

# L'Or des Fous

*L'histoire secrète de la JP Morgan : comment la cupidité des banquiers de Wall Street a corrompu un rêve et a déclenché la catastrophe financière mondiale.*



Gillian Tett apparaît dans le film sur la crise financière  
*INSIDE JOB* ( Oscar du meilleur documentaire ) réalisé  
en 2010 par Charles H. Ferguson.

Gillian Tett

# L'Or des Fous

*L'histoire secrète de la JP Morgan ou comment la cupidité des  
banquiers de Wall Street a corrompu un rêve et a déclenché  
la catastrophe financière mondiale.*

Traduit de l'américain par Anne Confuron



Le jardin des Livres  
Paris

www.lejardindeslivres.fr

plus de 1700 pages à lire

L'or des fous - Fool's Gold

Traduction française © 2011 Le Jardin des Livres

Texte original © 2010 Gillian Tett

243 bis, Boulevard Pereire – Paris 75827 Cedex 17

Toute reproduction, même partielle par quelque procédé que ce soit, est interdite sans autorisation préalable. Une copie par Xérogaphie, photographie, support magnétique, électronique ou autre constitue une contrefaçon passible des peines prévues par la loi du 11 mars 1957 et du 3 juillet 1995, sur la protection des droits d'auteur.

# Remerciements

Je n'aurais pas pu écrire ce livre sans le soutien de nombreuses personnes, des deux côtés de l'Atlantique. Elles m'ont généreusement donné de leur temps pendant de nombreuses années pour m'aider à comprendre le fonctionnement du monde financier ( et, plus récemment, comment il a cessé de fonctionner ).

Ces pensées et ces conversations se sont entremêlées pour créer le canevas de ce livre. Beaucoup des banquiers, régulateurs et investisseurs qui m'ont fourni l'inspiration nécessaire ont demandé à rester anonymes. Cela n'est pas surprenant étant donné le climat politique actuel. Même si je ne les ai pas cités, ils savent qui ils sont et je veux vraiment leur exprimer toute ma reconnaissance pour le temps qu'il m'ont accordé. Un grand merci également à l'ancien personnel de JP Morgan, ainsi qu'à celui qui est en place aujourd'hui, qui a échangé avec moi à de multiples occasions depuis début 2005. La banque n'est pas à l'origine du projet et elle n'a pas approuvé le livre. Au contraire, certains employés de JP Morgan étaient extrêmement mal à l'aise lorsqu'ils ont découvert que je prévoyais d'écrire un livre et quelques-uns ont essayé activement de m'en dissuader. A la fin, pourtant, presque tous ont répondu à mes questions avec gentillesse et certains ont consacré de nombreuses heures à essayer d'expliquer leur histoire. Si j'ai mal compris ce qu'ils m'ont dit, les erreurs sont entièrement de mon fait.

Mon employeur, le *Financial Times*, m'a généreusement permis de prendre du temps libre pour poursuivre ce projet, même en plein milieu d'une crise du crédit. Je suis très reconnaissante à Lionel Barber et à Martin Dickson, respectivement rédacteur en chef et rédacteur en chef adjoint. J'ai d'abord commencé à essayer de parcourir l'histoire du crédit depuis 2005 avec mes collègues du *Financial Times* et tout au long des recherches, j'ai pu bénéficier de leur perspicacité et de leur aide. Merci tout spécialement à Richard Beales, Chris Brown-Humes, Joanna Chung, Paul J. Davies, Aline Van Duyen, Francesco Guerrera, Jennifer Hughes, Michael Mackenzie, Sam Jones, David

Oakley, Anousha Sakoui, Saskia Scholtes, Henny Sender, Gary Silverman et Peter Thal-Larsen, Janet Tavakoli, Satyajit Das et Arturo Cifuentes. Ils étaient quelques-uns des dissidents qui voulaient bien parler ouvertement au *Financial Times* à propos des dangers imminents du crédit. Au cours des nombreuses étapes de l'écriture, Adam Ridley, Charles Morris, Henry Fajemirokun, Keith Hart et Satyajit Das ont lu plusieurs brouillons et m'ont fait des commentaires très utiles. Henny Sender également m'a offert un soutien logistique très gentil. Pascal Spreen, Shannon Gitlin et Madhavi Pulapaka ont conduit la recherche. Merryrn Somerset Webb a été une merveilleuse source de soutien au fil des années. Sophia Arnold et Martha Mehta m'ont fourni l'inspiration intellectuelle et un rire bienvenu. Merci aussi à Keith Hart et à d'autres anthropologues pour leurs conseils. Le travail de troisième cycle que j'avais réalisé quinze ans plus tôt dans le département d'anthropologie sociale de l'Université de Cambridge, sous la direction d'Ernest Gellner et de Caroline Humphrey, m'a inculqué une structure analytique qui m'influence profondément, même aujourd'hui. Plus récemment, j'ai également beaucoup appris des débats qui se sont tenus à la London School of Economics et à l'Université de Westminster.

Mon agent, Amanda Urban ( Binky ) chez ICM à New York, m'a soutenue sans arrêt sur ce projet, même au début de 2007, lorsqu'il n'était pas du tout tendance de parler de CDO et de CDS. Karolina Sutton, chez Curtis Brown à Londres, a été d'une grande aide aussi. Emily Loose chez Free Press à New York a travaillé très dur dans des limites de temps très serrées pour transformer mon texte en livre qui pourrait être lu par un large public. Elle a fait un travail vraiment remarquable. Je leur en suis très reconnaissante. Merci beaucoup également à Tim Whiting et à Zoë Gullen de Little, Brown à Londres pour avoir transformé la copie en un livre qui aurait une signification pour un lectorat britannique.

Lors de conjonctures difficiles, Cynthia Fajemirokun, Esmond Naylor, Peter et Romaine Tett m'ont tous apporté un soutien domestique précieux. Priya Patel et Julie Philips m'ont aidée pour garder les enfants. Le plus grand merci, pourtant, va à Henry Fajemirokun dont la profonde perspicacité et la détermination pour mettre en question les idées reçues ont été une source essentielle d'inspiration intellectuelle pour moi au fil des années, en relation avec ce livre et beaucoup d'autres choses encore. Merci mille fois aussi pour son soutien au cours du frénétique processus d'écriture. Dire « merci » semble facile mais je le pense vraiment du fond du cœur.

## ~ Préface ~

Les banquiers étaient-ils devenus fous ? Aveugles ? Diaboliques ? Ou bien étaient-ils tout bonnement cupides ? Soyons clairs, notre histoire a connu son lot de périodes prospères et de faillites. Les cracks boursiers sont presque aussi anciens que l'invention de l'argent lui-même. Mais la crise que nous traversons actuellement se distingue d'autant plus qu'elle est vaste. Les économistes estiment que les pertes totales pourraient se chiffrer entre deux mille et quatre mille milliards de dollars, une somme qui est similaire à la valeur du produit intérieur brut de la Grande-Bretagne. Plus surprenant encore, ce désastre était voulu. A la différence de nombreuses crises du système bancaire, celle-ci n'a pas été provoquée par une guerre, une récession généralisée ou un choc économique venu de l'extérieur. Le système financier s'est effondré sur lui-même apparemment sans crier gare selon de nombreux observateurs. Tandis que les usagers/consommateurs, les hommes politiques, ceux qui pensent tout savoir sur tout et jusqu'aux financiers eux-mêmes se penchent sur ce naufrage, la question que nous devons nous poser est la suivante : pourquoi ? Pourquoi les banquiers, les régulateurs et les agences de change ont-ils œuvré ensemble pour élaborer et mettre en marche un système qui était voué à l'échec ? N'ont-ils pas su en voir les défauts ou bien n'ont-ils pas voulu les prendre en considération ?

La question essentielle qui se pose aujourd'hui est de savoir comment la catastrophe s'est produite. Tout a commencé au sein d'un petit groupe de banquiers autrefois liés à JP Morgan, le pilier symbolique s'il en est du milieu bancaire. Dans les années 90, ils ont développé une gamme de produits innovants comme par exemple les CDS et les CDO qui deviendront plus tard les dérivés de crédit. Les concepts de l'équipe Morgan se sont répandus et transformés dans l'économie mondiale tout entière. Ils se sont trouvés confrontés aux autres innovations qui avaient cours dans la finance immobilière. Tout cela a

joué un rôle capital à la fois au niveau du crédit et de l'explosion qui a suivi. Les membres de l'équipe JP Morgan ne sont pas les réels inventeurs des dérivés de crédit. Mais le fait que leurs produits spécifiques aient comporté beaucoup plus de risques au niveau bancaire à l'échelle mondiale donne un éclairage très précis sur la crise. Il est également révélateur de savoir ce que les banquiers de JP Morgan ( et plus tard JP Morgan Chase ) n'ont *pas* fait lorsque leurs idées se sont retrouvées hapées par la folie d'un marché encore plus tentaculaire.

L'histoire de la formidable explosion du crédit et de sa faillite n'est en aucun cas une épopée qui peut être clairement attribuée à quelques individus avides ou diaboliques. Elle raconte comment un système financier global a dérapé à cause de mauvaises incitations au rendement dans les banques, les fonds d'investissements, les agences de notation, et cela avec des structures de régulation perverses et un manque de vigilance. On comprend mieux toute l'affaire en observant les faiblesses de l'être humain et en analysant l'aspect économique ou financier.

Pendant que beaucoup de banquiers avides jouent à l'évidence un rôle essentiel dans cette tragédie et sans doute aussi d'autres hommes fous et dangereux, le véritable drame c'est que beaucoup de ceux qui ont été balayés dans la tourmente n'agissaient pas délibérément pour de mauvaises raisons.

Bien au contraire, dans le cas de l'équipe de JP Morgan sur laquelle repose le fondement de toute l'histoire, elle a développé au départ ses idées de produits dérivés parce qu'elle était convaincue de leur bien-fondé pour le système financier ( évidemment aussi pour leur banque et les bonus que cela allait engendrer pour elle ). Aujourd'hui encore, certains des outils et des innovations qui ont été développés pendant l'essor du crédit pourraient être considérés comme ayant une valeur potentielle dans le monde de la finance du XXI<sup>e</sup> siècle.

Mais voyons d'abord comment et pourquoi ils ont fait l'objet d'autant d'abus.

Je vous propose donc ce voyage dans l'histoire pour essayer d'en comprendre les rouages et de répondre à cette question.

Je dois d'abord vous expliquer la raison pour laquelle j'ai choisi de me concentrer sur l'équipe de JP Morgan.

J'ai commencé à m'intéresser à cette histoire au printemps 2005 lors d'une conférence à Nice. Quelques semaines auparavant, j'avais pris mes fonctions d'éditrice des marchés financiers au *Financial Times*. Je m'étais envolée vers la Côte d'Azur pour participer à une conférence sur le monde des dérivés de crédit. A cette époque-là, la sphère de la finance nageait en pleine euphorie. La question des dérivés de crédit était pour la plupart des journalistes ( et leurs lecteurs ) quelque chose de plutôt obscur et ennuyeux. Je dois reconnaître que je le pensais aussi.

A la différence de la plupart des autres quotidiens, le *Financial Times* s'était toujours efforcé de couvrir les tenants et les aboutissants de l'énorme dette et le marché des produits dérivés. Pourtant, ces sujets-là avaient traditionnellement suscité moins d'attention et se révélaient moins prestigieux que lorsqu'on parlait de finance d'entreprise, d'économies de marché ou de la bourse. Des secteurs comme par exemple les actions cotées en bourse ou le domaine social sont souvent plus faciles pour les journalistes parce qu'ils sont simplement moins opaques et qu'ils présentent des données très précises.

Pourtant, fin 2004, alors que j'étais en charge de la rubrique Lex au *Financial Times*, j'ai compris que quelque chose d'énorme était en marche dans le vaste marché trouble des créances. Au départ, je ne savais pas trop de quoi il s'agissait mais je sentais qu'il y avait quelque chose. Alors, lorsque la chance s'est présentée de diriger l'équipe des marchés de capitaux, je l'ai saisie et je suis partie pour Nice afin de m'initier à ce monde. Comme je devais le découvrir plus tard, ce genre de conférences a toujours généralement lieu dans des endroits comme Boca Raton, Barcelone, la Côte d'Azur ou autre petit endroit de villégiature plutôt que dans des villes comme Hull ou Detroit.

Ce premier pas fut pour moi une expérience déconcertante. L'entrée était pleine de jeunes gens et de jeunes femmes vêtus de manière à la fois élégante et confortable qui est l'apanage habituel que l'on retrouve à la City ou à Wall Street : pantalon cargo de couleur kaki, chemise, chaussures de sport assorties à de grosses montres luxueuses pour les hommes ou à des boucles d'oreilles plus discrètes mais tout aussi chères pour les dames. La référence à des montants dépassant les milliards de dollars, voire même plus, apparaissaient négligemment au détour d'une conversation. Pourtant, la plupart du temps, les banquiers évitaient de faire directement référence aux sociétés ou aux clients concernés tels que, par exemple, des entreprises de construction ou des industriels de l'alimentaire.

La finance était présentée comme une sorte de jeu mathématique complètement abstrait qui évoluait dans un cyber espace et qui ne pouvait être compris que par une toute petite frange de l'élite. Il n'était pas question ici de pièces de monnaie ou de billets, nous étions au beau milieu d'équations mathématiques. Nous nagions entre Gaussian Copula, écarts type, priorités, couvertures en delta neutre ou encore Premier-to-Default panier ( forme simple de crédit structuré ).

Je me sentais complètement déconcertée. J'avais fait beaucoup de maths pendant ma scolarité mais je n'étais pas du tout préparée à ce nouveau jargon.

Mais lorsque je me suis assise dans la salle de conférence, j'ai eu un sentiment de déjà vu. Dix ans plus tôt, avant que je ne commence à travailler comme journaliste financière, j'avais fait un doctorat en anthropologie sociale. C'est la branche des sciences sociales qui étudie la culture de l'homme à un niveau tout petit, dans une perspective holistique et qui est basée sur les travaux pratiques réalisés sur le terrain. A cette époque-là, je m'étais servie de ma formation pour trouver une signification aux rituels du mariage et au conflit ethnique au Tajikistan, région montagneuse de l'Asie Centrale. Mais, en jetant un coup d'œil autour de moi dans cette salle de conférence à Nice, au printemps 2005, l'approche que j'avais adoptée pour décoder les mariages Tajik m'a été utile aussi pour les produits dérivés.

Comme j'étais parfaitement néophyte en la matière, je n'ai pas compris grand-chose aux discussions. Pourtant, les conférences semblaient remplir une fonction structurelle semblable à celle des cérémonies de mariage. Les deux événements permettaient à une tribu de joueurs d'intervenir pour rassembler, mélanger et élaborer toutes sortes d'alliances en marge de l'événement principal. Ils retravaillaient puis renforçaient l'idéologie dominante – ou schéma cognitif – qui unissait le groupe, le transmettant ainsi de génération en génération.

Les PowerPoints que les banquiers présentaient sur des sujets tels que les CDO ne se contentaient pas simplement de fournir des éléments techniques complexes. Ils venaient aussi renforcer le tacite, partageaient les suppositions à propos du fonctionnement de la finance, venant même renforcer l'idée qu'il était parfaitement autorisé de parler d'argent de façon abstraite, mathématique et dans des termes très complexes, sans faire référence à des êtres humains.

Les participants à cette conférence à Nice étaient à peine conscients de ces « fonctions-là ». Ils avaient peu de motivations au niveau de leur activité ou pour en parler à des non-initiés. Les affaires étaient prospères. Cela confirmait leur schéma cognitif. De toute façon, quasiment personne en dehors de leur sphère d'activité n'avait jamais montré le moindre intérêt pour ce qu'ils faisaient. J'étais la première journaliste venant d'un quotidien grand public à s'être donné la peine d'assister à cette conférence. Pour les autres journalistes, même ceux qui évoluaient dans le monde des affaires, les CDO avaient l'air bien trop ésotériques pour soulever le moindre intérêt.

Me sentant un peu mal à l'aise, j'ai regardé autour de moi pour essayer de trouver un annuaire pour m'aider à trouver des repères. Et puis qui étaient les décideurs ? Comment allais-je interpréter ce langage étrange ? *Qui sont ces gens debout sur l'estrade ?* ai-je murmuré à l'oreille d'un homme assis à côté de moi dans la salle sombre.

Sur l'estrade, un groupe de jeunes financiers débattaient sérieusement du thème suivant : Les investisseurs comprennent-ils vraiment le risque zéro des CDO ? Il semble que la réponse ait été « *pas toujours* ».

Mon voisin semblait nerveux. Il m'a répondu à voix basse que sa banque interdisait à ses employés de parler aux journalistes « *depuis que vous écrivez toutes ces sornettes à propos des produits dérivés qui font tout exploser* ». Puis il nuança ses propos : *Apparemment, ils travaillaient tous chez JP Morgan. JP Morgan ?* ai-je répété, surprise. Au début du XXI<sup>e</sup> siècle, c'était Goldman Sachs et son puissant réseau d'anciens élèves qui semblait dominer le monde de la finance, suscitant la jalousie de ses concurrents. A l'inverse, JP Morgan semblait plutôt tristounet en comparaison. Pourquoi parlait-on tellement d'eux aujourd'hui ? *C'est comme cette mafia chez Morgan. Ils ont créé en quelque sorte le marché des produits dérivés,* m'a chuchoté mon voisin. Puis il s'est tu soudainement comme s'il avait divulgué un véritable secret d'état.

Je n'ai jamais revu cet homme, donc je n'ai jamais pu découvrir s'il avait un lien personnel avec la Morgan Mafia. Mais ma curiosité avait été éveillée. Dans les mois qui suivirent, je me suis attachée à essayer de comprendre ce domaine du crédit que je trouvais si étrange et si peu familier. J'ai aussi tenté de comprendre pourquoi JP Morgan avait joué un rôle aussi important dans cette sphère.

Lorsque je suis partie dans cette direction, je n'avais absolument aucune idée des événements monstrueux qui allaient finalement faire voler en éclat le monde du crédit. Par chance, j'avais déjà vu un système bancaire implorer puisque j'avais travaillé au Japon à la fin des années 90. Pourtant, lorsque j'avais écrit sur ce désastre, je n'imaginai pas du tout que je pourrais revoir ce schéma dans le monde financier occidental, encore moins dans le domaine des CDO. Ce qui m'a attiré vers le monde du crédit, c'était simplement une intuition de journaliste : quelque chose d'énorme se préparait et personne ne semblait le percevoir.

Plus tard, aux alentours de 2006, je me suis vraiment inquiétée de ce que je voyais et j'ai commencé à dire que quelque chose se préparait. Et puis, plus tard encore, lorsque le système financier a commencé à s'effondrer, j'ai compris que l'histoire du monde du crédit en général et que le groupe JP Morgan en particulier donnent de bons éclairages sur ce qui a mal tourné.

Soyons clair, ça n'est pas parce que le groupe JP Morgan a été personnellement engagé dans les abus que cela a fini par détruire certaines banques. Cela n'est pas vrai. La mafia Morgan n'a pas été non plus la seule à avoir créé le marché pour des produits financiers compliqués. Beaucoup d'autres banquiers ont été mêlés aussi au processus. Pour écrire un livre qui soit compréhensible, j'ai dû rationaliser l'histoire.

Pourtant, l'étrange voyage que le groupe Morgan a entrepris ces vingt dernières années explique pourquoi le système financier est devenu incontrôlable et pourquoi des idées qui avaient semblé bonnes devenaient soudain terriblement dangereuses.

C'est une histoire tragique et salutaire, non seulement pour les banques, mais aussi pour nous tous.

# Partie I

## INNOVATION

~ 1 ~

### Le rêve des dérivés

C'est sur environ 800 mètres d'une plage privée immaculée le long de la Côte d'Or en Floride que s'étend le Boca Raton. De couleur rose bonbon, l'hôtel a été conçu dans un élégant style méditerranéen par l'architecte de Palm Beach, Addison Mizner. Depuis son ouverture en 1926, l'hôtel s'est positionné dans l'exclusivité haut de gamme. Il possède des statues de style italien et ses palmiers sont soigneusement entretenus. Sa marina éblouissante peut abriter jusqu'à trente-deux yachts. Il propose aussi un tennis club professionnel, un spa dernier cri, un parcours de golf conçu par un designer et une plage privée. Les célébrités et l'argent ont régulièrement fréquenté le palace réputé pour être une enclave privée de luxe, elles peuvent s'y détendre en toute tranquillité, loin des regards indiscrets.

Lors d'un week-end de juin 1994, c'est une clientèle bien différente qui est arrivée à l'hôtel. Il s'agissait de plusieurs douzaines de jeunes banquiers des bureaux de JP Morgan à New York, Londres et Tokyo. Ils étaient venus assister à une réunion pour débattre de la façon dont la banque pourrait développer ses produits dérivés l'année suivante. Dans la chaleur humide de l'été, au milieu des palmiers et des arcades, le groupe émit l'hypothèse d'un nouveau genre de produits dérivés qui transformerait le monde de la finance du XXI<sup>e</sup> siècle et jouerait un rôle décisif dans la crise économique la plus sombre que le monde ait connu depuis la grande dépression. *C'est à Boca que nous avons commencé à parler sérieusement des dérivés de crédit*, se souvient Peter Hancock, le patron anglais du groupe. *C'est vraiment à ce moment-là que l'idée a réellement décollé et que nous avons compris la taille que cela pourrait prendre.*

Comme dans la plupart des avancées capitales, l'origine exacte du concept de dérivés de crédit est difficile à pointer. D'après Hancock, qui aime en tant qu'intellectuel représenter l'histoire comme étant une évolution ordonnée des idées, le pas s'est produit à Boca Raton. Pourtant, certains membres de son équipe ne gardent que quelques vagues souvenirs confus de ce week-end. Les jeunes banquiers étaient arrivés en Floride bien déterminés à s'amuser le plus possible, pleins d'une joyeuse exubérance et du sens de la fête.

Ils travaillaient pour le département des « swaps », un domaine bien spécifique dans l'univers des produits dérivés qui était l'un des secteurs de la finance qui se développait le plus vite. Au début des années 80, JP Morgan ainsi que plusieurs autres banques vénérables avaient sauté sur ces produits dérivés ultra modernes et l'activité dans ce domaine obscur avait explosé. En 1994, la valeur totale théorique des contrats de produits dérivés dans les livres de JP Morgan était de 1,7 billions de dollars et l'activité des produits dérivés générait la moitié du revenu de la banque<sup>1</sup>. En 1992, une année où JP Morgan rendit le chiffre public, le total était de 512 millions de dollars.

Au-delà de ces chiffres, ce qui était surprenant, c'est que la plupart des gens du milieu bancaire et des investissements n'avaient pas la moindre idée de la façon dont les produits dérivés généraient de telles sommes, encore moins ce que ces soit disant groupes de swaps faisaient réellement. Ceux qui travaillaient dans ce secteur avaient tendance à s'amuser de son côté mystérieux.

Au moment où a eu lieu cette réunion à Boca, la majorité du groupe JP Morgan avait moins de trente ans. Certains venaient même tout juste de terminer leurs études. Mais tous étaient convaincus, avec cette arrogance propre à la jeunesse, qu'ils détenaient le secret pour transformer le monde de la finance et augmenter de façon spectaculaire la courbe des bénéfices. Beaucoup sont arrivés à Boca en supposant qu'il s'agissait d'un week-end offert par la direction pour les remercier de leur bon travail.

Le vendredi après-midi, tout le monde se salua dans la bonne humeur puis on se dirigea vers les bars. Beaucoup arrivaient de New York, quelques-uns de Tokyo et une grande partie des participants venaient de Londres. Très vite, les verres se remplirent. Lorsque la nuit avança, certains réquisitionnèrent un mini bus pour se rendre au night club voisin. D'autres récupérèrent des voiturettes de golf et se

---

<sup>1</sup> Loomis J. Carol : *Le risque qui ne sera pas éliminé*, Fortune, 7 mars 1994.

précipitèrent sur les cours. Un groupe s'installa autour de la piscine principale de Boca Raton, chacun essayant de pousser l'autre dans l'eau.

Les festivités allaient bon train autour du bassin. Peter Voicke, un Allemand coincé qui portait le titre de responsable des marchés mondiaux âgé pourtant de moins de cinquante ans était le plus âgé des dirigeants présents à cet instant précis. Il s'appliqua à calmer tout le monde. Voicke avait donné son accord pour Boca Raton dans l'espoir que cela allait établir un bon esprit de camaraderie. *C'est important de développer un esprit de corps sain !* se plaisait-il à dire avec un accent monotone. Mais la camaraderie dérapait. Sans vouloir tenir compte de ses avertissements, plusieurs jeunes gens poussèrent Voicke dans l'eau. *Mes chaussures, mes chaussures !* se mit-il à crier tandis qu'elles lui échappaient des pieds.

Le groupe qui avait déjà bien bu se dirigea ensuite vers Bill Winters, un Américain jovial qui, à trente et un ans, était le second responsable le plus âgé à participer à la réunion. Sans grande conviction, il tenta d'esquiver le groupe mais alors qu'il se baissait, son visage se cogna contre un coude et le sang se mit à couler. *Vous m'avez cassé le nez !* se mit-il à crier et il tomba lui aussi dans la piscine. Pendant un instant, le silence fut total. Voicke était évidemment furieux. Et maintenant, Winters était blessé lui aussi. Mais Winters se mit soudain à rire et sortit de la piscine. Il remit son nez en place et le jeu reprit.

Dans certaines banques, faire tomber le patron dans l'eau aurait constitué un motif de renvoi. Mais JP Morgan était fier de sa culture d'entreprise très unie, voire fraternelle. Vu de l'extérieur, on pouvait penser que les gens de JP Morgan étaient élitistes et arrogants, complètement séduits par la banque qui se targuait d'occuper une place prépondérante dans l'histoire de la finance anglo-saxonne. Ceux qui en faisaient partie considéraient souvent la banque comme leur famille. Le groupe des produits dérivés était l'un des plus indisciplinés mais l'une des équipes les plus unies. *Nous nous amusions vraiment, il y avait un bel esprit dans le groupe à cette époque,* se souvient Winters avec un sourire nostalgique.

Lorsque lui et son équipe se souviennent de ces années complètement folles, beaucoup reconnaissent que ce furent les plus beaux jours de leur vie. L'une des raisons qui expliquent cet enthousiasme, c'est tout simplement Peter Hancock qui était à la tête de l'équipe. A

35 ans, il était à peine plus âgé que la majorité du groupe mais il était leur père spirituel. De grande taille, les cheveux clairsemés et plutôt maladroit de sa personne, il émanait de lui quelque chose de réconfortant, tel un médecin de famille ou un professeur d'université. A la différence de beaucoup de ceux qui venaient pour dominer le monde complexe de la finance, Hancock n'exhibait aucun diplôme supérieur en mathématique ou en sciences. Comme la majorité du personnel de JP Morgan, il avait rejoint la banque à sa sortie de l'université mais, malgré cela, il était très intellectuel, très attaché à la théorie et aux pratiques financières sous toutes leurs formes. Il considérait le monde autour de lui comme un gigantesque puzzle intellectuel à décoder et il aimait tout particulièrement développer des théories élaborées sur la manière dont il était possible de faire travailler l'argent partout de façon plus efficace. En ce qui concernait ses salaires, il était obsédé par l'idée de trouver un moyen de les rendre encore plus performants. Et enfin, plus que tout, il adorait le brassage et les échanges d'idées.

Il lui arrivait parfois de le faire au cours de réunions tout à fait formelles comme par exemple à Boca. Mais des idées pouvaient jaillir soudain lorsqu'il traversait son bureau. Son équipe avait surnommé ses éclairs de créativité de « *Bienvenue sur la planète Pluton* » parce que beaucoup des notions qu'il suggérait semblaient plus tenir de la science fiction que du monde de la finance. Mais ils adoraient sa force et ils lui étaient totalement dévoués parce qu'ils savaient pertinemment qu'il était complètement déterminé à protéger et à récompenser généreusement sa tribu. Ils étaient aussi liés par le sentiment d'être de véritables pionniers.

L'équipe des produits dérivés chez JP Morgan était engagée dans l'équivalent pour la finance d'un voyage dans l'espace. La puissance de calcul et les mathématiques évoluées dépassaient largement le cadre traditionnel du monde des affaires et ce petit groupe d'esprits brillants dressait les limites extérieures de la cyber finance. Tels les scientifiques qui essayaient de décortiquer le code ADN ou de séparer l'atome, l'équipe des swaps chez JP Morgan croyait que leurs expériences, qualifiées d'innovation par les banquiers – il s'agissait de l'invention de nouveaux moyens audacieux qui rapportent résolvaient les énigmes les plus fondamentales de leur discipline. *On avait vraiment ce sentiment profond d'avoir découvert cette technologie fantastique à laquelle nous croyions et nous voulions l'implanter partout sur le marché se souvient Winters. Nous avons le sentiment d'être investis d'une mission.*

Cela venait en partie du fait que Hancock était très engagé dans ses rapports avec les autres. Il était presque aussi fasciné par la manière de gérer les gens pour qu'ils donnent le meilleur d'eux-mêmes que par les flux financiers. Lorsqu'il fut nommé à la tête du groupe des produits dérivés, Hancock avait commencé à travailler sur les échanges avec son personnel. L'une de ses premières missions avait été de revoir comment son équipe des ventes et les traders communiquaient entre eux. A l'inverse de ce qui se faisait habituellement, il décida de donner à sa force de vente toute l'autorité nécessaire pour définir les prix dans les affaires difficiles au lieu de passer le relais aux traders. En agissant ainsi, il pensait que les vendeurs seraient beaucoup plus motivés et cela eut effectivement un impact très positif au niveau des résultats. Il entreprit ensuite de trouver de nouveaux systèmes de rémunérations de façon à décourager la prise de risques excessifs ou à élaborer des projets brillants considérés comme acquis. Il voulait encourager la collaboration et la réflexion sur le long terme plutôt que la recherche individuelle de gains sur le court terme. Le système de valeurs de l'équipe était déjà bien mis en place, surtout si on le compare à celui de la plupart des banques de Wall Street mais Hancock était convaincu que JP Morgan avait besoin d'aller encore plus loin.

Dans les années qui ont suivi, il engagea un anthropologue social qu'il chargea d'étudier les dynamiques de l'entreprise au sein de la banque. Il mit en place des sondages pour déterminer quels employés communiquaient le mieux avec ceux des autres départements. Il utilisa ensuite ces données comme repère pour calculer les indemnités des employés et tracer des schémas informatiques complexes. Il était convaincu que les départements devaient étroitement collaborer les uns avec les autres de façon à pouvoir échanger des idées et contrôler les risques des autres. Le découpage des départements, affirmait-il, était fatal. A un moment donné, en plaisantant à moitié, il lança l'idée de traquer les emails des employés pour mesurer de façon scientifique l'interaction entre les départements. La suggestion n'alla pas plus loin. *Le département des ressources humaines a pensé que je devenais fou ! se souvient-il. Mais si vous voulez mettre en place les conditions requises pour innover, tout le monde doit se sentir libre de proposer des idées. C'est impossible d'y parvenir si tout le monde se bagarre tout le temps !*

L'une des expériences les plus audacieuses que Hancock ait menées fut de se concentrer sur le groupe clé à l'intérieur de l'équipe des swaps, connu sous le nom « *d'investisseur en marketing des produits dérivés* » (soit IDM en anglais). Les banquiers qui faisaient partie de

cette équipe se sont assis autour d'un grand bureau au 3<sup>e</sup> étage du siège de JP Morgan et le rôle du groupe est un peu sorti de ce qui se faisait habituellement. Même si le marketing de produits existait déjà, il agissait davantage comme un incubateur d'idées qui n'avait pas d'existence interne propre. Il gérait un ensemble de produits comprenant des schémas financiers structurés liés au monde de l'assurance ainsi que des contrats permettant de réduire les taxes.

Quelques mois avant la réunion au Boca Raton, Hancock avait contacté Bill Demchak, un jeune banquier ambitieux à l'excellente réputation dans le milieu bancaire, pour prendre la direction de l'IDM. Bien déterminé à conduire l'innovation, Hancock lui avait dit : *Il faudra que vous réalisiez au moins la moitié de vos revenus annuels avec un produit qui n'existe pas à ce jour !*

Selon les codes de Wall Street, c'était une mission surprenante. En général, un groupe qui découvrait une brillante idée pour générer de l'argent en réclamait l'exclusivité et l'exploitait à fond aussi longtemps que possible. Hancock voulait qu'IDM invente des produits et les transmette tout de suite de façon à pouvoir avancer sur de nouvelles inventions. Demchak accepta volontiers cette mission pour le moins décourageante. Le défi l'intéressait et, d'une certaine façon, il semblait être l'homme idéal pour servir de faire-valoir aux ambitions créatives de Hancock. Il venait d'un milieu modeste et il n'avait pas oublié ses racines. Il avait grandi dans une famille bourgeoise de Pittsburgh et avait fait des études supérieures dans les affaires à Allegheny en Pennsylvanie. Il avait obtenu un MBA à l'Université du Michigan et rejoint JP Morgan au milieu des années 80. Généralement, il était jovial mais si quelqu'un le contrariait ou faisait l'idiot, il pouvait exploser. C'était un bourreau de travail mais il aimait aussi faire la fête. *Si vous le rencontriez, vous ne pouviez pas deviner qu'il venait de Wall Street*, déclarait un de ses collègues de Pittsburgh. L'esprit aiguisé de Demchak détectait le moindre problème en quelques secondes. Il savait très bien aussi faire le lien entre plusieurs idées et faire fonctionner ensemble des domaines très différents du système bancaire. Il avait également l'âme d'un leader et il savait inculquer l'esprit de loyauté à ses employés. Ses collègues plaisantaient souvent en disant que sans le Demchak « pratique », Hancock « *serait resté sur Pluton* ». C'était l'homme qu'il fallait pour mettre en place les schémas de son patron.

Hancock embaucha aussi un autre banquier ambitieux dans les bureaux de l'équipe à Londres. Bill Winters, qui avait accepté son nez

cassé avec une telle bonne grâce, venait lui aussi d'un milieu relativement modeste comparé à une bonne partie de l'élite du monde financier. Il avait fait ses études à l'Université Colgate dans l'état de New York et rejoint la banque dans le milieu des années 80. Il avait tout pour lui : ses collègues femmes pensaient qu'il ressemblait un peu à George Clooney mais il préférerait rester éloigné des projecteurs. Alors que Demchak explosait lorsqu'il rencontrait une résistance, Winters, lui, faisait preuve de plus de flexibilité et avait tendance à tourner autour des problèmes, obtenant ce qu'il voulait avec tact. Il ne comptait pas ses heures de travail.

C'est à la fin des années 80 que Hancock remarqua Winters pour la première fois, alors qu'il travaillait dans le domaine des produits dérivés des marchandises. *Nous l'avons envoyé au Mexique et j'ignore comment il a fait, mais il a persuadé le gouvernement de couvrir le risque avec nous sur la moitié de sa production de pétrole et son taux d'intérêt* se souvient Hancock. *Il n'y a eu aucune discussion, il l'a fait. C'est son style.* Hancock le recruta pour s'occuper de la branche européenne de l'équipe des produits dérivés pour que les « *deux Bill* », comme les surnommaient leurs collègues, travaillent ensemble main dans la main pour favoriser les échanges d'idées innovantes des deux côtés de l'Atlantique.

En dehors de la recherche d'échanges de l'équipe, il fallait maintenant conduire les nouvelles variétés de produits financiers, que l'on appelait « *produits dérivés* », sur un nouveau terrain.

Lorsque les banquiers parlent de produits dérivés, ils prennent plaisir à noyer le concept dans un jargon complexe. Cette complexité opacifie le monde des produits dérivés et rend ainsi service aux intérêts des banquiers. La surveillance s'en trouve ainsi réduite et confère du pouvoir aux quelques personnes qui peuvent en percer le mystère. Toutefois, bien que les produits dérivés soient devenus horriblement compliqués, ils sont aussi anciens que l'idée de finance elle-même. Comme le sous-entend le nom, un produit dérivé n'est, de façon très simple, rien de plus qu'un contrat dont la valeur provient d'un autre atout : une obligation, un titre ou encore une quantité d'or. L'essentiel pour les produits dérivés, est que ceux qui les achètent et les vendent font tous un pari sur la valeur future de cet atout. Les produits dérivés offrent aux investisseurs soit un moyen de se protéger ( par exemple contre une éventuelle évolution négative des prix ) soit de faire des paris avec des enjeux énormes ( sur évolution des prix qui peuvent représenter d'énormes remboursements ). Au cœur de cette tractation, on joue sur le facteur temps.

Imaginons par exemple qu'un jour, le taux de change de la livre en dollar soit le suivant : 1 livre anglaise vaut 1,5 dollar. La personne qui va faire un voyage de Grande-Bretagne vers les Etats-Unis dans les six mois qui suivent, et qui pense que le taux de change risque d'être moins intéressant, peut décider d'établir un contrat pour s'assurer que, juste avant de partir, elle pourra bien acheter des dollars à ce taux. Elle peut très bien signer un accord pour échanger 1 000 livres avec une banque dans un délai de six mois au taux de 1,50 dollar, quel que soit le taux actuel de change. On peut décider d'accepter que cet accord doit réellement se faire, et dans ce cas le taux de change du moment importe peu ; ce serait donc un contrat à terme standardisé. Mais le voyageur peut aussi accepter de payer des frais, disons 25 dollars, pour avoir « l'option » de changer au taux de 1,50 dollars qu'il peut annuler si le taux devient plus favorable.

Les options de commerce en produits dérivés existent depuis des siècles. Des exemples rudimentaires de contrat à terme standardisé et de contrats d'options ont été découverts sur des plaques d'argile de Mésopotamie datant de 1750 avant JC. Aux XII<sup>e</sup> et XIII<sup>e</sup> siècles, les monastères anglais faisaient du commerce avec des contrats à terme standardisés avec les marchands qui venaient de l'étranger pour vendre de la laine jusqu'à vingt ans d'anticipation, et il est connu aussi qu'au XVII<sup>e</sup> siècle aux Pays-Bas, lorsque le prix des tulipes commençait à grimper, les achats et les ventes effrénés des marchands des contrats à terme standardisé de tulipes conduisirent à un engouement tel que cela finit dans une faillite spectaculaire.

L'époque moderne du commerce des produits dérivés a commencé lorsque la Chambre de Commerce de Chicago a été créée en 1849 et a permis l'achat et la vente de contrats à terme standardisé et d'options sur les denrées agricoles. Les cultivateurs de blé pouvaient acheter des contrats à terme standardisé avant la récolte sur le prix que leur blé pouvait rapporter en espérant se couvrir contre des prix bas dans l'éventualité d'une récolte exceptionnelle. Les spéculateurs acceptaient le risque des pertes redoutées par les fermiers, dans l'espoir de récupérer de gains importants qui tournaient trop souvent mal<sup>2</sup>.

A la fin des années 70, une nouvelle époque audacieuse d'innovation en produits dérivés a vu le jour sous le coup de percées technologiques et de la volatilité croissante sur les marchés financiers. Des produits dérivés arrivèrent du secteur des marchandises vers le do-

---

2 Dodd, Randall, Backgrounder : *Derivatives, Initiative for Policy Dialogue* [www2.gsb.columbia.edu/ipd/j\\_derivatives.html](http://www2.gsb.columbia.edu/ipd/j_derivatives.html)

maine de la finance. Le système de crédit et de contrôles des échanges instauré à Bretton Woods après la seconde guerre mondiale qui avait maintenu une certaine stabilité sur les marchés mondiaux s'effondra et les valeurs de la monnaie étrangère qui avaient été déterminées par rapport au dollar devinrent libres.

Cela entraîna des fluctuations imprévisibles dans les taux de change. Les chocs pétroliers ont généré un mélange pernicieux de récession et d'inflation aux Etats-Unis avec une inflation qui a finalement atteint les 13,2% en 1981. Les investisseurs secoués se précipitèrent pour trouver des moyens de se protéger contre l'impact dévastateur des taux d'intérêt élevés – le taux préférentiel atteignit 20% aux Etats-Unis en juin 1981 – et des mouvements continuels des cours dans les taux de change.

Historiquement, la meilleure façon de s'isoler par rapport à cette volatilité extrême consistait à acheter un fonds diversifié d'atouts. Si par exemple une entreprise qui faisait des affaires aux Etats-Unis et en Allemagne était concernée par ces fluctuations de taux de change entre le dollar et le mark, elle pouvait se protéger en possédant la même quantité des deux monnaies. Quels que soient les mouvements des taux, les pertes pouvaient être compensées par des bénéfices identiques. Mais il y avait aussi une nouvelle manière innovante de se protéger contre ces fluctuations : acheter des produits dérivés pour donner aux clients le droit d'acheter des devises étrangères à des taux de change spécifiques dans le futur. Le taux d'intérêt des contrats à terme standardisé et les options ont fait irruption permettant ainsi aux investisseurs et aux banquiers de parier sur le niveau des taux dans le futur.

L'autre point fort du secteur des produits dérivés qui a connu une évolution très rapide est le domaine très créatif des « swaps » dans lequel l'équipe de Hancock était spécialisée. Il s'agissait pour les banques d'investissement de trouver deux interlocuteurs avec des besoins complémentaires sur les marchés financiers et de négocier un échange entre eux qui génère des bénéfices mutuels, ce qui valait aux banques de belles commissions.

Imaginons, par exemple, deux propriétaires qui ont 500 000 dollars de crédit immobilier sur 10 ans. L'un bénéficie d'un taux d'intérêt flottant tandis que l'autre a un taux fixe à 8%. Si le propriétaire à 8% attend que les taux baissent, et que l'autre attend qu'ils montent, alors, plutôt que de négocier chacun un nouveau prêt, ils peuvent se

mettre d'accord pour que chaque trimestre, pendant la durée de leur prêt, ils « échangent » leurs paiements. Les prêts ne changent pas de mains, ils restent bien dans les banques d'origine. C'est ce que les banquiers appellent un accord « synthétique ».

Salomon Brothers a été l'un des premiers banquiers à exploiter le potentiel des échanges de produits dérivés lorsqu'il a négocié un accord complètement précurseur entre IBM et la World Bank en 1981<sup>3</sup>. En 1979, David Swensen, titulaire d'un doctorat de Yale, nouveau venu au sein du département négociation de Salomon Brothers, avait repéré qu'IBM avait besoin d'augmenter sa réserve de dollars. La société américaine détenait aussi des quantités excessives de Francs suisses et de Marks qui provenaient de la vente d'obligations afin d'augmenter les réserves dans ces deux monnaies. Normalement, IBM devait aller sur le marché des devises pour acheter des dollars. Swensen comprit alors qu'IBM pouvait échanger un peu de ses francs et de ses marks contre des dollars, sans avoir besoin de les vendre : il fallait trouver un partenaire pouvant émettre des obligations en dollars afin qu'elles coïncident avec celles d'IBM en francs et en marks.

La World Bank était un candidat potentiel : elle avait toujours besoin de cash dans beaucoup de devises. Comme dans l'exemple de nos deux propriétaires qui rédigent un contrat pour échanger les termes de leur prêt hypothécaire, IBM et la World Bank pouvaient échanger les gains de leurs obligations et leurs obligations de porteurs sans qu'aucune obligation ne change de main. En 1981, après deux ans de discussions sur les détails, Salomon Brothers annonça qu'il venait de conclure le premier échange de devises du monde, entre IBM et la World Bank, pour une valeur de 210 millions de dollars sur dix ans.

Cette nouvelle forme de contrat se répandit vite dans Wall Street et la City à Londres pour devenir quelque chose de très complexe. Les banquiers semblèrent alors être investis de pouvoirs faramineux. En utilisant les produits dérivés, ils pouvaient démonter des avantages existants ou des contrats et en rédiger de nouveaux qui les faisaient réapparaître sous des formes complètement nouvelles, leur valant ainsi des rémunérations énormes.

Evidemment, pour réaliser ces contrats, il fallait trouver deux partenaires qui soient convaincus d'en tirer un bénéfice. Dans la finance

---

<sup>3</sup> Interviews de l'auteur, voir aussi Lowenstein, Roger, *When Genius Failed*, Harper Collins, 2001 pp.103-4.

synthétique, tout comme dans les vrais marchés, les contrats ne peuvent se signer que s'il y a un acheteur pour chaque vendeur. Mais étant donné la globalisation du monde bancaire et le nombre des joueurs dans l'économie mondiale qui avaient des besoins complémentaires et des attentes différentes au niveau des conditions du marché, les banquiers avaient un large éventail d'options. Certains joueurs avaient besoin de marks, d'autres voulaient des dollars. D'autres encore voulaient se protéger contre des augmentations de taux d'intérêt alors que le reste croyait que les taux avaient des chances de baisser.

Les joueurs aussi avaient des raisons différentes de vouloir parier sur les prix à venir d'éléments actifs. Certains investisseurs aimaient les produits dérivés parce qu'ils voulaient contrôler le risque comme les cultivateurs de blé qui préféraient clôturer sur un prix rentable. D'autres voulaient les utiliser pour faire des paris à haut risque dans l'espoir de faire des bénéfices. Ce qu'il faut savoir à propos des produits dérivés, c'est qu'ils pouvaient aider les investisseurs à réduire le risque ou à faire une bonne affaire avec davantage de risque. Tout dépendait de la façon dont on les utilisait, des raisons et des compétences de ceux qui tiraient les ficelles.

A l'époque où l'équipe des swaps chez JP Morgan arrivait au Boca Raton en juin 1994, le volume total du taux d'intérêt et des produits dérivés de devises dans le monde était estimé à 12 000 milliards de dollars, soit beaucoup plus que la valeur de l'économie américaine. *La vitesse à laquelle le marché s'est développé a vraiment pris tout le monde de court. C'était vraiment remarquable*, se souvient Peter Hancock qui avait été un élément essentiel de ce développement.

A beaucoup d'égards, la carrière de Hancock a fait de lui l'homme idéal pour participer à cette gigantesque vague d'innovation. Il était né en 1958 au sein d'une famille anglaise de la haute société bourgeoise à Hong Kong. Comme beaucoup d'enfants issus de ce milieu et de cette génération, il avait été envoyé dans un pensionnat anglais où il excellait en rugby. Il avait décidé de devenir un grand inventeur. Après de nombreuses heures passées dans les livres de science, il était parti pour Oxford où il avait étudié la physique. Ses objectifs furent bousculés lorsqu'il se blessa gravement pendant un match de rugby. Cloué au lit pendant un long moment, il ne pouvait pas se déplacer dans le laboratoire de physique. C'est à ce moment-là qu'il opta pour la philosophie, la politique et l'économie qui étaient des matières plus faciles à étudier en étant allongé. Lorsqu'il obtint son

diplôme, il se prit d'intérêt pour le milieu bancaire et les principes de la liberté des marchés. *J'ai décidé que devenir inventeur allait devoir attendre*, se souvient-il.

Il avait choisi de faire un métier qui lui rapporterait plus d'argent que ce que pouvait lui apporter le milieu scientifique. C'était le genre de décision que l'on retrouvait fréquemment chez les étudiants brillants de cette époque-là. La City de Londres et Wall Street étaient de plus en plus attirants.

Fraîchement diplômé, il postula pour des emplois au sein de sociétés internationales en pensant rouler sa bosse un peu partout. Mais, lorsqu'il reçut une proposition de travail pour la succursale à Londres de Morgan Guaranty Trust Company (c'est-à-dire la banque Morgan) qui devait s'appeler plus tard JP Morgan, il ne se posa pas de questions et accepta. C'était un choix pour le moins inhabituel pour un diplômé anglais. La City de Londres était dominée par des banques anglaises et, bien que des groupes américains se soient bien implantés dans la City pendant les années 70, les institutions de Wall Street recrutaient massivement des diplômés américains. Mais JP Morgan avait toujours eu une identité multiculturelle<sup>4</sup>. Bien connue pour être l'une des sociétés les plus importantes de Wall Street, ses racines étaient bien dans la City, là où le banquier américain Junius Spencer Morgan s'était chargé de la société anglaise de courtage George Peabody & Co en 1864 pour la rebaptiser JS Morgan & Co. Son fils John Pierpont Morgan avait travaillé dans l'entreprise pendant quelques années puis on l'avait envoyé à New York où il s'était associé à la riche famille Drexel : Drexel Morgan & Company était née. A la mort d'Anthony Drexel, l'entreprise prit le nom de JP Morgan. La banque américaine devint rapidement une mine d'idées. John Pierpont Morgan géra lui-même plusieurs gros dossiers et fusionna avec brio un certain nombre d'entreprises sidérurgiques qu'il avait achetées pour former la sidérurgie américaine. Il finança également de grosses affaires dans le chemin de fer, le transport maritime, l'exploitation minière du charbon et autres secteurs clés de l'industrie. A la fin du XIX<sup>e</sup> siècle, le groupe était devenu tellement omniprésent qu'il sembla exercer autant de pouvoir sur les marchés financiers que le gouvernement américain lui-même.

Lorsque la crise frappa Wall Street en 1893, Morgan lui-même mit en place un syndicat pour fournir au Trésor américain la somme

---

4 Voir Chernow, Ron, *The House of Morgan*, Grove, 2001.

de 65 milliards de dollars en or, garantissant ainsi sa solvabilité. Dans la panique de 1907, lorsque la Bourse de New York perdit la moitié de sa valeur, Morgan injecta de grosses sommes d'argent venant de sa fortune personnelle et rallia d'autres banquiers de pointe à sa cause. Il était ainsi le système bancaire.

Au cours des années qui ont suivi la seconde guerre mondiale, la banque perdit une partie de son pouvoir. Après la faillite de 1929, une réaction populiste à l'encontre de Wall Street amena l'introduction du Glass-Steagall Act pour obliger les banques à séparer les opérations qu'elles effectuaient sur les marchés de capitaux – la gestion des dettes et des valeurs mobilières – et celles réalisées dans les banques de dépôts. L'empire JP Morgan fut amené à se diviser pour créer plusieurs entités comme Morgan Stanley, le courtage américain, Morgan Grenfell, un courtage anglais et JP Morgan, qui se consacrait à la banque de dépôt. Mais la banque maintint un rapprochement peu habituel avec les deux gouvernements et des clients puissants de premier ordre comme Coca-Cola et AT&T. Le patrimoine international de la banque était également préservé à tel point que le personnel de JP Morgan plaisantait parfois en disant que faire partie du groupe, c'était comme entrer dans la diplomatie ou au service de la Grande-Bretagne mais avec un salaire beaucoup plus élevé. Lorsque Peter Hancock rejoignit la banque, il fut envoyé à New York pour suivre une formation d'un an en compagnie d'une cinquantaine d'autres recrues dont la moitié seulement étaient américaines. *Ce fut une expérience vraiment extraordinaire. Il y avait des Chinois, des Malaisiens, des Français. Nous logions tous ensemble dans un petit immeuble dans le sud de la Upper East Side à Manhattan*, raconte Hancock.

La formation en elle-même pourtant ne satisfaisait pas beaucoup la passion de Hancock pour tout ce qui était innovant. Le « *Programme de gestion de la banque de dépôt* » tel qu'il était nommé, se déroulait au siège historique de la banque, c'est-à-dire au numéro 23 de Wall Street, juste en face de la rue de la bourse dans un impressionnant immeuble à colonnes où J. Pierpont Morgan lui-même avait travaillé. La première moitié de la formation avait lieu dans une salle de classe, on apprenait les rudiments fondamentaux de la banque et cela différait peu de ce qui se faisait à l'époque de JP Morgan : évaluer le risque de crédit en lisant le bilan d'une entreprise et en analysant ses résultats. L'objectif de la formation était d'apprendre à mesurer le risque qu'une entreprise pouvait prendre sur un prêt, élément clé du système de fonctionnement de la JP Morgan. Pour l'autre partie de la

formation, les recrues devaient se comporter comme des analystes subalternes dans des transactions concrètes.

Les stagiaires devaient passer le plus de temps possible à décortiquer les chiffres de l'entreprise. Quelques années auparavant, ces calculs se faisaient encore à la main. Lorsqu'ils avaient besoin de voir le prix d'obligations, ils consultaient un énorme livre de barèmes. Mais, au moment où Peter Hancock assurait la formation, les calculatrices de poche programmées, qui déterminaient le cash flow de l'entreprise et mesuraient le risque, commençaient à faire fureur. Un nouvel élitisme technologique faisait la loi et les stagiaires se trouvaient à l'avant-garde d'une nouvelle espèce audacieuse de banquier.

Chez les stagiaires de la banque Morgan, pourtant, on insistait bien sur le fait que les mathématiques ne représentaient qu'une partie des opérations bancaires ; le facteur social, comme par exemple les relations avec les clients et la réputation, avait aussi une grande importance. Dans les années 30, au moment de la levée de bouclier contre Wall Street, la crédibilité du fils de J. Pierpont Morgan – J.P. « Jack » Morgan Jr – avait été mise à mal par le Congrès. Il avait expliqué que son objectif, au sein de la banque, était de diriger une entreprise de première classe avec toute la maîtrise due à son rang. Cinquante ans plus tard, ce mantra pour le moins étonnant de Jack Morgan étonnait une bonne partie du monde de la banque. Des années d'innovation audacieuse avaient fait du commerce à haut risque et de la transaction offensive le critère rêvé de tous et c'était l'éthique du « *tuer ou être tué* » qui l'emportait.

Au 23 de Wall Street, pourtant, les cadres supérieurs parlaient toujours de la banque comme s'il s'agissait d'un art noble où les relations à long terme et la loyauté avaient leur importance, tant au niveau des transactions avec les clients qu'à l'intérieur de la banque. Tandis que, dans d'autres banques, on s'attachait à trouver des acteurs vedettes auxquels on proposait des bonus énormes et qu'on encourageait à rivaliser pour être le premier, chez Morgan, on favorisait le travail d'équipe, la loyauté de l'employé et l'engagement à long terme envers la banque.

Une bonne partie du personnel n'avait travaillé que chez JP Morgan et, même si la banque payait moins que la plupart de ses concurrents, on avait en échange une meilleure sécurité de l'emploi. On prévenait solennellement les jeunes stagiaires pendant la formation que si la banque pouvait tolérer des erreurs de jugement, une erreur de

principe était un motif de licenciement. Une banque de première classe, tel que le spécifiait le mantra.

Hancock réussit la formation haut la main et retourna au bureau de Londres où il demeura pendant quelques années. Il était chargé d'analyser la solvabilité des compagnies pétrolières de la Mer du Nord. C'était un travail en or parce que les industries pétrolières de Norvège et de Grande-Bretagne commençaient à prospérer. Mais Hancock avait envie d'autre chose. A la City, il voyait bien autour de lui que les produits dérivés comme les échanges étaient en pleine mutation. Et il voulait en être.

La banque Morgan était considérée comme trop rigide pour être pionnière dans les domaines de pointe. Les vrais innovateurs, c'était Salomon Brothers et Bankers Trust qui savaient se montrer offensifs et iconoclastes. Peu de temps après que Salomon ait annoncé son échange sur IBM et World Bank, JP Morgan partit en quête des mêmes objectifs.

Au départ, tout n'est pas parti de JP Morgan mais de la branche à Londres de la succursale d'une entreprise connue sous le nom de Morgan Guaranty Limited (MGL). Le Glass-Steagall interdisait à la principale banque de New York d'intervenir sur les marchés de capitaux, autorisée en revanche à l'étranger. Les autorités de régulation à Londres adoptèrent une attitude plus souple en permettant aux banques de proposer des services plus variés. C'est ainsi que Morgan Guaranty a bâti sa bonne réputation sur les marchés de capitaux. Dans les années 60, le talentueux trader Dennis Weatherstone était à la tête d'une affaire florissante sur le marché des changes. Dix ans plus tard, elle passa dans le secteur de l'émission de titres de l'entreprise. Le succès fut éclatant, en partie parce que les entreprises américaines comprirent qu'elles pouvaient payer moins d'impôts à Londres qu'à New York.

Ce créneau permit à Morgan Guaranty d'entrer dans le secteur des swaps et, dès le début des années 80, la banque Morgan a pu commencer à proposer des affaires à ses clients par l'intermédiaire de sa filiale à Londres. Cela lui permettait de profiter de la magie des swaps. *C'est l'exemple parfait d'une innovation géniale qui correspondait parfaitement aux besoins du client. Cela a vraiment apporté des solutions*, rappelle Jakob Stott, l'un des jeunes banquiers qui faisait partie de l'équipe des swaps.

Il faut bien avouer que ces contrats relevaient de la performance. Avant qu'un contrat ne puisse être conclu, il fallait trouver deux partenaires dont les besoins concordent. Cela pouvait déjà prendre des semaines. L'un des premiers contrats à avoir été signé concernait un swap entre le gouvernement autrichien et la Commerzbank. Les employés passèrent un après-midi entier à taper les détails sur un telex et à expliquer très clairement les cash flows à venir à leurs clients. Dans les années 80, le rythme s'est amélioré. Les bénéficiaires aussi.

Les jeunes traders du groupe étaient complètement excités par leur pouvoir grandissant et la liberté dont ils disposaient. Dans la banque, en dehors de l'équipe des swaps, rares étaient ceux à savoir comment fonctionnaient les affaires et Connie Volstadt, leader de l'équipe, connu pour être l'un des esprits les plus brillants dans le monde des produits dérivés, jouissait d'une grande autonomie. Volstadt affichait un mépris total envers les cadres supérieurs de la banque Morgan et révélait les détails les plus infimes sur les transactions de l'équipe. Les membres de l'équipe adoraient taquiner ceux qui étaient dans les départements les plus fermés. *Nous avons le sentiment d'être à part, détachés de tous, d'être une petite équipe très liée*, se souvient Stott.

De temps à autre, les cadres supérieurs de la direction tentaient de couper les ailes de l'équipe des swaps. En 1986, Lewis Preston, qui était alors le directeur de JP Morgan, était parti pour Londres et avait contesté la façon dont Volstadt appréciait la valeur des transactions. A ce moment-là, JP Morgan, tout comme les autres banques, n'était pas très claire sur la façon dont elle mesurait la valeur des transactions d'échanges car les directives comptables n'étaient pas encore mises au point.

*Vous dites que votre groupe a réalisé un bénéfice de 400 millions de dollars*, avait lancé Preston à Volstadt. *Mais j'ai plutôt l'impression qu'il s'agit d'une perte de 400 millions de dollars*. Furieux, Volstadt avait nommé une équipe de jeunes analystes et des stagiaires pour réexaminer chaque justificatif où étaient enregistrés les contrats et lorsqu'il prouva ce qu'il avait affirmé, Preston céda. Cet épisode était révélateur de la façon dont la direction considérait les traders des swaps. Pour elle, il s'agissait d'un groupe d'adolescents brillants mais difficiles.

Tandis que Hancock observait les bonnes affaires réalisées par le groupe des swaps depuis sa cage dorée dans l'équipe de la banque de dépôt de JP Morgan, il était fasciné et impatient de se joindre à eux.

Alors, en 1984, il rejoignit le groupe de liaison à Londres et en 1986, il se débrouilla pour aller à New York où la banque développait son opération de produits dérivés. Les dirigeants de JP Morgan avaient compris, pour leur plus grand bonheur, qu'il n'y avait pas de clause explicite dans le Glass-Steagall allant à l'encontre de l'exploitation des produits dérivés.

Au départ, le rôle de Hancock au sein de l'équipe était plutôt modeste. Il s'occupait d'une petite équipe de finances qui utilisait les swaps pour le bilan des actifs et des passifs de la banque. Mais Hancock était quelqu'un de structuré et d'opportuniste et il trouva rapidement des moyens de se rendre visible. Après l'effondrement de la bourse en 1987, les taux d'intérêt avaient chuté et la banque dut faire face à des pertes inexplicables assez importantes au niveau de ses produits dérivés. Hancock dut s'expliquer à propos de ce qui s'était passé devant la direction de la banque et il se retrouva à gérer un petit bureau au siège qui s'occupait de produits connus sous le nom de « plancher » et de « casquette ».

Lorsque la banque devint JP Morgan en 1988, Hancock, en navigateur avisé, mit en place une équipe qui se déplaçait dans Manhattan avec un gros logo JP Morgan. Cela attira l'attention, surtout depuis que l'équipe de Hancock avait battu de peu le navire Goldman Sachs. Il apprit tout ce qu'il pouvait à propos du fonctionnement des produits dérivés. Il fit impression aussi sur Dennis Weatherstone, le directeur de la banque. Weatherstone était un personnage légendaire. Il venait de la classe ouvrière anglaise et c'est d'abord à l'âge de seize ans qu'il rejoignit la banque en tant que coursier à Londres. Il devint ensuite un trader brillant au niveau des devises étrangères puis il finit par monter tout en haut de la hiérarchie.

En 1988, une occasion se présenta pour Hancock. Connie Volstadt partit chez Merrill Lynch, emmenant avec lui une demi-douzaine de ses collaborateurs. Cela généra un problème. Dans les autres banques, la manière évidente de combler l'important manque à gagner laissé par le départ de Volstadt aurait été d'embaucher un nouveau gourou et de construire une nouvelle équipe venue des banques concurrentes. Mais JP Morgan embauchait rarement des étrangers à des postes de cadre supérieur. La grande majorité de ses cadres avaient grimpé les échelons assurant ainsi à la banque sa culture d'entreprise. Les cadres supérieurs nommaient à l'origine certains des salariés de la jeune équipe de Volstadt pour prendre la suite. Il devint bientôt évident qu'ils ne pouvaient pas le remplacer et Hancock saisit sa chance.

En 1990, il avait trente deux ans et on le trouvait trop jeune pour diriger un département. Mais il savait comment s'y prendre et son nom commença à circuler. Un an après le départ de Volstadt, Weatherstone annonça que Hancock allait prendre la direction de l'équipe des swaps. *Parfois dans la vie, vous avez une chance soudaine qui se présente à vous alors il faut la saisir !* se souvient Hancock. Le soi-disant inventeur avait l'opportunité de laisser libre cours à ses envies.

Pendant les quatre années qui suivirent, Hancock surfa sur la vague des produits dérivés. Lorsque les swaps avaient décollé, JP Morgan n'était pas du tout considéré comme innovateur. En 1994, ses compétences étaient aussi bonnes que celles de ses concurrents. Et même, la banque possédait quelques avantages que les autres n'avaient pas. Respecté en tant que prêteur commercial, Morgan avait accès à une grande variété de sociétés de premier ordre et de gouvernements qui étaient souvent impatients de gérer des contrats de produits dérivés.

La banque était aussi parmi les rares à bénéficier d'un AAA sur l'échelle de notation des crédits. Cela rassurait les clients de savoir que la banque avait les reins suffisamment solides pour piloter ses contrats. A la fin des années 80, les groupes de produits dérivés ne se contentaient plus de chercher des partenaires pour mener à bien les contrats de produits dérivés, ils utilisaient leur propre capital pour mener les transactions avec leurs clients à grande échelle. Lorsque les clients réduisaient les négociations avec JP Morgan, l'évaluation en AAA les assurait que la banque serait toujours là.

Tandis que le secteur se développait, le département des swaps se félicitait de voir que cela générait un partage croissant des bénéfices de la banque. Au début des années 90, cela représentait presque la moitié des revenus de la banque et Hancock avait été promu pour s'occuper non seulement du groupe des produits dérivés mais du département entier dont il faisait partie, connu comme revenu fixe. Il était pressenti pour être un candidat de premier choix pour occuper le poste de directeur.

Quelques mois avant la réunion de Boca, une journaliste de *Fortune* demanda à Hancock d'expliquer comment un swap complexe pouvait fonctionner : *Les traders des produits dérivés sont « comme le vaisseau spatial Galilée qui part sur Jupiter ».* Vous êtes au-delà du risque binaire et en même temps dans une combinaison de risques comme par exemple les taux d'intérêt et les devises. Imaginez une compagnie pétrolière qui court le ris-

*que de voir les prix du pétrole chuter et les taux d'intérêt grimper. Pour se couvrir, elle pourrait acheter un prix plancher du pétrole et une casquette de taux d'intérêt. Mais elle peut préférer quelque chose de moins cher. Dans ce cas, nous pourrions établir un contrat qui rembourserait uniquement si les prix du pétrole étaient bas et les taux d'intérêt élevés dans le même temps<sup>5</sup>.*

L'homme qui avait rêvé d'être un inventeur était dans son élément. Pourtant à Boca, Hancock n'était pas d'humeur à faire la fête. Il savait que le secteur des produits dérivés atteignait un point crucial dans son évolution et son équipe devait s'adapter. Le problème essentiel, c'était ce qu'il décrivait comme « *le fléau du cycle de l'innovation* ». Dans l'industrie ou les produits pharmaceutiques, les brevets assurent la protection d'un nouveau produit ou d'une idée, les concurrents ne peuvent tout simplement pas voler cette innovation. Dans le secteur bancaire, les brevets ne sont pas une tradition. Lorsque les financiers ont une idée brillante, aucune règle n'empêche les concurrents de la copier sur le champ et ils ont vite fait de mettre la pression vers le bas sur les marges bénéficiaires.

Le secteur des swaps a symbolisé ce problème. Dès que Salomon Brothers a réduit sa première transaction, d'autres banques comme JP Morgan ont fait la même chose et le marché s'est développé. L'explosion de l'activité a eu un impact fâcheux sur les marges bénéficiaires. Alors que la première vague de transactions de swaps avait des marges élevées, puisque les imitateurs avaient sauté sur l'occasion, la concurrence a fait baisser les commissions. Pendant des années, le problème n'avait pas vraiment occupé l'esprit de Hancock parce que le volume des transactions prenait de l'ampleur. Mais il ignorait combien de temps la tendance allait se maintenir et, s'il voulait que son département reste l'exception, il devait trouver une nouvelle façon de gérer les transactions. Il sentait peser sur lui une énorme pression pour trouver la Nouvelle Grande Idée.

Tandis que son équipe voyait en ce week-end l'occasion de bien s'amuser, Hancock avait un emploi du temps très chargé. En rassemblant son jeune groupe venu des quatre coins du monde pendant quarante-huit heures, il espérait bien susciter une flambée d'innovation.

Le samedi matin, le groupe se rassembla dans une salle de conférence, non loin de la mer toute bleue, pour une première réunion. Hancock demanda à la ronde comment ils allaient déclencher de

---

<sup>5</sup> Loomis, J. Carol, op. cit.

nouvelles innovations dans les produits dérivés. Les banquiers allaient-ils savoir appliquer les principes à de nouveaux domaines ? Et qu'en était-il du monde de l'assurance ? Ou encore des prêts et du crédit ? L'équipe n'était pas d'humeur à se torturer les méninges. Certains subissaient le décalage horaire et la plupart planait. Bill Winters était occupé à soigner son nez méchamment enflé et se demandait comment il allait l'expliquer à sa femme de retour chez lui. *Franchement, je ne me souviens pas très bien de ce qui s'est dit*, allait avouer plus tard, avec un rire penaud, Bill Demchak, le membre de l'équipe qui était de fait l'adjoint de Hancock. Il ajouta que tout ce dont il se souvenait, c'est qu'en réglant sa note à l'hôtel, sa facture comportait un jet-ski endommagé et beaucoup de cheeseburgers. C'était le reste de l'équipe qui s'était amusé à les lui mettre sur sa note.

Mais il était impossible de résister à l'énergie de Hancock. Il déambulait dans la salle, lançait des idées, et, très vite, tout le monde s'échauffa. Une idée clé commença à émerger : utiliser les produits dérivés pour gérer le risque lié aux obligations des sociétés et aux prêts. *Les produits dérivés sur les matières premières*, lança quelqu'un, *laissent les producteurs de blé gérer le risque lié aux pertes sur leurs récoltes. Pourquoi ne pas créer un produit dérivé qui permettrait aux banques de parier sur un prêt ou un titre susceptible de chuter ?* Les défauts représentaient la source de risque la plus importante au niveau des prêts commerciaux alors les banques seraient peut-être partantes pour parier avec des produits dérivés qui leur permettraient ainsi de se couvrir en cas de pertes. Ce serait une forme d'assurance contre les défauts.

En réalité, l'idée n'était pas nouvelle. Trois ans auparavant, la Bankers Trust, connue pour être très inventive, avait mené les toutes premières négociations dans ce créneau. C'est ce qu'avait fait l'équipe de Connie Volstadt chez Merrill Lynch. Cela n'avait pas marché parce que ces échanges ne semblaient pas vraiment rentables. Mais, tandis que le débat s'annonçait animé au Boca, Hancock et les autres commencèrent à trouver le concept très prometteur. Après tout, le monde était plein d'institutions – et pas seulement de banques – qui étaient exposées au risque d'insolvabilité sur les prêts.

JP Morgan avait bien une montagne de prêts dans ses livres qui créait régulièrement de véritables problèmes. Que se passerait-il si un produit dérivé pouvait être conçu pour protéger du risque d'insolvabilité ou bien pour parier volontairement dessus ? Est-ce que les investisseurs voulaient réellement acheter ce genre de produit ? Est-ce que les régulateurs allaient accepter qu'il soit mis en vente ? Si oui,

qu'est-ce que cela pouvait signifier pour le monde financier si le risque d'insolvabilité, le risque le plus essentiel qui soit dans la banque traditionnelle, n'était qu'un autre jouet dans les mains des traders ?

Aucune réponse satisfaisante n'avait émergé ce week-end mais l'équipe de Hancock n'avait pas l'habitude de travailler avec des échecs. Elle passa ses journées à se triturer les méninges et elle réalisa que le concept était potentiellement révolutionnaire. Si vous pouviez réellement assurer les banques et les prêteurs contre le risque d'insolvabilité, cela pouvait générer une énorme vague de capital dans le circuit économique. *J'ai connu des gens qui travaillaient sur le projet Manhattan. Pour ceux d'entre nous qui étaient du voyage, il y avait ce même sentiment d'être présent au moment de la création de quelque chose de très important*, se souvient Mark Brickell, l'un des banquiers de l'équipe des swaps chez JP Morgan<sup>6</sup>. En repensant à la réunion au Boca, Hancock ajoute : *Nous avons vraiment insisté sur l'idée que nous utilisions les produits dérivés pour gérer le risque lié aux prêts des banques.*

Ce n'est que beaucoup plus tard que l'équipe comprit les implications de ces idées, connues sous le nom de crédit dérivés. Comme c'est le cas de tous les produits dérivés, ces outils permettaient de contrôler le risque mais ils pouvaient aussi l'amplifier. Tout dépendait de la façon dont ils étaient utilisés. C'est le contrôle du risque qui poussa Hancock et son équipe à continuer. C'est son amplification qui domina le monde des affaires une dizaine d'années plus tard et qui allait finalement contribuer à la catastrophe financière mondiale.

---

<sup>6</sup> Phillips, Matthew, *The Monster that ate Wall Street*, Newsweek, 6 octobre 2008.



## Danse avec les régulateurs

Il y eut une période critique à l'époque où l'équipe de Peter Hancock adopta l'idée des dérivés de crédit alors que l'innovation financière pouvait suivre un chemin légèrement différent. Dans les années qui ont précédé la réunion à Boca, les régulateurs et beaucoup d'experts reconnus dans le secteur bancaire se sont inquiétés de l'essor des produits dérivés et de la prolifération de nouveaux modèles exotiques. Ils discutèrent beaucoup pour savoir s'il convenait d'imposer des régulations. Peter Hancock s'est donc retrouvé en plein cœur de la discussion. En 1991, trois ans avant la réunion de Boca Raton, Dennis Weatherstone, directeur chez Morgan, l'avait convoqué à l'improviste. *Corrigan veut nous voir à propos des produits dérivés*, avait déclaré Weatherstone demandant à Hancock d'assister à la réunion puisqu'il *était si bien informé sur la question*.

Hancock avait des sentiments mitigés à propos de cette invitation. E. Gerald Corrigan, qui avait cinquante ans à ce moment-là, était le septième président de la réserve fédérale à New York et occupait ce poste depuis 1985. Il jouissait de prérogatives importantes, dont la supervision des banques commerciales de New York, et cet homme énergique à la voix grave n'avait pas peur d'exprimer franchement son point de vue.

En 1991, il avait déjà travaillé à la Fed pendant une vingtaine d'années, ayant été même l'assistant particulier pendant un temps du légendaire Paul Volcker. Il avait observé les cycles du système financier au gré des paniques et s'était fait la main en 1974, au moment de la crise de la Herstatt Bank, lorsque l'échec d'un petit groupe allemand avait ébranlé le marché européen. Il avait aussi fait face à la crise de la dette de l'Amérique Latine, à l'effondrement de la Continental Illinois Bank et au fiasco de Drexel Burnham Lambert. *J'ai déjà vu tout cela*, grommela Corrigan. Toute cette expérience acquise le mettait mal à l'aise, voyant la tendance des banquiers à semer le chaos lorsqu'ils se débrouillaient tout seuls.

Le gigantesque siège en granite de la Fed à New York était à 5 minutes à pied des bureaux de JP Morgan. Pourtant, Hancock n'avait jamais franchi ces portes d'acier intimidantes. Les banquiers qui officiaient dans le secteur du prêt commercial chez JP Morgan bavardaient souvent avec les banquiers de la direction mais ces derniers ainsi que les traders des swaps n'en n'étaient pas là. C'est pour cette raison que l'invitation de Corrigan avait laissé Hancock mal à l'aise : que prévoyait donc la Fed de New York avec ses produits dérivés adorés ?

Corrigan lui-même n'était pas sûr. Il avait fait venir Weatherstone et Hancock au départ parce qu'il s'inquiétait d'en savoir aussi peu sur les produits dérivés et il voulait avoir plus d'éléments avant de mettre en place une régulation. JP Morgan était un bon point de départ, étant donné les liens de longue date qu'il entretenait avec la Fed. Quelques années plus tôt, JP Morgan avait embauché l'ancien vice-président de la Fed, Steven Thieke pour occuper le poste de responsable des risques ( ce fut l'un des rares cas où la banque prit quelqu'un de l'extérieur pour un poste à responsabilité ).

Pendant plusieurs heures, Corrigan adopta un air maussade pour mitrailler Weatherstone et Hancock de questions sur le monde des swaps et Hancock répondit du mieux qu'il put. Il avait le sentiment que Corrigan en savait très peu sur le mode de fonctionnement des produits dérivés. Mais après tout, cela n'avait rien de surprenant. Pratiquement personne, en dehors des équipes de traders, n'en comprenait vraiment tous les tenants et les aboutissants.

Il partit avec le sentiment que, tout en n'étant pas complètement opposé aux produits dérivés, Corrigan n'était pas non plus très excité par tout ce qui se passait. Quelle pouvait bien être la prochaine étape de Corrigan ?

Le problème qui se posait à propos de la régulation des produits dérivés, c'est que l'on ne disposait que de très peu d'éléments sur le développement de ce secteur. A la bourse, la plupart des transactions ont lieu sur la base d'échanges publics comme c'est le cas par exemple à la bourse de New York ou NASDAQ qui sont très réglementés pour protéger les investisseurs. La plupart des contrats sur les produits dérivés de matières premières sont aussi gérés sur la base d'échanges régulés comme par exemple l'échange commercial de Chicago. Ces échanges sont eux-mêmes régulés par une commission propre aux matières premières. Certains taux d'intérêt et produits dérivés

de devises étaient aussi négociés sur des échanges. Mais beaucoup d'autres étaient gérés en privé entre les banques et les clients dans ce que l'on appelle des transactions « hors cote » parce que les parties négociaient en direct. Qui plus est, peu de régulations avaient été élaborées pour surveiller et mettre en place des directives pour ces transactions hors cote.

Depuis l'écllosion de la finance moderne, les gouvernements n'avaient cessé de réfléchir à la question de savoir comment le secteur bancaire pouvait être régulé. D'un côté, les gouvernements américain et européens du XX<sup>e</sup> siècle avaient en général accepté le fait que le secteur de la finance devait être comme une entreprise, gérée sur un mode privé, avec l'objectif de réaliser des bénéfices. Mais la finance n'était pas exactement semblable à n'importe quelle entreprise commerciale. L'argent est le sang de l'économie et s'il ne circule plus, cela équivaut à un arrêt cardiaque économique. La finance remplit une fonction d'utilité publique et la question que les régulateurs des gouvernements doivent résoudre est de savoir jusqu'où les financiers privés peuvent aller pour rechercher des bénéfices et jusqu'à quel niveau ils doivent s'assurer que l'argent circule en toute sécurité.

Dans la pratique, au XX<sup>e</sup> siècle, les gouvernements américain et européens ont résolu le problème en gardant la banque privée tout en érigeant des règles pour éviter toute sorte d'excès. Pendant toute cette période, les règlements se sont multipliés. Les banquiers avaient l'impression d'être emprisonnés dans une sorte de camisole de force. Certaines lois étaient de simple portée nationale comme celle du Glass-Steagall Act aux Etats-Unis qui distinguait les banques de dépôt des banques d'investissement.

La Réserve Fédérale imposa aussi des règles spécialement sur les banques de dépôt américaines – les banques d'investissement demeuraient à l'extérieur de son domaine – et stipulait aussi que le montant total de leurs engagements financiers ne pouvait aller au-delà de vingt fois le montant de leurs capitaux propres. Si les banques utilisaient leur capital au-delà de cette limite, et ne pouvaient pas conserver une réserve en cas de pertes éventuelles, elles couraient le risque de s'effondrer comme cela arriva de façon si dramatique après le krach de 1929. Les règlements à Londres imposèrent également des conditions de réserve minimale.

Au-delà de la réglementation au niveau national, un ensemble de réglementations internationales connues sous le nom d'Accord de

# ~ Table des Matières ~

Préface.....page 7

## **Partie I Innovation**

1 Le rêve des dérivés.....page 13

2 Danse avec les régulateurs.....page 35

3 L'équipe rêvée.....page 57

4 La fin de l'improvisation.....page 75

5 La manie de la fusion.....page 91

## **Partie II Perversion**

6 L'innovation se déchaîne.....page 107

7 Monsieur Dimon arrive.....page 127

8 Une affaire risquée.....page 141

9 La folie du recours au levier financier.....page 155

10 Tremblements.....page 171

## **Partie III Le désastre**

11 Les premiers échecs.....page 197

12 Panique à bord.....page 211

13 Panique bancaire.....page 225

14 Bear explose.....page 249

15 Chute libre.....page 263

Épilogue 2008.....page 285

Épilogue 2010.....page 299

À propos des sources.....page 309

Glossaire.....page 310