

STÉPHANE VOISIN  
JEAN-BAPTISTE BELLON

DETOX  
**FINANCE**

Utile, positive, verte, durable :  
l'avenir de la finance

● Éditions  
**EYROLLES**

« Une analyse lucide, éclairée, même savante tout en restant accessible, des errements de la finance et de la théorie financière. Un humour ravageur renforce l'argumentaire. Remettre la finance au service de l'économie réelle, voilà le message clair pour les professionnels en tout genre. »

**Christian de Boissieu**

Professeur émérite à l'université Paris-I

« Que la finance se désintoxique en se mettant au service de l'intérêt général est un objectif nécessaire pour accompagner la transition écologique et solidaire. C'est le pari des auteurs de ce livre. J'aimerais que l'avenir leur donne raison et nous fasse oublier ne serait-ce que les dégâts sociaux de la finance toxique. Les enjeux écologiques auxquels nous sommes confrontés ont besoin de l'énergie et de l'intelligence de chacun. À la finance de jouer sa part ! »

**Nicolas Hulot**

Président d'honneur de la Fondation Nicolas Hulot pour la nature et l'homme

« Un panorama complet et compétent, critique mais constructif de ce que peut être une finance durable. L'analyse des outils s'accompagne de propositions utiles. Une référence sur le sujet de la finance durable. »

**André Levy-Lang**

Professeur émérite à l'université Paris-Dauphine

Un ouvrage détoxifiant pour comprendre la révolution en cours de la finance et goûter à toutes ses facettes : verte et durable, patiente et positive, collaborative et digitale, et surtout utile. Du diagnostic de ses addictions à l'analyse des stimulants propices à sortir la finance de sa convalescence post-crise, ce livre interroge les racines du mal et la nature des risques pour en extraire une nouvelle fonction d'utilité de l'investissement, apte à mobiliser le côté lumineux de la force de frappe du système financier.

**STÉPHANE VOISIN** est analyste financier, expert ESG. Il coordonne le programme de recherche sur la finance durable à l'Institut Louis Bachelier et enseigne à Dauphine-PSL et Sciences Po.

**JEAN-BAPTISTE BELLON** est analyste financier, expert du secteur bancaire et ancien président de la SFAF (Société des analystes financiers).

# **Detox Finance**

Éditions Eyrolles  
61, bd Saint-Germain  
75240 Paris Cedex 05  
www.editions-eyrolles.com

*À Coline, Hector, Lou, Octave, Romain et Zoé*

*Avec nos sincères remerciements à Alexandre,  
Jean-Charles, Julie, Lisa, Manon, Nicolas, Patrice, Peter,  
Valery et Vincent qui ont accepté de relire des chapitres  
de cet ouvrage qui bénéficie de leurs remarques.*

En application de la loi du 11 mars 1957, il est interdit de reproduire intégralement ou partiellement le présent ouvrage, sur quelque support que ce soit, sans autorisation de l'éditeur ou du Centre français d'exploitation du droit de copie, 20, rue des Grands-Augustins, 75006 Paris.

© Éditions Eyrolles, 2019  
ISBN : 978-2-212-56645-1

Stéphane Voisin  
Jean-Baptiste Bellon

# Detox Finance

● Éditions  
**EYROLLES**



# Sommaire

PROLOGUE	
« <b>Toxic Brexit</b> » .....	7
 <b>Partie I : Toxic Finance</b>	
INTRODUCTION	
<b>Origines de l'addiction en finance</b> .....	15
 CHAPITRE 1	
<b>Contaminations financières</b>	
<i>Dépister les facteurs de risque</i> .....	19
 CHAPITRE 2	
<b>Les banquiers portaient des lunettes noires</b>	
<i>L'opacité, moteur de la toxicité</i> .....	35
 CHAPITRE 3	
<b>Info ou intox ?</b>	
<i>Des moteurs d'addiction qui tourneraient encore</i> .....	43
 CHAPITRE 4	
<b>Inadéquations</b>	
<i>Les forces de l'abstraction endorment les financiers</i> .....	63
 CHAPITRE 5	
<b>« Markets never sleep »</b>	
<i>Vitesse et volatilité dopent des marchés surexcités</i> .....	77

## Partie II : Detox Finance

### INTRODUCTION

<b>À quel régime appartient la finance ? .....</b>	<b>97</b>
--	-----------

### CHAPITRE 6

#### **En manque de responsabilité sociale**

<i>Dynamique d'intégration des enjeux sociaux et environnementaux.....</i>	<b>101</b>
--	------------

### CHAPITRE 7

#### **Finance des horizons**

<i>Quand les banquiers produisent des scénarios.....</i>	<b>123</b>
--	------------

### CHAPITRE 8

#### **Thermos Finance**

<i>Aligner les flux financiers sur l'objectif de 2 °C .....</i>	<b>145</b>
---	------------

### CHAPITRE 9

#### **Retour aux sources**

<i>La finance au service du capital naturel .....</i>	<b>181</b>
---	------------

### CHAPITRE 10

#### **Chlorofinance**

<i>La nouvelle vague de la finance ultra-verte .....</i>	<b>203</b>
--	------------

### CHAPITRE 11

#### **Le risque en quête de sens**

<i>L'impact comme fonction d'utilité du capital.....</i>	<b>227</b>
--	------------

### CHAPITRE 12

#### **Finance collaborative**

<i>Les fintech moteurs d'un développement durable.....</i>	<b>243</b>
--	------------

### CONCLUSION

<b>Nirvana financier .....</b>	<b>275</b>
--------------------------------	------------

<b>Bibliographie .....</b>	<b>279</b>
----------------------------	------------

<b>Index des personnes citées.....</b>	<b>283</b>
--	------------

<b>Index des mots clés et des entreprises citées .....</b>	<b>287</b>
--	------------



## Prologue

### « Toxic Brexit »

La scène se déroule durant l'hiver 2014 dans le *boardroom* feutré d'un club de *gentlemen* au cœur de Londres. Un portrait fraîchement restauré de Cromwell domine la pièce et l'atmosphère, comme si chacun autour de la table aspirait à renouveler un grand moment de l'histoire anglaise. Il ne s'agit plus de trancher vif la tête d'un roi, mais des liens qui les unissent encore à un ennemi commun. Si toutefois la monarchie devait vaciller à l'issue de l'opération, quelques-uns se féliciteraient d'avoir fait d'une pierre deux coups de maître. Un banquier en mal d'exercices s'étire tout en digressant avec un ministre du *shadow cabinet* tandis qu'un ministre en exercice plaisante avec un patron du *shadow banking*: on est entre égaux dans ce cercle-là, tels des chevaliers modernes de la Table ronde. Un homme se lève et invite à démarrer la séance tout en précisant d'un sourire entendu que celle-ci n'a jamais existé. Aucune réunion sérieuse outre-Manche ne peut se concevoir sans maître des débats, le *chair*. Et ce président d'une grande institution financière britannique assume visiblement le rôle avec la dextérité d'un vieux briscard. La règle est que les échanges ne respectent aucune règle, mais seulement des principes éternels que personne n'a jamais besoin d'énoncer tellement ils sont constituants de leur

savoir-vivre autant que de leur savoir-faire : « *principle based* » est leur royaume.

La parole est donnée à un éminent professeur de Cambridge à qui a été confiée la tâche de résumer la situation : « La Commission européenne, explique-t-il, est un rouleau compresseur auquel il devient de plus en plus délicat de s'opposer. La crise financière n'est toujours pas résorbée ; elle a exacerbé la volonté du Parlement européen d'en découdre avec l'industrie financière et la City est assiégée par les régulateurs du continent. L'exigence de transparence, cette nouvelle marotte de la société civile et des médias, constitue une menace sans précédent pour l'indispensable confidentialité des affaires : c'est même l'intérêt national qui est en jeu dès lors que les transferts en livres sterling des banques vers des pays soi-disant controversés sont placés sous le contrôle des autorités européennes. Autre menace inadmissible à la fluidité des échanges, la taxe sur les transactions financières vise clairement le *leadership* technologique anglais sur le trading haute fréquence que nous jalouent les banques continentales alors que la vitesse est devenue le nerf de la guerre des marchés. Rester à l'écart de l'euro ne suffit plus devant la détermination de Bruxelles à submerger les îles britanniques de réglementations inutiles par vagues de plus en plus pressantes.

– En bref *gentlemen*, interrompt le *chair*, il apparaît que la seule solution viable à ce jour pour nous libérer des chaînes de l'Europe consiste à la quitter ! »

Soupirs approbateurs de l'assistance sur le vibrato grave de ceux qui ponctuent les discours à Westminster.

« Je crois pouvoir ajouter, reprend le *chair*, que nous avons tout tenté pour convaincre nos amis du continent de revenir à la raison, c'est-à-dire celle de l'équilibre rationnel des marchés dont nous savons pertinemment, à l'instar de la démocratie, qu'il n'est pas parfait, mais qu'il n'en reste pas moins la seule voie possible pour aller de l'avant et préserver nos intérêts dans cette

affaire ! Nous acceptons de bon gré quelques fioritures réglementaires, mais il n'est pas question de renoncer aux lignes directrices qui sont les nôtres. En croyant nous désintoxiquer, ils ne se rendent pas compte qu'ils s'intoxiquent eux-mêmes et le système avec eux ; nous finirons tous comme ces malades qui meurent de leur traitement avant même de succomber à leur cancer ! »

Nouvelle salve de soupirs une demi-octave plus haute.

« Nous sommes bien d'accord avec toi, mais ne sous-estimons pas le problème, objecte un ministre de l'ombre : le peuple, les jeunes et même les Londoniens ne sont pas du tout prêts à quitter l'Europe.

– Qu'à cela ne tienne, rétorque le *chair*, on va les y préparer. Connaissant le sentiment profond de nos concitoyens à l'égard du continent, ça ne devrait pas être très compliqué. »

Rires gras autour de la table, le doyen manque de s'étouffer.

« Il va sans dire que le sentiment de marché, murmure le professeur de Cambridge sur un ton narquois en visant son voisin du HFT, est une donnée que nous avons appris à manipuler.

– Voilà ! reprend le *chair*, il nous suffit de financer les bonnes personnes, n'est-ce pas ? ! »

La forme interrogative dissimule souvent une simple formule de politesse : la question est tranchée dans un silence assourdissant ; seule une vague de moue amère est perceptible.

« Il nous faut juste un vote ! Il n'y a rien à perdre, les rassure-t-il, quel que soit son résultat, nous aurons de toutes les façons généré assez de bazar et par conséquent de volatilité pour nous payer mille fois. Et même des milliers de fois si nous parvenons à un vote positif, on s'assure des années de volatilité ! »

La moue sur les visages s'est muée en un air médusé ; le *chair* conclut alors en balayant ses pairs du regard comme s'il faisait déjà la quête.

À défaut de faire la lumière sur les coulisses d'une conspiration, ce scénario fictionnel souligne l'opposition viscérale de la culture de marché anglo-saxonne à toute intrusion de corps réglementaire étranger. L'analyse de scénarios est un exercice nouveau auquel doivent désormais se confronter les acteurs de la finance ; supposés éclairer les marchés sur les risques émergents comme le climat au-delà de leur ligne d'horizon habituelle, rien ne leur interdit d'explorer le passé pour mieux comprendre l'avenir. En dépit de la toxicité qu'on peut initialement mesurer dans son métabolisme, on sous-estime largement l'aptitude du système financier à organiser sa propre défense immunitaire, à faire plus ou moins semblant d'assimiler les contraintes qui s'imposent à lui tandis qu'il développe des stratégies de rejet, quel qu'en soit le prix. « La finance est attendue au tournant », prévenait, dix ans après la crise de 2008, le patron de la Commission européenne, ajoutant qu'« après avoir fait partie des problèmes elle doit désormais faire partie des solutions ». On sait moins le rôle moteur du Brexit dans la détermination soudaine de l'Europe à verdir la finance. En quelque sorte un plan d'urgence pour réconcilier les citoyens avec leur système financier ; c'est le prix à payer pour démontrer que celui-ci est capable d'assumer une fonction d'utilité positive au service d'une économie plus durable.

L'arsenic, nous rappelle Denis Meadows, pionnier des scénarios macro-environnementaux, a été utilisé comme médicament pendant des milliers d'années ; c'est un poison mortel, mais sa faculté à soulager les symptômes sur le court terme a incité nombre de malades à y recourir avant qu'il soit récemment remplacé par des substituts moins dangereux. « *Greed is good* » (la convoitise, c'est bien) était la devise de Gekko dans le *Wall Street* d'Oliver Stone. Que le vice de chacun, selon *La Fable des abeilles* de Mandeville, à l'origine des concepts de rationalité économique et d'efficacité de marché, soit le gage d'un équilibre général plutôt vertueux peut à la limite se concevoir tant que la ruche n'est pas contaminée. Or, de nombreux indices

révèlent que la finance, notamment celle des marchés, n'a pas encore réglé ses comptes avec ses vieux démons ni apprivoisé les nouveaux diables du marché que sont la transparence, la vitesse, le court-termisme ou le couple infernal risque-rendement. L'impulsion régulatrice est certes nécessaire pour corriger les excès du système, mais laisser une part importante aux initiatives des acteurs ne l'est pas moins : le processus de rédemption est à ce prix. Le nouvel engouement de la City pour la finance verte tenterait-il de racheter la faute de sa frange ultralibérale ou est-ce un leurre ? Tout système peut sécréter ses propres solutions anticorps ; la difficulté consiste en l'occurrence à faire comprendre aux banquiers qui, sentant le vent tourner, commencent à s'intéresser à la finance durable, que le concept ne consiste pas à trouver le moyen de faire durer leur idée de la finance, mais au contraire de la remettre en cause. « *Green is good* » pourrait-il devenir la nouvelle devise des marchés ? Un antidote à la mutation probable d'une City post-Brexit en place offshore qui serait tenté de servir les intérêts d'une génération révolue alors que le temps presse pour assurer une relève de financiers detox.



PARTIE I

**TOXIC FINANCE**





## Origines de l'addiction en finance

L'expression «toxique» est entrée dans le langage courant pour désigner des instruments financiers commercialisés par les banques et présentant une caractéristique commune: le défaut d'appréciation de leur profil de risque qui fut à l'origine de pertes abyssales pour les banques, leurs clients et *in fine* pour l'ensemble de la société. Par extension, ce qualificatif s'est accolé aux banques elles-mêmes, jusqu'à coller à la peau de certaines: comble de l'ironie pour celle qui se présentait comme «la banque du développement durable», on se souvient de *Dexia, une banque toxique*<sup>1</sup> titre d'un ouvrage reprenant une ritournelle médiatique dont la portée fut suffisamment large pour inciter ses responsables à changer le nom des entités survivantes du groupe, histoire de repartir sur des bases saines.

L'expression n'a pas été adoptée par hasard: son évocation renvoie très souvent dans l'inconscient collectif à l'idée d'addiction. «*Toxic*» et «*addict*» sont les deux faces d'une même pièce de monnaie qui remonte à la nuit des temps de l'industrie financière. L'association de ce terme aux activités de crédit trouve en effet sa justification dans ses racines étymologiques

---

1. Catherine Le Gall et Nicolas Cori, *Dexia, une banque toxique*, La Découverte, 2013.

et culturelles. «Addiction» est un mot français que les Anglais nous ont emprunté pour l'usage que l'on connaît aujourd'hui, mais qui remonte au Moyen Âge où il avait alors une tout autre signification. L'addiction désignait autrefois une décision de justice propre aux affaires financières qui obligeait toute personne incapable de rembourser son créancier à se tenir à la disposition de celui-ci jusqu'à l'acquittement de sa dette. On comprend mieux au passage où le concept d'obligation puise sa force, et ce d'autant plus qu'aucun intérêt ne venait à cette époque compenser la créance, l'usure étant généralement considérée comme immorale. La personne jugée devenait pour une période donnée ou selon l'importance de son endettement, jusqu'à la fin de ses jours, une sorte d'esclave. De fait, «addiction» vient du latin *ad-dicare*, formule qui désignait les esclaves car ne pouvant porter de patronymes, ils étaient «dits à» leurs maîtres. Il s'agit donc bien d'un état de sujétion, d'une forme de soumission qui exprimait la perte de liberté que pouvait subir tout individu endetté vis-à-vis de son créancier. Le développement de la finance depuis le début des années 1980 l'a fait passer du statut de servant à celui de maître qui a assujéti la société *via* ses règles et codes (le fameux diktat des marchés) et a créé des produits et notamment les *subprimes* et autres emprunts toxiques. L'enjeu est dès lors de renverser la vapeur en faveur d'une finance positive *ad-dicare* de la société, c'est-à-dire à sa disposition. La finance utile doit évaluer la dette financière et sociétale contractée et intégrer son remboursement dans un «nouveau contrat social» avec les générations futures. Une telle «inversion des normes» ne va pas de soi mais l'idée fait son chemin.

L'injection de morphine pour combattre la douleur ne crée de l'accoutumance que dans 1% des cas; en revanche, l'accoutumance devient quasi immédiate quand l'injection a pour but de se faire plaisir. L'intoxication serait donc aussi un phénomène psychologique. On retiendra également qu'en l'absence de douleur le sujet tend à perdre tout lien avec la réalité: le plaisir est désincarné et l'aptitude à se faire

plaisir dans la vie réelle tend à diminuer, voire à disparaître. L'intérêt croissant de la science économique pour le sujet de l'addiction ne surprend pas; cela paraît être une évolution évidente de la micro-économie, discipline qui étudie les comportements individuels et s'inscrit dans les perspectives de la branche prometteuse de l'économie comportementale qu'est la neuro-économie. On peut légitimement se demander si les économistes ne vont pas trop loin en cherchant à ramener l'addiction dans le cadre de la « théorie des choix rationnels » au lieu d'accepter l'échec sinon les limites des concepts néoclassiques. Comme si le grand écart des idées permettait de justifier ceux du marché. Il est toutefois frappant de constater à quel point les pistes de recherche explorées par les croisements de la neurobiologie de l'addiction et des schémas de la prise de décision s'articulent autour de quatre axes principaux que l'on retrouve distinctement dans la manière dont l'industrie financière tend à concevoir ses préférences: l'utilisation d'un cadre théorique qui crée une distance vis-à-vis de la réalité, la faiblesse de la volonté et la recherche de satisfaction et d'espérance de gains avec une impérieuse préférence pour le présent au détriment du long terme.

L'objet de cet ouvrage n'est pas de relever le défi d'une réconciliation entre les phénomènes d'addiction financière et la théorie des choix rationnels<sup>1</sup>. Il s'agit plutôt d'un cheminement, fait de nombreux tâtonnements, visant à explorer les méandres d'une finance en mutation jusqu'au cœur des salles de marchés et de fournir quelques pistes de réflexion en faveur d'une convalescence durable. À la démarche de sachants, nous préférons adopter l'allure d'une analyse « en connaissance de cause » avec le double prisme financier et extrafinancier qui est le nôtre. On gardera simplement à l'esprit, comme le faisceau de lumière sur le front des géologues, l'hypothèse du psychologue Éric

---

1. Le lecteur pourra notamment se référer à ce sujet aux travaux sur les principes de l'addiction rationnelle développés en 1988 par Becker et Murphy ou à ceux de Jon Elster.

Loonis<sup>1</sup> qui, à la suite des travaux de Peele et Brodsky, ouvre un champ d'analyse assez pertinent lorsqu'on cherche à décrypter le logiciel qui fait tourner les marchés. Son postulat est que le cerveau humain posséderait un fonctionnement naturellement addictif: il se comporterait, par sa constitution, « comme un drogué ». Loonis relie la dépendance dont il traite au concept de distraction cher à Pascal qui dans ses racines latines, il n'est pas innocent de le rappeler, désigne l'action financière de détourner à son propre profit – ou distraire – la part d'un héritage. C'est bien l'enjeu de la finance detox de faire en sorte que le comportement pathologique de l'industrie financière et des marchés ne détourne pas (ou ne nous détourne pas de) notre héritage, c'est-à-dire nos biens communs.

---

1. Éric Loonis, *Théorie générale de l'addiction : du système d'actions à l'écologie de l'action*, Éditions Nègrefont, 2002.

## Chapitre 1

# Contaminations financières

## *Dépister les facteurs de risque*

Les comportements toxiques jalonnent l'histoire de la finance. Ce n'est certes pas un monopole, d'autres domaines d'activité sont concernés. Mais parce que la finance se situe au cœur de la création et de la circulation de la richesse, les pratiques menées en son sein impactent l'ensemble de l'économie. Plus de dix ans après la crise de 2008, il est encore difficile d'évaluer l'ampleur d'une déflagration qui renvoie directement à 1929 quant à ses conséquences bien au-delà de la sphère financière, sur l'économie, sur le monde réel et la société dans son ensemble, c'est-à-dire sur l'Histoire. Au-delà d'une revue des failles des mécanismes financiers, il n'est pas sûr que nous ayons pris conscience des causes et des effets de la conception de produits toxiques par l'industrie financière et de sa propre consommation, parfois dans des proportions stupéfiantes. Dans l'analyse qu'il fait du krach de 1929, John Kenneth Galbraith<sup>1</sup> ne retient

---

1. John Kenneth Galbraith, *The Great Crash*, Hamish Hamilton, 1954.

en définitive que les facteurs de risque de la pathologie addictive des banquiers: capacité de s'abandonner aux illusions, comportement moutonnier, penchant pour l'argent facile, évasion massive de la réalité. Garder la mémoire de ces dérives serait selon l'auteur d'une *Brève Histoire de l'euphorie financière*<sup>1</sup>, le meilleur antidote aux crises et à leurs effets négatifs.

L'histoire des cycles et des crises est bien documentée, mais le débat sur le caractère inévitable des successions de crises n'est pas vraiment tranché, même dans des économies de marché. Il semble difficile de réfuter la vision d'Hyman Minsky selon laquelle les marchés laissés à eux-mêmes génèrent de l'instabilité car dans un environnement stable il est toujours tentant de prendre un peu plus de risque ou un peu plus de crédit (levier) pour améliorer ses profits, sa performance ou son rendement, ce qui crée les conditions idéales pour produire des bulles financières. En tout cas, on ne peut que remarquer l'absence de crises bancaires entre 1945 et 1970, période de réglementation assez marquée alors que la période récente caractérisée par une réglementation plus lâche semble au contraire beaucoup plus propice à leur apparition<sup>2</sup>.

## COUPS SUR COÛTS

Le coût direct de la crise, celui de l'auto-intoxication du système bancaire lui-même, a fait l'objet de documentations fournies même s'il est étonnant que les différentes études publiées aboutissent à des écarts allant du simple au double – entre 1 et 2 trillions de dollars – selon la part des pertes et provisions qui sont attribuées à la crise. On a en revanche tendance à oublier deux autres conséquences directes de la crise sur l'industrie

- 
1. John Kenneth Galbraith, *Brève Histoire de l'euphorie financière*, Le Seuil, 1992.
  2. Pour le nombre de crises bancaires recensées par pays entre 1970 et 2010 voir Luc Laeven et Fabian Valencia, *Systemic Banking Crises Database*, FMI, 2012.

bancaire : la première est la sous-performance notoire du secteur qui a perdu environ 80 % de sa valeur par rapport au pic de 2007, alors que les indices de place ont retrouvé leur niveau d'avant-crise et que d'autres secteurs comme la consommation ou la tech ont plus que doublé. Un préjudice financier considérable pour les épargnants qui continuent à en payer le prix du fait de la décote qu'accusent les grandes banques européennes par rapport au marché, en termes de valorisation tant des résultats que des fonds propres. En d'autres termes, plus de dix ans après la crise, le secteur continue de susciter une forte défiance ; c'est bien le comble que la Bourse n'ait même plus confiance en ses « teneurs de marché ».

Mesurer les coûts indirects, c'est-à-dire les dommages infligés au reste de l'économie, s'avère une tout autre paire de manches. Si la réalité des récessions (celle de 2009) et de la croissance de l'endettement des États (de 60 à 96 % pour la France, de 40 à 100 % pour l'Espagne...) n'est pas contestable, l'analyse des causes et de l'engrenage de la crise relève d'un exercice complexe. Les récessions sont d'autant plus vives que le moteur de la croissance de la période 2000-2007 a été fondé sur l'endettement. En Europe comme aux États-Unis, l'intervention des États (donc des contribuables) pour sauver ou soutenir les banques se chiffre à un peu moins de 10 % du PIB. Tout d'abord il y a l'arrêt brutal de la croissance du crédit qui touche les comportements toxicomanes dans l'ensemble de l'économie. La déprime qui suit ce coup de frein brutal prévient une réelle prise de conscience sur le rôle du crédit comme moyen de dopage de la performance des cycles de croissance passés, notamment celui de 2000-2007. Le diagnostic est cette fois différent<sup>1</sup> : désendetter les agents ou ne pas rembourser les dettes. Il faut un certain recul avant de réaliser que la large diffusion du crédit a servi de moteur à un modèle économique qui tournait

---

1. Kenneth Rogoff et Carmen Reinhart, *This time is different, Eight centuries of financial folly*, Princeton University Press, 2009.

au profit d'une minorité<sup>1</sup>. Cette incapacité à reconnaître le problème engendre même longtemps après l'éclatement de la crise des visions d'économistes hallucinées : la croissance antérieure était fondée sur une situation insoutenable, caractéristique des bulles de crédit, qu'il s'agisse de la valeur des tulipes noires, de celle du mètre carré de jardin au centre de Tokyo ou sur les côtes de la Floride.

Comme c'est souvent le cas dans ce type de situation, l'attention collective s'est naturellement tournée vers l'évolution du traitement des acteurs intoxiqués et des conditions de prise en charge par l'État à travers différents centres « hospitaliers » (à double titre) sans véritablement remettre en cause le système de santé lui-même. La société civile en a conçu une frustration d'autant plus légitime que les enquêtes de la justice sur les causes du drame de 2008 ont été aussi discrètes que lentes, le rythme de l'appareil judiciaire n'étant pas celui de l'action économique ou médiatique.

## CRIMES ET CHÂTIMENTS

Dix ans après le début des investigations portant sur les facteurs de la crise, les amendes pleuvent pourtant encore et les scandales continuent d'alimenter l'actualité de la planète Finance. Les banques ont enregistré des coûts cumulés de plus de 300 milliards de dollars liés aux litiges sur la période 2008-2018. Deux tiers de ces amendes sont infligés par les autorités, dont l'essentiel aux États-Unis. Une particularité des amendes américaines est qu'elles sont dans la plupart des cas fixées à la suite de transactions ayant pour but d'éviter aux banques concernées des procès longs et coûteux ; dans certains cas, les banques ne peuvent arriver à cette étape qu'en reconnaissant leur « culpabilité ». Un choix important car il peut générer

---

1. Thomas Piketty, *Le Capital au XXI<sup>e</sup> siècle*, Le Seuil, 2013.



des effets négatifs sur leur réputation. Même en cas de transaction, le retard dû à l'étirement de la procédure empêche le plus souvent les acteurs concernés de prendre véritablement conscience de leurs pratiques. Une grande partie des scandales récents provient en effet de la mise au grand jour d'affaires anciennes comme les cessions à des investisseurs de titrisation de crédit habitat comportant donc des crédits *subprimes*. Les amendes sur les *subprimes* qui mettent en cause des comportements datés des années 2005–2009 ont pour l'essentiel été infligées entre 2011 et 2014. Sans compter le cas des intoxications très sophistiquées pour lesquelles les investigations – et les traitements – ont nécessité plus de temps : il s'agit de Goldman Sachs (5 milliards de dollars d'amendes en février 2016) et de Deutsche Bank (amende de 7 milliards de dollars). Il reste en salle d'attente une petite poignée de banques qui sont aussi mises en cause, mais il semblerait que la cure d'amendes dures touche à sa fin.

Dans cette valse à coups de milliards, les individus responsables de la crise ne sont que très rarement mentionnés : est-il besoin d'aller chercher plus loin les causes de la vindicte populaire post-crise ? Les condamnations pénales ont été extrêmement rares. Certes, Bernard Madoff est en prison pour des centaines d'années, mais très peu de dirigeants de banques ont été personnellement mis en cause. C'est ce que dénonce avec fracas Eric Ben-Artzi, un lanceur d'alertes (du département risques de Deutsche Bank), en refusant la prime de 8 millions de dollars qu'il aurait pu toucher après le succès de l'enquête de la SEC à la suite de ses dénonciations. Parmi les observateurs plus assidus, le niveau de frustration reste élevé. Le simple constat du maintien des réseaux et des circuits d'approvisionnement au sein du réseau financier laisse à craindre que de nouvelles crises financières puissent se reproduire facilement. La mauvaise foi générale dans les enquêtes sur les paradis fiscaux témoigne de l'ampleur du problème. Les récents déboires des banques nordiques en matière de contrôle anti-blanchiment montrent

que les banques ont encore d'énormes efforts à réaliser tant en matière de mise en place d'équipes et d'outils que de culture. La facilité et la tolérance avec laquelle l'évasion ou la structuration fiscale ont été incorporées aux conseils prodigués aux clients forcent l'admiration ; de telles pratiques sont révélatrices d'un état d'esprit plus que d'une volonté de frauder. Et là aussi ce n'est qu'à l'issue d'un long et difficile travail d'investigation que ces pratiques seront mises à jour. Il est frappant de constater qu'une large partie des pratiques mises en lumière par les fuites des *Panama Papers* remonte à la période 2000-2010.

## LES ADDICTIONS FONDAMENTALES

Remonter jusqu'à l'origine des causes des fraudes dans la finance paraît être une tâche ou bien trop facile (l'ennemi, c'est la finance...) ou bien particulièrement ardue. Il semble toutefois possible de faire ressortir certains traits communs entre les différentes intoxications financières. Le phénomène d'addiction tend à s'appuyer sur trois toxines clés : le besoin de satisfaire la croissance à tout prix, la distance prise avec l'économie réelle pour y parvenir et le recours à la complexité que cela nécessite. Un engrenage du court-termisme dans lequel la manipulation par les salles de marchés du principe d'actualisation, colonne vertébrale du système financier, nourrit l'addiction du système au risque et à la volatilité. Pour illustrer comment le jeu des taux d'intérêt crée l'impératif de croissance lié au mécanisme des intérêts composés, suscite la complexité et tend à déprécier l'avenir au bénéfice du court terme.

Les crédits aux collectivités locales sont un bel exemple de financement de long terme bien ancré à l'économie réelle qui se désincarne de son objectif et tourne court.

Les collectivités locales (communes, départements régions, sociétés d'économie mixte) disposent de revenus réguliers (impôts et taxes, dotations de l'État) avec des besoins financiers

variables en raison de l'importance des investissements dont elles ont la charge. Elles ont donc recours à l'endettement pour ajuster ressources et emplois. Historiquement, en France, leurs financements provenaient du secteur public, de la Caisse des Dépôts (CDC) puis de son entité dédiée aux collectivités locales, la CAECL. La transformation de cette structure «interne» au groupe CDC en Crédit local en 1989 puis son introduction en Bourse en 1993 n'ont pas apporté de changement majeur dans ce marché qui était dominé par le Crédit local, la CDC (encours résiduel à maturité longue), les Caisses d'Épargne et qui s'était marginalement ouvert à d'autres acteurs financiers ou bancaires. Financement long, voire très long (trente à quarante ans), marges faibles et risques faibles : nous sommes *a priori* bien loin de la spéculation débridée. Une conclusion hâtive si l'on s'en tient à l'évolution de certains dossiers : le début des années 1990 est marqué par quelques faillites retentissantes de collectivités locales (Angoulême en 1989 est la plus connue), de projets portés et/ou garantis par les collectivités (Orlyval en 1992).

L'analyse de ces affaires montre le danger qu'il y a à prendre de la distance avec l'activité traditionnelle de financement de l'économie réelle en s'aventurant dans les hautes sphères des crédits structurés. Le cas du Crédit local devenu Dexia à la suite de son mariage avec son homologue belge le Crédit communal mérite une attention particulière. Le mouvement de fond de baisse des taux longs est l'un des facteurs clés de l'évolution du prêteur long qu'est Dexia ; ses clients, les collectivités locales, comprennent l'intérêt qu'il y a à renégocier leurs vieux crédits. Attirés par ce filon, des intermédiaires financiers attisent l'appétit général pour la renégociation des emprunts jusqu'au fin fond des campagnes. Les banques de financement entrent dans la danse avec leurs panoplies d'arbitrages financiers et de produits plus complexes. Sous l'effet de la concurrence, les revenus de Dexia proviennent assez vite autant des marges sur les crédits que des revenus de restructuration du stock de crédits.

La concurrence s'intensifie, les courtiers et les banques d'investissement écument le marché français où Dexia défend sa position de leader et les ventes de crédits structurés explosent. La complexité, principal outil de différenciation, est en marche : Dexia passe de 3 formats de crédits types en 1995 à 223 en 2008.

### **ARSENIC ET VIEILLES FICELLES**

Le poison, c'est vieux comme le monde, se présente souvent sous les traits d'une belle affaire. Un crédit à quarante ans octroyé à une collectivité a tous les attraits d'un financement utile de long terme. Le découpage de ce genre de prêt en une première période de « grâce » de 3 à 6 ans de taux zéro ou largement inférieur au niveau du marché (c'était bien sûr avant l'apparition des taux négatifs) convient sans doute parfaitement au temps électoral d'une équipe municipale, mais n'est pas sans effets secondaires. Les clients de Dexia et consorts sont d'autant moins incités à suivre ce qui se passe après la période initiale de 3 à 6 ans que les collectivités n'ont pas de bilan véritable, mais se pilotent par le seul compte de résultats. Mettre des produits complexes dont la valeur évolue selon des paramètres de marché dans des boîtes fermées où l'on ne suit pas ces paramètres semble être une recette miracle pour la catastrophe. Le gain immédiat offert sur les premières années est largement compensé par une prise de risque sur le reste de la vie du crédit, mais celle-ci est difficilement détectable. Les principes actifs introduits dans les formules de ces prêts sont redoutables : une variation infime d'un paramètre au-delà d'un seuil fixé à l'avance et dont personne n'a conscience, par exemple la parité du franc suisse qui bouge par rapport à l'euro, et voilà que la réaction chimique bouleverse le profil du crédit, entraînant une réaction en chaîne sur l'ensemble des emprunteurs imprudents : c'est l'effet « boule de neige ».

Voici le détail d'un crédit dont le taux est fixé à 3,66 % pour 3 ans (en février 2007 l'État français empruntait sur les marchés à des taux de 4,10 % pour de la dette à 10 ans). Le taux de cet emprunt reste à ce niveau-là sauf si le CHF se renforce par rapport à l'euro ; en l'occurrence si le seuil (la barrière) de 1,44 CHF pour 1 euro est passé, alors le taux du prêt est remis en cause. Et si le franc suisse vient à s'apprécier de 20 % (taux de change de 1,25 contre 1,50 dans notre cas) alors le taux du crédit passe à 13,66 %, soit le taux de base (3,66 %) plus la moitié de la variation (soit 10 %). Un sacré changement ! La hausse continue du franc suisse, considéré – à tort – comme une monnaie stable avant la crise européenne, a pour conséquence immédiate de gonfler la note au fur et à mesure de son évolution : encore l'effet « boule de neige »<sup>1</sup>.

C'est l'anatomie d'un risque sain, bien ancré à l'économie locale qui s'intoxique en se mondialisant. La banque – Dexia ou ses concurrents – propose à la collectivité de prendre un risque géopolitique global qu'elle ne maîtrise pas – un risque difficilement prévisible pour un économiste et *a priori* hors de portée pour un conseiller municipal – sans expliciter que cette clause contribue à réduire significativement le coût de son emprunt. La banque va revendre cette protection – accordée par la collectivité – avec une marge confortable à des investisseurs ou des industriels endettés en CHF et désireux de se protéger contre une hausse éventuelle du taux de change du franc suisse. La présentation du banquier mentionne habilement le CHF comme une valeur refuge, avec la référence à la crise de 2001, mais cette clause n'est pas présentée comme une source de risque. Ces mécanismes sont toxiques à plus d'un titre : par la dissimulation du profil de risque, par l'accoutumance qu'ils créent tant pour les équipes de la banque que pour les clients à un univers irréel d'argent à bas prix et enfin pour la mutation d'un risque de financement traditionnel et compréhensible

---

1. Pour une liste des offres de crédit structuré de 2007, voir le rapport Bartolone et Gorges, 2011.