, crée la surprise. Les événements dégénèrent rapidement et laissent entrevoir un euro pas si irréversible que cela...

49. Décotes de la valeur de leurs investissements, en l'occurrence des bons du Trésor grec.

50. La résolution bancaire vise à prévenir une faillite bancaire et, le cas échéant, à garantir une liquidation ordonnée en protégeant les épargnants et les contribuables. La résolution ordonnée cherche également à prévenir la contagion aux autres établissements et à l'économie réelle.

Dès février, l'Eurogroupe⁵¹ devient le théâtre des coups de menton de Jeroen Dijsselbloem et Wolfgang Schäuble – chantre de l'austérité et personnification de l'intransigeance allemande –, respectivement président de l'Eurogroupe et ministre allemand des Finances à l'époque d'une part, et son confrère grec Yanis Varoufakis d'autre part, dont le style hétérodoxe dérange. La presse et les diplomates de l'Union européenne s'en feront largement écho. À ce moment-là, cela ne fait même pas un mois que le nouveau gouvernement grec est en place.

Le comportement de Wolfgang Schäuble est encouragé d'abord par le manque de confiance de la majorité des partenaires européens envers la Grèce, qui souvent, par le passé, n'a pas tenu les promesses faites lors de précédents accords débloquant des fonds d'urgence. Du nouveau gouvernement grec sont attendus des engagements clairs et tangibles sur des promesses encore vagues de mesures fiscales et réformes profondes. L'Allemand se fait porte-parole de cette tendance rigoriste, qui ne fait que se renforcer au fil des réunions et des plans d'aide, lorsqu'il constate l'incapacité de la Grèce à mener les réformes demandées.

Mais le ministre semble aussi animé par d'autres motifs, peu défendables, cette fois. En 2015, de nombreux diplomates européens rapportent que le ministre allemand des Finances œuvre de nouveau pour une exclusion de la Grèce de la zone euro, scénario qu'il avait déjà envisagé en 2012, poussant pour partie Mario Draghi à prononcer ce fameux discours érigeant un euro « irréversible », afin de démentir les bruits de couloir. Le grand argentier germanique perd son sang-froid : il voit dans le feuilleton grec l'occasion d'enfin en finir, et de faire de cette punition une jurisprudence pour les pays ne respectant pas les

51. Organe informel au sein duquel les ministres des États membres de la zone euro examinent les questions de coordination des politiques économiques et de l'euro.

règles budgétaires, comme l'Italie... ou la France. Pire, l'animosité personnelle entre le ministre allemand et son homologue grec se fait de moins en moins discrète et hypothèque sérieusement les chances d'aboutir à un accord à l'issue des négociations. Des situations tantôt ridicules, tantôt électriques, tendues, qui prêteraient à sourire si les enjeux n'étaient pas aussi dramatiques.

Il est inutile ici de blâmer particulièrement la personne de Wolfgang Schäuble. Il n'est que l'arbre qui cache la forêt : si ce piètre spectacle s'est produit, c'est bien sous le regard complice d'une majorité silencieuse, groupe que le ministre des Finances grec Yanis Varoufakis a cruellement nommé la bande de « groupies⁵² », composée des ministres autrichien, finlandais, letton, lituanien, maltais, portugais, slovaque et slovène, acquiesçant systématiquement à Jeroen Dijsselbloem et Wolfgang Schäuble. Yanis Varoufakis raconte que, lors de la première réunion de l'Eurogroupe à laquelle il assiste en février 2015, ce groupe est allé jusqu'à la menace, lui demandant s'il avait l'intention de faire sortir la Grèce de l'euro. Une menace qui plane constamment jusqu'au référendum grec de l'été 2015⁵³. Wolfgang Schäuble l'avoue lui-même à la rentrée 2015 :

Le fait est que les dix-huit ministres des Finances de la zone euro, si on ne compte pas le ministre grec, étaient tous d'accord pour exiger que la Grèce remplisse les conditions du programme d'aide. C'était indiscutable. Or, la Grèce ne voulait pas les remplir : elle l'a promis à certains moments, mais elle ne l'a pas fait. Et sur le point de savoir si, pour la Grèce, la meilleure solution ne serait pas de sortir de l'euro pour

52. Yanis Varoufakis, *Conversations entre adultes. Dans les coulisses secrètes de l'Europe*, Paris, Les liens qui libèrent, 2017.

53. À la suite de l'échec des négociations de la Grèce avec la Commission européenne, la BCE et le FMI (« la troïka ») pour restructurer la dette publique grecque, un référendum portant sur l'acceptation de la proposition faite par la troïka se tient le 5 juillet 2015 en Grèce. Celle-ci prévoyait une aide financière avec de lourdes contreparties comme l'augmentation des taxes et des réformes du marché du travail. Le non l'emporte avec 61 % des suffrages.

un certain temps [...], quinze ministres des Finances ont partagé cette opinion. Seuls les ministres français, italien et chypriote n'étaient pas sur cette ligne⁵⁴.

Les espoirs de Yanis Varoufakis étaient sans doute démesurés. S'il était nouveau à la table, ce n'était pas le cas de ses partenaires, échaudés par quatre années de discussions, de plans d'aide et de promesses non tenues, ce qui a parfois mis toute la zone euro dans l'embarras. Le Grec ne pouvait espérer la page blanche qu'il demandait, la remise en cause des accords précédents, et que, par-dessus le marché, soit apprécié son style très peu diplomate. Le rapport de force avait déjà un passif. Pourtant, le psychodrame politique n'a pas eu la conclusion que beaucoup craignaient. L'euro a résisté. Comme souvent avec l'Union européenne, on accouche de compromis dans la douleur.

Cette séquence illustre à merveille les incertitudes de la gestion européenne. Celles-ci sont perçues par les marchés, ce qui amplifie le désordre financier. Mais ne soyons pas injustes : la responsabilité de ce désastre incombe non pas à la BCE, mais à l'Eurogroupe – instance de plus en plus critiquée, aussi bien sur sa légitimité que sur son fonctionnement. L'Eurogroupe mériterait d'être réformé en profondeur, et possiblement avec la création d'un ministre des Finances et une responsabilité vis-à-vis du Parlement. Ces échanges opaques et ces accords négociés en coulisses ne sont pas dignes de nos démocraties. Les enjeux et les sommes engagées méritent un contrôle plus rigoureux et un débat plus ouvert. En outre, l'Eurogroupe, à l'image du Conseil européen, tend rarement à dépasser la somme des égoïsmes nationaux, et donc à proposer un véritable projet commun soucieux du bien commun de tous les Européens.

Face à la crise financière d'une part, la crise économique et politique de l'autre, qu'a fait la BCE pour sauver l'euro ? Elle a dégainé l'arme nucléaire des taux et du rachat des dettes.

WHATEVER IT TOOK

La BCE a parfois agi là où les politiciens n'ont pas su prendre leurs responsabilités, en mettant en œuvre ce qui était en son pouvoir pour que la liquidité des marchés soit assurée. Mario Draghi a agi dès son arrivée à la tête de la Banque centrale européenne, en allant parfois bien au-delà de ce qu'avait fait son prédécesseur Jean-Claude Trichet.

À son arrivée, fin 2011, il met en œuvre ce qu'il préconisait déjà lorsqu'il était au conseil des gouverneurs de la BCE : une baisse des taux d'intérêt. Depuis, cette baisse n'a eu de cesse de s'intensifier, alors que Jean-Claude Trichet avait cherché à rehausser les taux directeurs début 2011, et ce, alors même que les autres banques centrales agissaient de manière plus agressive, comme la Banque d'Angleterre qui a baissé son taux directeur de 5 % à 0,5 % entre 2008 et 2009 sans chercher par la suite à le remonter⁵⁵. Mais, sous l'ère Draghi, la politique des taux directeurs n'a jamais été aussi agressive depuis la création de la Banque centrale européenne, le taux de prêt marginal (taux auquel la BCE prête de l'argent aux banques) ayant atteint 0,25 % et le taux de dépôt ayant été abaissé jusqu'à -0,4 % depuis mars 2016⁵⁶.

Taux de dépôt ? Taux négatifs ? Qu'est-ce que cela veut dire ? Lorsque les marchés ferment, une banque qui n'a pas investi tout son

54. Jean Quatremer, « Wolfgang Schäuble : "quinze pays étaient en faveur du Brexit" », interview par Jean Quatremer sur son blog de *Libération*, 20 octobre 2015.

55. La Banque d'Angleterre a seulement rehaussé son taux directeur en 2018 à 0,75 %, soit près de dix ans plus tard, principalement pour rattraper l'inflation montante liée au Brexit. Source : Banque d'Angleterre.

56. Source : BCE.

argent ne peut pas cacher le surplus sous le matelas. Elle doit déposer ses liquidités à la banque centrale. Cet argent déposé pour la nuit sera rémunéré au taux directeur de cette banque centrale, le taux de dépôt. Instinctivement, on s'attend évidemment à ce que cet argent placé à la banque rapporte des intérêts à l'épargnant moyen. Mais quand les taux sont négatifs, c'est bien l'inverse qui se produit : placer l'argent à la banque va lui coûter de l'argent. C'est contre-intuitif mais pas stupide. D'une part, cela peut être vu comme le coût légitime d'un service de garde de son argent. Mais, surtout, il s'agit d'une incitation à ne pas laisser ses réserves de liquidités à la banque centrale, mais à s'en servir, à les investir. De cette manière, les banques centrales poussent à ce que cet argent soit bien déversé sur les marchés et dans l'économie réelle, pour assurer la liquidité du système financier. Les conséquences directes ou indirectes sur l'économie sont nombreuses : de nombreux prêts à la consommation, immobiliers ou aux entreprises sont indexés sur le taux de la banque centrale. Cela encourage l'emprunt et donc, en principe, la consommation et l'investissement. Et, pour les banques qui seraient un peu « short en cash », la BCE prête aussi de l'argent, sur des horizons courts. Là aussi, le taux auquel cet argent est prêté aux institutions financières, le taux de prêt marginal, a été drastiquement baissé depuis l'arrivée du banquier central italien à Francfort, afin d'appuyer l'investissement et les besoins en financement.

Le banquier central inonde les marchés européens de liquidités, ce qui a pour effet de renforcer l'activité des marchés, alors que la crise de confiance fait toujours rage. Mais son action ne s'arrête pas là. Cette crise est aussi la crise de la dette publique. L'autre grosse annonce, c'est le programme illimité de rachat de dette publique. La banque centrale s'octroie en septembre 2012 le droit de racheter massivement la dette publique des États de la zone euro qui sont en difficulté. Une promesse

qui résonne surtout comme un message d'apaisement adressé aux investisseurs, signifiant que la BCE dispose maintenant de moyens d'action massifs sur les marchés, et peut acheter des titres sans limites. Dont acte – la tempête passe et la promesse n'a pas à être mise à exécution pour plusieurs années.

Les années passent, les marchés reprennent des couleurs et la crise financière se tasse, laissant place à une crise économique, au rythme forcément moins impressionnant et ne produisant pas autant de réactions catastrophistes ou de *breaking news* sur les chaînes de télévision, mais néanmoins beaucoup plus insidieuse. En effet, depuis 2012, le chômage dans la zone euro a explosé. L'économie européenne peine à se remettre de ces crises : les inégalités de revenus augmentent, et avec elles les contrats précaires. La croissance est trop timide pour endiguer le choc. Pire, la déflation guette. La BCE n'a donc plus le choix, et se voit dans l'obligation de mettre ses « menaces » à exécution en se lançant le 22 janvier 2015, comme d'autres banques centrales avant elle, dans un vaste plan de rachat des dettes. Le programme va d'ailleurs plus loin que le fameux plan évoqué en 2012, puisqu'il s'étend aussi, en avril 2016, à la dette des entreprises, en plus de la dette publique, soutenant donc l'économie par plusieurs entrées.

C'est, avec la baisse des taux directeurs, l'autre décision majeure de la BCE. Ce mécanisme, connu sous le nom de *quantitative easing* (QE) – « assouplissement quantitatif » en français – est une manière de faire marcher la fameuse « planche à billets », en créant de la monnaie pour racheter ces dettes. Les banques centrales autour du monde, que ce soit au Royaume-Uni, au Japon, aux États-Unis, n'avaient pas eu tant de pudeur et n'avaient pour la plupart pas attendu 2015 pour se lancer dans des politiques d'assouplissement quantitatif dans l'espoir de soutenir la croissance. La machine européenne a pris du retard à l'allumage. Acculée par la crise, les déficits et les politiques d'austérité,

l'économie européenne n'a pas renoué avec une croissance nette aussi rapidement que ces pays ayant fait ce choix plus tôt.

C'est aussi parce que la BCE ne voulait pas vraiment endosser cette responsabilité, finalement très politique. En effet, à ce moment de l'histoire, c'est une relance keynésienne⁵⁷ que beaucoup à gauche appellent de leurs vœux. Il aurait en outre été souhaitable de voir fleurir, à l'échelle nationale ou européenne, des politiques de relance de l'économie par de grands investissements, ou de soutien de la demande qui était en berne depuis la crise. Mais tous les États membres ne le voient pas de cet œil et tous ne jouent pas le jeu. C'est bien le QE ainsi que la chute du baril qui créent un petit choc économique et permettent à partir de 2015 à l'économie européenne de reprendre des couleurs : la BCE a agi là où nos gouvernements nous ont lâchés, par idéologie, inertie ou par des tergiversations sans fin.

Depuis 2012, la BCE a racheté plus de 2 600 milliards de dettes, issues des États et des entreprises, au rythme de 60 milliards par mois entre mars 2015 et mars 2016, 80 milliards par mois répartis entre la dette publique et la dette privée des entreprises d'avril 2016 à mars 2017, 60 milliards par mois jusqu'à la fin 2017, 30 milliards par mois jusqu'à l'été 2018 pour terminer à 15 milliards⁵⁸. Ce sont des chiffres sur lesquels on communique peu ; et auprès desquels ceux du plan d'investissement de la Commission européenne, le plan Juncker⁵⁹ – bonne idée au demeurant et dont 72 000 PME françaises avaient déjà profité fin 2017⁶⁰ – proposant d'investir 315 milliards dans l'économie européenne⁶¹ font pâle figure.

57. Ensemble de mesures de politique économique impliquant des dépenses publiques supplémentaires et la réduction de certains impôts.

58. Source : BCE.

59. Du nom du président de la Commission européenne Jean-Claude Juncker.

60. « Plan d'investissement pour l'Europe », site de la Commission européenne, 1^{er} septembre 2017.

61. *Ibid.*

Le plan de rachat massif est une manière de contribuer au rétablissement des comptes publics, et reste une décision très politique, surtout pour un acteur comme la BCE. Cette décision n'a jamais plu aux Allemands, qui comme souvent craignent d'être la fourmi des cigales européennes. L'Allemagne n'en a jamais vraiment voulu, d'autant plus qu'une expansion monétaire comme celle-ci peut induire un impact sur le taux de change, « dévaluant » quelque peu l'euro, ce qui nous rappelle que l'Allemagne tend à profiter d'un euro fort pour ses exportations. L'affaire a même été présentée à la justice : des politiciens et entreprises allemands ont contesté le programme de la BCE en portant l'affaire devant le Tribunal constitutionnel fédéral – la cour constitutionnelle allemande, juge de la conformité des lois avec la Loi fondamentale (équivalent de notre Constitution). « D'importantes causes indiquent que les décisions de la BCE au sujet du programme de rachat d'obligations violent l'interdiction de financement monétaire et outrepassent le mandat politique de la BCE, empiétant sur les compétences relevant des États membres ». La cour allemande a penché pour le parti des plaignants, en estimant que la Banque centrale européenne outrepassait son mandat. L'affaire a été tranchée devant la Cour de justice de l'Union européenne en décembre 2018, qui a donné gain de cause à la Banque centrale européenne⁶².

Si cette information ne détonne pas avec la réputation rigoriste allemande, elle peut étonner lorsqu'on constate que l'Allemagne aussi a largement profité de ce plan. Et ce, dans une proportion non marginale : le palmarès des pays ayant le plus profité de la politique de rachat des obligations d'entreprises se compose de la France et de l'Allemagne. La BCE a révélé que le couple franco-allemand

62. Guillaume Benoît, « BCE : la justice européenne valide la légalité du "bakooza monétaire" », *Les Échos*, 11 décembre 2018.

représentait plus de la moitié (54 %) des créances de sociétés privées rachetées depuis juin 2016.

À l'interrogation implicite de savoir ce que recouvre la formule « *Whatever it takes* », la réponse de la BCE est forte : plus de 2 600 milliards.

LA FIN JUSTIFIE-T-ELLE LES MOYENS ?

Depuis le célèbre discours de Mario Draghi, la zone euro a renoué avec la croissance. L'intervention de la banque centrale correspond à un point d'inflexion des courbes du PIB et de l'emploi – moment charnière où elles repartent enfin à la hausse. En quelques années, les pertes causées par la crise se sont estompées et, depuis 2017, les chiffres de la croissance correspondent à nouveau à ce qu'ils étaient avant la crise. Le taux de chômage est reparti à la baisse après avoir atteint des niveaux historiquement élevés : il avoisine dans l'eurozone les 9% en 2017⁶³, un niveau qui correspond à son plus bas depuis 2009. À l'échelle macroéconomique, tout porte à croire que le travail du banquier central a été globalement bénéfique. Pas de triomphalisme – c'est dans les détails que le bât blesse. À l'échelle du citoyen, le bilan est moins flatteur.

L'argent bon marché a permis à l'économie de reprendre des couleurs et d'essuyer en bonne partie les pertes provoquées par la crise. Mais ces différents programmes de la BCE n'ont pas eu l'effet véritablement escompté. Combler les trous est une chose, mais cet afflux de capital n'a pas provoqué un regain d'investissement et n'a pas

permis de relancer la machine pour préparer l'avenir. Les entreprises européennes n'ont que peu profité de l'argent moins cher que le banquier central a cherché à mettre à leur disposition par l'intermédiaire des banques via les prêts qu'elles leur proposent. Les chiffres montrent en effet que les entreprises européennes ont préféré émettre des bons du Trésor pour se financer, à hauteur d'environ 200 milliards d'euros par an depuis 2012⁶⁴. Certes, peu importent les moyens, c'est la finalité qui compte : les entreprises s'endettent, c'est donc qu'elles investissent... Malheureusement, d'une part, lever des fonds par l'intermédiaire d'une émission de bons reste l'apanage des grandes entreprises, les petites boîtes ayant du mal à se financer par ce biais. D'autre part, elles n'ont pas utilisé cet argent à bon escient. Plutôt que de parier sur la relance et d'utiliser ces liquidités toutes fraîches pour des investissements, elles ont préféré refaire leur trésorerie, se refinancer et racheter des actions, payer des dividendes... Seuls 3% de l'expansion de capital de ces entreprises ont été mis à profit dans l'investissement. Qu'espérer lorsque les taux vont remonter, et les politiques monétaires se durcir, si le business n'a pas profité de cette occasion unique pour construire demain ? Le cercle vertueux de la relance keynésienne a été rompu, au profit des investisseurs et des retours à court terme.

Notons cependant qu'il aurait été presque impossible pour la banque centrale d'agir autrement de manière unilatérale, ou d'obtenir un mandat politique pour le faire, surtout compte tenu des difficultés qu'elle a déjà essuyées. C'est une fois encore du côté des États membres, des gouvernements nationaux, que le volontarisme économique et politique a fait défaut.

Aurait-il mieux valu utiliser un autre outil, comme l'*Helicopter Money* ? Parmi les solutions autres que le QE mis en place par les

63. Chiffre Eurostat.

64. Étude réalisée par le *Institute for International Finance* en 2017.

banquiers centraux du monde entier, il s'agit d'une option très discutée mais qui compte de nombreux adeptes. L'idée tient son nom un peu étrange d'une métaphore utilisée par l'économiste américain Milton Friedman. En 1969⁶⁵, il décrit, sur le ton de la plaisanterie, une manière de relancer la demande en imaginant un hélicoptère qui volerait au-dessus de la foule et larguerait mille dollars en cash. L'idée a fait son chemin et constitue aujourd'hui une option tout à fait valable. En faisant profiter directement les citoyens de l'expansion monétaire, plutôt que les banques ou les entreprises, le stimulus économique s'exerce sur la demande plutôt que sur l'offre, améliorant ponctuellement le pouvoir d'achat, et donc l'inflation. L'idée a été défendue par de nombreux économistes et quelques députés européens à l'époque du lancement du QE en 2015, mais n'a jamais été considérée avec sérieux par les gouvernements ou la BCE. Si la part de la politique monétaire souple de la BCE consacrée effectivement à l'investissement déçoit, rien ne prouve que cette part aurait été plus importante en reversant l'argent directement aux citoyens, puisque le premier usage de ces sommes se limiterait forcément à des dépenses diverses de consommation. Il s'agirait évidemment d'une proposition sociale très porteuse de sens, nécessaire peut-être, mais certainement pas un boost consacré à l'investissement.

De plus, si les entreprises ont préféré redonner des couleurs à leur trésorerie, rien ne prouve qu'une bonne partie des citoyens n'auraient pas été tentés d'en faire de même, en transférant directement cette somme sur un compte épargne. Pour éviter cet effet pervers, le même qu'avec les entreprises, qui ont préféré remplir les bas de laine, et pour s'assurer que cette option soit efficace, il faudrait l'accompagner d'une

incitation particulière à la dépense, en la proposant par exemple sous la forme d'une carte de crédit dont l'argent doit forcément être dépensé dans un autre pays de la zone euro, conditionnant l'usage de cette somme à des dépenses plutôt qu'à l'épargne, et à un secteur particulier, *a priori* plutôt liée au tourisme (avec en prime – soyons optimistes – l'espoir que ceux qui ne voyagent pas beaucoup ou n'en ont pas l'opportunité s'ouvrent un peu aux voisins européens). Parce qu'elle est universelle, cette solution a aussi l'élégance d'éviter la création de bulles ou de trappes de liquidités⁶⁶.

Au-delà des outils à disposition pour gérer la crise, reste à évoquer la question des responsabilités. L'Union européenne a su profiter de la brèche offerte par la conjonction de la crise financière, qui a affaibli les banques, et de la crise des dettes souveraines, qui a affaibli de nombreux États réticents à l'idée d'europaniser les mécanismes de supervision bancaire, pour imposer aux banques comme aux États membres des mécanismes utiles, en l'occurrence l'Union bancaire. Cet opportunisme est à souligner, et met en exergue une dichotomie entre le banquier et le politicien. Politiciennes, politiciens, pourquoi ne pas avoir agi avant ? En raison de la proximité avec les grands groupes bancaires ? Par méconnaissance des mécanismes en jeu ? Si le banquier doit évidemment être tenu responsable pour ces crises, cet acteur privé, dont l'objectif est régi par une rationalité économique de maximisation du profit, a agi dans les règles et contraintes qui lui étaient imposées. De ce point de vue, sa recherche d'arbitrage économique soumis aux contraintes du régulateur, non moins grave, répond à une logique amoral. Mais, alors qu'il était en mesure de voir ce qui se passait et de

65. Truman Bewley, « The Optimum Quantity of Money », *Discussion Papers* 383, Northwestern University, Center for Mathematical Studies in Economics and Management Science, 1979.

66. On parle de trappes de liquidités lorsque la banque centrale devient incapable de stimuler l'économie par la voie monétaire, lorsque par exemple la politique monétaire de baisse du taux d'intérêt est totalement inefficace parce que les agents économiques préfèrent conserver leurs économies plutôt que de les investir.

demander des comptes, le politicien, en agissant peu et trop tard, dans une logique de réaction *a posteriori*, a agi de manière immorale.

En construisant avec la complicité des banques la dérégulation des marchés qui a permis l'explosion des subprimes, des produits dérivés pour parier contre l'immobilier ou les pays, en permettant et encourageant la construction de ces banques d'investissement mondiales, monstres systémiques liant le destin des économies, le politicien a failli au rôle qu'il tient dans la cité. Parce qu'il a nié l'existence même des bulles qui annonçaient la crise, pas uniquement par manque de perspicacité ou de discernement, mais aussi en ignorant les alertes et interpellations qui lui ont été adressées, le politicien doit aussi se prêter à un bilan critique de son action, plutôt que de limiter la responsabilité au banquier. Sans ce questionnement moral, le citoyen est condamné à vivre une situation similaire très bientôt.

Alors même que le sens de son mandat est celui du service public, de l'intérêt général, que la rationalité de son action se fonde en outre sur le vivre-ensemble, la protection des administrés et la maximisation du bien-être global de tous les citoyens, le politicien, complice, n'a pas vu, a refusé de voir, ou a vu mais n'a rien dit. Le citoyen doit exiger de ses politiciens, quand il octroie son vote, qu'ils n'aient pas la main qui tremble face aux lobbies bancaires, et comprennent en profondeur les enjeux en cours, sans quoi ils risquent de se faire tout simplement avoir.

Les élections ne sont plus de grands moments démocratiques car elles perdent le citoyen dans des logiques réduites au concours de popularité. Les questions de fond sont évitées, on préfère le bon mot, la formule choc. La proposition simpliste fait écho à l'instant mais n'a aucun lien avec la réalité de l'époque et la technicité des forces et pratiques en place. Ce manque d'exigence entourant l'offre comme la demande politique fait le lit de ceux qui comprennent et arbitrent ces règles.

SI LES DIGUES CÈDENT

« *If it keeps on rainin' levee's goin' to break
When the levee breaks I'll have no place to stay.* »⁶⁷

Joe McCoy,

paroles de « *When the Levee Breaks* »

Citoyens, nous ne le savons que trop bien : la crise financière née aux États-Unis a eu un impact dans le monde entier. Les responsables politiques des plus grandes puissances économiques du globe ont évidemment cherché à intervenir rapidement et durablement. Pour restaurer la confiance et ne pas mettre à mal l'économie, les plans de sauvetage sont le symbole dont chacun se souvient tant les montants furent importants, et les mesures difficiles à justifier auprès de l'opinion publique. Des plans de renflouement pour traiter les symptômes le plus rapidement possible, dans une économie si financiarisée, si mondialisée. Néanmoins, l'intervention la plus intéressante n'aura pas été la plus médiatique. Il s'agit des mesures envisagées pour traiter les maux à la racine, au-delà de savoir quel doit être le bon niveau de fonds propres nécessaires à un établissement financier pour conserver une licence bancaire. Deux questions ont retenu l'attention des gouvernements du monde entier : comment mieux encadrer les risques potentiels des produits dérivés – particulièrement comment limiter la contagion –, et comment en finir avec les *bailouts*⁶⁸ systématiques pour

67. « S'il continue à pleuvoir, la digue va céder. Quand la digue cédera, je n'aurai nulle part où aller ».

68. Injection de fonds publics au capital des banques pour couvrir les pertes.

les établissements bancaires considérés comme *too big to fail* (trop gros pour mourir).

Parce que la crise, comme la finance, est internationale, elle met en évidence le besoin d'une coordination mondiale. Nicolas Sarkozy et Gordon Brown, respectivement président de la République française et Premier ministre britannique au moment de la crise, impulsent cette tendance – l'ancien président s'en attribuant régulièrement les mérites : « J'ai écourté mon séjour au Sommet de la francophonie au Québec et suis parti pour Camp David⁶⁹. [...] J'ai fait remarquer au président Bush qu'il n'existait aucune instance où parler de coordination des politiques économiques, que l'ONU et le Fonds monétaire international étaient dépassés, qu'il fallait créer un "G14". Finalement, [...] le président américain a donné son accord pour un G20. C'est la seule instance internationale économique créée, sans drame, depuis la fin de la Seconde Guerre mondiale⁷⁰. »

En réalité, le G20 existe depuis 1999. Il a été créé à l'initiative du ministre canadien des Finances avec l'objectif de favoriser la stabilité financière internationale et d'encourager le dialogue entre les marchés développés et les marchés émergents. Déjà, à l'époque, le G8 ne suffit plus, les pays concernés ne pesant plus que la moitié de l'économie mondiale. Sous l'impulsion de la crise, le G20 réunit désormais non plus les chancelleries, mais les chefs d'État et de gouvernement.

CDO, CDS... une des nombreuses leçons de la crise est que la réduction du risque que représentent les grandes banques internationales, dites systémiques, passe plus particulièrement par une mise à plat de leurs activités sur les marchés de produits dérivés. En septembre 2009, le G20 fixe l'objectif de rendre obligatoire le

mécanisme de collatéralisation des produits dérivés les plus échangés sur les marchés de gré à gré, via une contrepartie centrale : la chambre de compensation. Cette décision est issue de la volonté du G20 d'améliorer la transparence des marchés et des échanges, en centralisant ces derniers de la sorte ; d'atténuer le risque systémique, en parant à la contagion et en permettant des faillites ordonnées ; d'éviter le plus possible le recours aux fonds publics pour sauver les acteurs en faillite, puisque ceux-ci pourraient obtenir leur dû auprès de la chambre de compensation ; et de protéger contre les pratiques abusives, le mécanisme encourageant une certaine harmonisation des pratiques.

L'une des principales réformes des marchés financiers allant dans ce sens en Europe, publiée en 2012 mais dont l'implémentation complète est en cours et prendra encore des années, s'appelle EMIR, pour European Market Infrastructure Regulation. Son objectif est de réguler le marché des produits dérivés échangés de gré à gré au niveau européen, en rendant obligatoire le mécanisme de collatéralisation via une contrepartie centrale. Le principe s'inspire du modèle bien connu du marché standardisé des contrats à terme.

Acheter un actif, entrer dans un contrat à terme, c'est certes une transaction financière, mais c'est aussi un pari sur l'avenir – l'espoir que notre choix sera le bon et nous permettra de réaliser une plus-value, au risque bien entendu que l'actif sous-performe et que l'on réalise une perte. L'idée est simple : réaliser son gain ou sa perte au jour le jour plutôt qu'à terme, afin de ne pas se trouver dépourvu si notre contrepartie fait défaut avant la fin du contrat. C'est ce que l'on nomme l'appel de marge. Cette pratique tend à éliminer le risque de crédit. En agissant de la sorte, le seul risque encouru est un risque de marché – être tributaire de l'évolution des cours boursiers –, il n'y a plus à s'inquiéter de voir sa contrepartie disparaître avec la caisse.

69. L'une des résidences des présidents des États-Unis, située dans le Maryland.

70. Claire Guélaud, Anne Éveno et Isabelle Chaperon, « Nicolas Sarkozy : "Angela, tu as aimé Lehman ? Tu vas adorer la Grèce », *Le Monde*, 4 juillet 2017.

En effet, sur les marchés, il n'y a pas de « *free lunch* » : un gain pour vous est une perte pour le vendeur – votre contrepartie⁷¹ dans cette transaction – et vice-versa. La collatéralisation consiste à transférer quotidiennement, et jusqu'à la maturité du contrat, les pertes supposées telle qu'elles se profilent au jour le jour. Versée sur un compte tiers, cette somme sert de garantie pour ne pas léser le client si la partie adverse devait faire faillite avant la fin du contrat. De cette manière, le risque de contagion – le fameux effet domino observé durant la crise – est considérablement réduit.

Reprenons l'exemple du transporteur routier cherchant à se couvrir des variations des prix du pétrole. Si j'ai accepté aujourd'hui de payer 45 dollars dans un an pour un baril de pétrole, qui sera seulement livré à terme, donc, mais que, déjà six mois plus tard, les variations du marché indiquent que mon pari semble avoir été le bon puisque ce baril s'échange disons désormais à 60 dollars, j'anticipe alors une plus-value de 15 dollars. Si mon vendeur fait faillite le lendemain, 5 mois et 29 jours avant la date de livraison, je ne pourrai trouver un contrat similaire – à savoir échanger un baril dans six mois à 45 dollars – au vu de l'évolution haussière du prix du pétrole. Il me faudrait sûrement accepter un prix proche des 60 dollars. Grâce à la collatéralisation, ma contrepartie est tenue de transférer ces 15 dollars sur un compte tiers dès le premier jour du contrat, et suivant l'évolution de l'actif. Si elle se trouve dans l'incapacité d'honorer le contrat pour une raison ou pour une autre d'ici la livraison, ma plus-value est protégée et pourra m'être remise puisqu'elle a déjà été versée à la chambre de compensation avant sa faillite. De la même façon, si le baril de pétrole diminue à 35 dollars au bout de six mois, et que mon vendeur est en droit d'espérer une plus-value de 10 dollars sur notre contrat, j'aurai versé ces dix dollars sur un

71. Partie adverse d'un contrat, personne ou entité avec qui vous contractez une transaction.

compte tiers pour le vendeur au cas où je fasse moi-même défaut. L'appel de marge a lieu quotidiennement afin donc de protéger contre le risque de défaut des contreparties. Dès que le prix de l'actif évolue, les plus-values et moins-values sont réalisées immédiatement.

Essentiellement appliquée aux marchés des contrats à terme avant la crise, la recette peut en réalité tout à fait être étendue à tous les produits dérivés, et pas seulement à ces contrats standard, et ce, de deux manières : soit en bilatéral – les deux contreparties intègrent dans les clauses du contrat un échange quotidien de flux sur un compte tiers, mais sans intermédiaire –, soit en passant par une chambre de compensation, qui jouera le rôle de percepteur des appels de marge. Mais, avant le texte européen EMIR, le recours à cet acteur n'était pas obligatoire.

L'EXEMPLE QUI PROUVE QUE ÇA PEUT MARCHER : LEHMAN BROTHERS

L'existence des chambres de compensation n'est pas nouvelle, et si l'obligation d'échanger certains produits dérivés *via* ce système les a popularisées, certaines banques n'ont pas attendu les différentes réglementations pour y recourir. C'est notamment le cas de Lehman en 2008 – oui, celle-là même qui a mis la clé sous la porte –, dont une bonne partie du portefeuille de *swaps*⁷² était compensée chez SwapClear.

9 000 milliards de dollars, pour 66 000 *swaps*⁷³ – ce sont les montants (notionnels⁷⁴) en jeu dans cette affaire, que SwapClear aura

72. Contrats d'échange de flux financiers entre deux parties.

73. Site internet de SwapClear.

74. Le notionnel d'un instrument financier est la valeur faciale utilisée pour calculer les paiements effectués sur cet instrument. En général, ce montant ne fait pas lui-même l'objet d'une transaction. Par exemple, si un *swap* propose un taux de 2 % et que son notionnel est d'un million d'euros, cela signifie que le *swap* paiera un flux de 20 000 euros (1 million multiplié par 2 %)

réussi à gérer de manière ordonnée, *via* son processus de management des défauts. En trois semaines, et en ayant uniquement recours aux 2 milliards de marge initiale versés par Lehman, la chambre de compensation aura réussi à contracter de nouveaux *swaps* pour ne pas modifier son exposition et couvrir les risques macroéconomiques de marché, gérer les enchères et les transferts de position entre acteurs sur le portefeuille de la banque. Elle n'a cependant pas réussi à faire des miracles en raison de l'incertitude sur certains contrats dont il était impossible de déterminer le client, du fait de la pauvreté du reporting chez Lehman – qui d'ailleurs est loin d'être le seul acteur ayant ce genre de mauvaises habitudes. Cette réussite cache une faiblesse : optionnel, le mécanisme ne concerne malheureusement qu'une proportion réduite des volumes échangés sur le marché des dérivés, d'où la contagion que l'on a connue. C'est ce qui a grandement inspiré la réglementation qui a rendu le recours à cette méthode obligatoire.

Bien sûr, tout le monde n'était pas enchanté par cette réforme, à commencer par certains traders. J'ai décrit plus haut le malaise qu'ont ressenti les acteurs de la salle de marché devant la complexification de certains de leurs business. La collatéralisation y a contribué. En effet, un contrat financier n'a pas la même valeur selon qu'il est collatéralisé ou non, puisque la nature du risque s'en trouve différente. De même, le contrat n'a pas la même valeur selon le collatéral utilisé. Si, par exemple, je décide de couvrir ma position avec un bon du Trésor britannique, américain ou français – trois instruments affichant des différences de prix, de qualité de crédit, de liquidité⁷⁵, de taux de rémunération, et émis dans des monnaies différentes –, je fais un choix qui affecte la qualité de mon collatéral. Si le choix est laissé à la sagacité

75. La liquidité d'un marché financier représente la capacité à acheter ou à vendre rapidement les actifs qui y sont cotés. Plus un marché est liquide, plus il est aisé, rapide et peu coûteux d'y réaliser des transactions.

du trader et n'est pas contraint par le contrat CSA (Credit Support Annex)⁷⁶, alors celui-ci a tout intérêt à utiliser le plus avantageux. Et quand bien même le trader a réussi à utiliser le collatéral le plus intéressant qu'il avait à disposition, rien ne garantit que cela ne change pas durant toute la durée du contrat. Les produits dérivés ont généralement une durée de vie de plusieurs années, et certains comme les *swaps* peuvent avoir une maturité allant jusqu'à cinquante ou cent ans. Imaginons que le bon du Trésor américain est le plus avantageux aujourd'hui. Il se peut très bien que le *Bund* allemand le devienne dans deux ans... En outre, si un produit dérivé est émis en euros, mais que je décide de le collatéraliser en dollars, j'ajoute aux facteurs de risque du produit une exposition au taux de change euro/dollar.

Si le mécanisme permet d'aborder le risque de contrepartie, il peut aussi ajouter un degré de complexité que le banquier cherchera à arbitrer. Les avantages sont pourtant nombreux. La chambre de compensation permet également la mutualisation des pertes *via* la création d'un fonds de défaut. En effet, en plus des appels de marge liés à chaque contrat, chaque banque doit aussi s'acquitter d'un droit d'entrée pour être membre d'une chambre de compensation et pouvoir faire appel à ses services. Ce pécule commun est mis de côté pour les mauvais jours : il sera mis à contribution en cas de force majeure, s'il s'avère que les appels de marge ne sont finalement pas suffisants pour couvrir des mouvements de marché trop rapides ou trop intenses. Le recours à ce fonds de défaut se fait sans distinction. La contribution d'une banque X pourra servir à éponger les pertes causées par une banque Y, imposant une solidarité au sein du secteur bancaire sans faire appel à des sources externes – au hasard, des fonds publics.

76. Les termes suivant lesquels un produit dérivé est collatéralisé sont compilés dans le CSA et répondent à des *templates* standard fournis par l'ISDA.

Le rôle central de la chambre de compensation permet également une simplification des marchés, transformant la toile des échanges multilatéraux en une simple série de flux allant d'une banque vers la chambre de compensation, améliorant leur transparence. Jouissant d'une vision globale sur ces échanges, cette contrepartie centrale est capable d'intervenir pour gérer les défauts de paiement de manière ordonnée, d'identifier les faiblesses de certains portefeuilles, de contrôler les volumes échangés pour mieux éviter les doublons – car, oui, très souvent, les banques achètent un produit et son contraire sans nécessairement s'en rendre compte –, et de collecter des informations précieuses pour le régulateur.

Il n'y a cependant pas de miracle : les chambres de compensation transfèrent le risque mais elles ne le suppriment pas. Du fait que l'on rend obligatoire le recours à ces contreparties centrales, le risque s'accumule désormais chez ces acteurs dont l'importance est décuplée par la régulation, et qui posent désormais un risque systémique les propulsant directement au titre de nouvelles machines *too big to fail*. Elles agissent comme des digues, capables d'absorber les chocs, mais que se passera-t-il quand la digue cédera ?

Cette crainte est légitime lorsque l'on observe la tendance actuelle. Depuis l'instauration de la régulation, le marché des chambres de compensation a explosé. Il se concentre autour de quelques acteurs géants, plutôt que sur un réseau d'acteurs de petite et moyenne taille. En Europe, la principale contrepartie centrale s'appelle LCH.Clearnet, issue de la fusion en 2003 entre LCH, pour London Clearing House, et Clearnet, son pendant parisien. Depuis, la chambre de compensation est détenue majoritairement par la Bourse de Londres, le London Stock Exchange Group.

Sauf que la chambre londonienne a battu son record en 2017, en assurant la compensation de produits dérivés « gré à gré » pour un

montant notionnel de 873 000 milliards de dollars en 2017⁷⁷ – chiffre en constante augmentation avec les années et les progrès dans l'implémentation de la régulation EMIR. Si les BNP, Deutsche Bank, Goldman Sachs, Barclays ou JP Morgan étaient considérés comme étant *too big to fail* en 2008, que dire de ces chambres de compensation en 2019 ?

Non seulement LCH est systémique, mais elle traite actuellement plus de 90 % des *swaps* en euros⁷⁸ – posant des questions de gouvernance et de souveraineté pour la zone euro après le Brexit. Sur le marché des dérivés en euros, sa principale rivale, basée à Francfort, s'appelle Eurex. Elle ne pèse pas lourd face au mastodonte britannique, qui a d'ailleurs cherché à enfoncer le dernier clou du cercueil par le jeu de la concurrence. En témoignent les différentes tentatives de rapprochement entre les deux acteurs et le risque de la création d'une « super *clearing house* ». Heureusement, là encore, l'Union européenne veille, la DG Comp⁷⁹ s'étant opposée au rapprochement de la Bourse de Londres et de Berlin, qui possèdent respectivement LCH et Eurex. Il faut reconnaître que cet effort centralisateur étonne, car il est un peu à contre-courant. Imaginez : il y a trente ans, les États-Unis cherchaient à répartir les données du Pentagone en réseau afin d'éviter qu'elles puissent être détruites d'un seul coup par les Soviétiques. C'est d'ailleurs de cette crainte qu'est né Arpanet, l'ancêtre... d'Internet.

Le mécanisme d'appel de marge n'est pas exempt de défauts non plus. Le calcul de ces marges repose sur une méthode des quantiles appelée Value at risk. Sans entrer dans les détails techniques, il s'agit d'un modèle et, comme tout modèle, il comporte un risque d'erreur, de

77. « LCH achieves a record year for volumes in 2017 », communiqué de presse de LCH, 8 janvier 2018.

78. « LCH hits swap clearing records amid Brexit noise », Reuters UK, 8 janvier 2018.

79. Direction générale de la concurrence, au sein de la Commission européenne, chargée de veiller notamment au bon fonctionnement du marché et d'éviter les situations de monopole.

simplification. Il peut manquer certaines sensibilités au marché ou certains facteurs de risque – et les faiblesses de ce modèle en particulier sont nombreuses.

L'autre problème avec ce mécanisme, c'est qu'il demande de dépenser de l'argent au moment où l'on en a le plus besoin, justement parce que les conditions de marché nous confrontent à des pertes. Ainsi, plutôt que d'éviter les crises, cette pratique peut les précipiter : c'est ce qu'on appelle un procédé procyclique. Si un contrat nous devient défavorable, pouvant causer des problèmes demain, l'appel de marge nous oblige à réaliser nos pertes potentielles dès aujourd'hui, ce qui peut conduire à créer des trous de liquidités aggravant une situation déjà épineuse par effet boule de neige.

Reste enfin la question du statut de ces chambres. Compte tenu du rôle qu'elles remplissent, doivent-elles être publiques ou privées ? Confier ce rôle à une entité publique n'est pas forcément le choix le plus évident, même si elle se retrouve à jouer un rôle relevant de l'intérêt général – l'idée étant tout de même d'en finir avec les renflouements publics et l'utilisation sans réserve de l'argent du contribuable, à la faveur de solutions purement privées. Le privé doit se débrouiller, et la sphère publique ne peut être tenue pour responsable en cas d'une mauvaise exécution des défauts, ou dans le cas d'une mauvaise évaluation du risque ou du montant à collecter au titre des appels de marge si ce montant s'avère insuffisant. Mais le modèle privé a ses défauts. La naissance d'un nouvel acteur hégémonique, incontournable et privé n'est pas sans rappeler les agences de notation – difficile de ne pas faire le parallèle avec le rôle dans la crise de ces agences, corrompues par les pratiques commerciales alors même que l'importance donnée aux notations fournies par ces agences venait en partie de la régulation...

De la pratique mercantile naît enfin une complexité peu souhaitable, alors même que la promesse de la contrepartie centrale est

celle d'une simplification des échanges. En effet, est apparue en 2015 une différence de prix entre les *swaps* passés via LCH et les *swaps* passés avec CME, la chambre de compensation du Chicago Market Exchange. Le swap permet d'échanger à intervalle régulier un flux financier payant un taux flottant contre un taux fixe décidé à l'entrée dans le contrat. Selon leur nature, certains clients vont préférer échanger un taux fixe contre un taux variable. Par exemple, si je possède un bon du Trésor qui paye un taux fixe de 2% durant vingt ans mais que j'anticipe une montée des taux directeurs dans quelques années, je vais vouloir échanger ce taux fixe contre le taux variable pour bénéficier de l'augmentation. À l'inverse, si j'emprunte sur quinze ans à un taux variable et que je ne veux pas me soucier de la variation des taux, je peux l'échanger pour un taux fixe *via* le *swap*.

Il s'avère que, depuis 2015, les taux fixes obtenus sur les *swaps* chez CME sont un peu plus hauts que les taux fixes chez LCH, et ce, sur des contrats absolument identiques en tout point ! Cette différence reflète un biais dans l'offre et la demande des deux chambres de compensation. Basée aux États-Unis, CME attire les investisseurs du continent, comme les *asset managers*⁸⁰, qui possèdent de nombreux bons du Trésor payant des taux fixes et préfèrent échanger ce taux fixe contre un taux variable que le contraire. À l'inverse, LCH, confrontée à des clients européens, a tendance à avoir une demande plus forte sur l'échange d'un taux variable contre le taux fixe.

Cette différence de prix entre les chambres est si importante qu'elle est cotée régulièrement sur les marchés – elle est disponible sur les terminaux Bloomberg via le code USCMLCx Curncy. Cette aberration crée évidemment une complexité supplémentaire regrettable, qui pervertit le rôle de simplification de la contrepartie centrale. Parce que

80. Gestionnaire d'actifs tels que les obligations, les actions, les produits dérivés, les matières premières...

le marché a horreur du vide, et que cette différence peut donc être arbitrée, les grandes banques font des études afin d'optimiser ce coût, pour une potentielle course au moins-disant. Même des start-up de la *fintech*⁸¹ comme Cassini Systems s'y mettent...

Vient alors la question de la régulation des chambres de compensation. Pour le moment, elle est clairement insuffisante. Pas aussi régulées que les banques, les chambres de compensation ne disposent que de peu de fonds propres. Les exigences en termes de capitaux sont bien plus légères que pour les banques. Les 600 millions de livres sterling de fonds propres de LCH, par exemple, font pâle figure quand ils sont comparés aux 63 milliards d'euros de la Société générale ou avec les 260 milliards de dollars d'une banque comme JP Morgan – alors même que tous ces acteurs sont considérés comme systémiques. Benoît Cœuré, membre du directoire de la BCE, qualifie même la perspective d'une faillite désordonnée d'une chambre de compensation de « désastre »⁸², appelant à un véritable renforcement des travaux et de la coopération internationale pour éviter une telle éventualité.

CONCLUSION

Les banques remplissent un rôle essentiel dans notre économie, la collecte de nos salaires, le financement de nos projets personnels, la création d'entreprises ou l'investissement des plus grands groupes industriels du monde. Pivot central d'une économie mondialisée et financiarisée à l'extrême, elles opèrent cachées de tous derrière une complexité rendue inaccessible au commun des mortels. Elles en ont en effet les moyens, trouvant oreille dans les sphères dirigeantes par les liens qu'elles ont su établir avec les dirigeants ou par le chantage exercé sur le financement de l'économie ou de la concurrence mondiale.

Ce rideau de fumée favorise les abus, les déviances, et alimente les fantasmes. Le citoyen est trop peu informé sur les structures et problématiques du monde financier. Il en est réduit à la consommation des discours simplistes des populistes et des résumés des journaux télévisés, bien moins avarés en faits divers sordides et en ragots pathétiques sur la vie des élus qu'en informations qui lui seraient utiles dans l'isoloir. On oublie trop souvent que la démocratie ne se réduit pas au suffrage universel : elle exige également des citoyens éclairés, alors que beaucoup cherchent à éteindre la lumière.

Nous ne faisons bien trop souvent que subir les conséquences du déraillement d'une machine qui a plus que besoin d'être encadrée, régulée, maîtrisée. Comme nous l'avons dit tout au long de cet essai, la structure n'est pas contre l'édition de règles pour réguler le marché – elle en est même trop souvent la rédactrice – mais, étant amoral, elle n'a pas pour objectif la protection des intérêts des populations. Ce

81. Label désignant les start-up financières.

82. « The disorderly failure of a major CCP would be disastrous », intervention de Benoît Cœuré, membre du directoire de la BCE, lors de la conférence de l'ILF sur « Resolution in Europe: the unresolved questions », Frankfurt am Main, 23 avril 2018.

travail est celui du politique, qui est chargé d'organiser le vivre-ensemble, et donc parfois de réguler la société dans l'intérêt de ses concitoyens qui l'ont mandaté à cet effet.

Le politicien est la clé de voûte de l'organisation de la société civile et il est de son devoir de la protéger contre les égarements cupides de quelques-uns, trop occupés à vouloir amasser de l'argent pour réfléchir aux conséquences de leurs actes. Citoyens, exigez de vos politiciens qu'ils soient en mesure de comprendre ce système, sans s'y compromettre. Qu'ils soient capables de communiquer avec tous les acteurs en jeu, de discerner le vrai du faux et de rassembler autour de ces sujets pour faire bouger les lignes, dans l'intérêt commun. Il est plus que temps que nos démocraties se dotent de structures efficaces et proactives, capables de comprendre et d'agir promptement pour identifier et endiguer les futures crises qui, fatalement, se reproduiront si personne ne tire les leçons des crises passées.

L'avertissement n'est pas ici pour les générations futures. Il est à prendre en compte tout de suite. Si certaines leçons de la crise précédente ont eu un effet salutaire sur la réglementation et la régulation de la finance mondiale, les signes annonciateurs d'une prochaine crise financière se manifestent déjà. La correction que le marché observe depuis le début de l'année 2018 montre l'anticipation de jours difficiles. Les crises, conséquences de l'éclatement de bulles, impliquent d'abord un endettement excessif. Les politiques monétaires accommodantes ont inondé les marchés de liquidités et des sommes importantes ont été prêtées, y compris à des entreprises peu solides. Certaines ne pourront plus rembourser cette dette bon marché – et que se passera-t-il quand les taux d'intérêt remonteront ? La FED et la Banque d'Angleterre ont déjà commencé à hausser leurs taux directeurs, et la tendance va s'amplifier bientôt puisque toutes les banques centrales se préparent à le faire. Cette situation risquée n'est

pas prise en compte par le marché des CDS, qui s'échangent toujours à des prix particulièrement bas compte tenu du contexte. Elle pourrait également conduire à un accident financier du côté des assureurs. Autant d'éléments qui évidemment rappellent la crise précédente... Ce n'est certainement pas le moment de lâcher, à l'heure où Donald Trump prône la dérégulation, et quand d'autres érigent en modèle absolu l'utopie de la cryptomonnaie, prouesse technologique totalement dérégulée.

« La folie est de toujours se comporter de la même manière et de s'attendre à un résultat différent », a dit Albert Einstein. Si l'on veut demain pouvoir éviter à nouveau les crises financières, et se protéger de leurs conséquences, il faut pouvoir aider les banquiers à se protéger d'eux-mêmes. Afin de résister aux lobbies bancaires, il faut des politiciens qui comprennent le système de l'intérieur, et s'assurer que non seulement les banques n'entravent pas le processus de régulation, mais que cette régulation ne soit pas ensuite contournée ou pervertie par des arbitrages ou des stratégies. Pour lutter contre la créativité des banques – qui n'est plus à prouver – lorsqu'elle est perverse, il faut des régulateurs qui ne soient pas trop pudiques et ne craignent pas d'en demander plus.

Dans un monde polarisé où chacun vit dans sa bulle, il faut construire des ponts, établir des passerelles. C'est le sens du titre de cet essai, *Le banquier et le citoyen* : il s'agit de tenter de rapprocher deux mondes qui ne se parlent plus. La crise financière a creusé des inégalités déjà criantes qui constituent le mal de notre génération. Ces injustices, dont personne ne doit se satisfaire, alimentent une colère légitime qu'il faut canaliser pour défaire les mécanismes abusifs. Car se contenter de désigner un bouc émissaire, simplifier à l'extrême sans chercher à comprendre ce qui se passe, c'est de l'obscurantisme. C'est prendre les gens pour des imbéciles. C'est décider pour eux. Jamais un

leader politique ne devrait arriver devant les citoyens avec des réponses magiques : le politique doit encourager le dialogue pour aboutir à des issues par le haut. Électeurs, méfiez-vous. Soyez curieux. Rappelez-vous qu'opposer une minorité gagnante à une majorité lésée est réducteur : c'est la tactique électorale du « diviser pour mieux régner », afin de mieux s'assurer qu'à chaque élection rien ne change. Une victoire « contre » et non sur une base de construction ne provoquerait à terme qu'un retour de balancier douloureux. La division permettra toujours à une petite caste de naviguer entre les gouttes, d'arbitrer, de ne jamais se faire attraper. Tous, individuellement, sommes victimes de notre panique à l'idée du changement, de notre inclination aux petites victoires à court terme plutôt qu'aux transformations durables. C'est en nous responsabilisant individuellement et tous ensemble, pas les uns contre les autres, que nous parviendrons à dépasser cela. Au-delà des frontières, au-delà des origines, au-delà des catégories sociales ou professionnelles. C'est à la nouvelle génération de politiciens de donner les clés de pensée afin qu'une réponse collective et démocratique émerge. Pour y parvenir, parce que la finance dépasse les frontières, la bonne échelle est l'échelle européenne. Les personnes tentées par le repli ne doivent pas oublier que, contre le risque américain de dérégulation, contre le dumping chinois, nous ne réussissons pas seuls. Il faut également garder en tête l'urgence de repenser la répartition des revenus et la transition écologique. Avant que l'irréversible ne se produise : une société individualisée, privatisée, sans investissement public, où plus personne ne naît et ni ne prospère dans la liberté et l'égalité des droits. Nous n'en sommes plus très loin.

Remerciements

Nombreuses sont les personnes qui m'ont aidé, de près ou de loin, ou soutenu dans la rédaction de cet ouvrage. Qu'elles soient remerciées ici. Une pensée toute particulière à Pervenche Berès, Chloé Berthon, Raphaël Bijaoui, Caroline Bourdeu d'Aguerre, Nicole El Karoui, Boris Faure, Charlotte Minvielle, Damien Moubêche, Matthieu Pichon, Niels Planel, Christophe Premat, Roland Rouquette, Emmanuelle Sebtou, Anna Thomlinson, Alexis Vincent et Anna Winterstein, sans qui ce projet n'aurait pas été possible.

TABLE DES MATIÈRES

Introduction	5
Au cœur de la City	7
Le jour où le Brexit a gagné	13
Sur le marché des dérivés	19
Le <i>trading floor</i> comme vous ne l'avez jamais vu	29
La crise des subprimes de l'intérieur	37
Quand la crise s'étend à l'euro	47
Si les digues cèdent	65
Conclusion	77

COLLECTION DIRIGÉE PAR GILLES FINCHELSTEIN
ET LAURENT COHEN



FEPS - FONDATION EUROPÉENNE D'ÉTUDES PROGRESSISTES

Rue Montoyer 40, 4^e étage
1000 - Bruxelles, Belgique
T: +32 2 234 69 00
Email : info@feps-europe.eu
Site web : www.feps-europe.eu/fr/
Twitter : @FEPS_Europe



FONDATION JEAN-JAURÈS
12 Cité Malesherbes
75009 Paris, France
T : +33 1 40 23 24 00
Email : info@jean-jaures.org
Site web : www.jean-jaures.org
Twitter : @j_jaures



AVEC LE SOUTIEN FINANCIER DU PARLEMENT EUROPÉEN
*Le présent document ne représente pas les opinions du Parlement européen,
mais seulement celles de son ou ses auteur-e-s.*

Copyright © Février 2019 par la Fondation européenne d'études progressistes et la Fondation Jean-Jaurès

AVERTISSEMENT : La mission de la Fondation Jean-Jaurès et de la Fondation européenne d'études progressistes est de faire vivre le débat public et de concourir ainsi à la rénovation de la pensée social-démocrate. Elles publient donc les analyses et les propositions dont l'intérêt du thème, l'originalité de la problématique ou la qualité de l'argumentation contribuent à atteindre cet objectif, sans pour autant nécessairement reprendre à son compte chacune d'entre elles.

MICHAEL VINCENT

LE BANQUIER ET LE CITOYEN L'EUROPE FACE AUX CRISES FINANCIÈRES

Dix ans après la crise des subprimes, alors que l'euro fête ses vingt ans, où en sommes-nous face aux risques d'une nouvelle crise financière ? Les mécanismes mis en place au niveau européen sont-ils suffisants pour contrer les menaces ? La régulation financière est une affaire trop sérieuse pour être laissée aux seuls banquiers, juristes et économistes et les citoyens ont, eux aussi, le droit de se forger une opinion.

Cet essai fait, en ce sens, œuvre utile : en démystifiant la finance, en analysant les événements financiers les plus marquants, en apportant données, témoignages et anecdotes, Michael Vincent rend visibles les enjeux trop souvent masqués par un vocabulaire qui se veut savant et les dynamiques qui font tourner le carrousel infernal, afin que soient tirées toutes les leçons des dix dernières années.

Michael Vincent est expert des questions d'économie et de stabilité financière pour les institutions européennes et enseigne la régulation financière et l'histoire des crises à l'Université Sorbonne / École polytechnique.

ISBN : ISBN : 978-2-36244-121-9



9 782362 441219

6 €

FOUNDATION FOR EUROPEAN
PROGRESSIVE STUDIES
FONDATION EUROPÉENNE
D'ÉTUDES PROGRESSISTES



www.feps-europe.eu

Fondation
Jean Jaurès

www.jean-jaures.org