

## ■ Analyse - Une analyse sociologique du marché des dérivés de crédit ?

Par **Laurent Deville**,  
chercheur CNRS,  
Dauphine  
Recherches en  
Management,  
Université Paris  
Dauphine

La profession cherche aujourd'hui à faire face à la nouvelle crise de légitimité avec des initiatives telles que la mise en place de chambres de compensation dédiées aux CDS.

**A** lors que la finance de marché traverse actuellement une grave crise de légitimité, au moins vis-à-vis de l'opinion publique, le statut des marchés financiers ne semble pas devoir être fondamentalement bouleversé par les événements récents. Chercheurs ou praticiens, nous voyons généralement dans le marché le lieu naturel de confrontation de l'offre et de la demande de titres financiers et de détermination des prix des actifs, vecteur essentiel de la diffusion de l'information, du transfert et du contrôle des risques. Performance, liquidité, efficacité ou encore coûts de transaction sont les mots qui nous viennent naturellement à l'esprit quand il s'agit de s'intéresser aux marchés financiers. Et quand un nouveau produit est créé ou que les règles de fonctionnement du marché sont modifiées, nous nous questionnons plutôt sur l'impact que cela peut avoir sur la qualité de l'échange des produits existants que sur leur légitimité.

Depuis le milieu des années 1980, la sociologie économique s'est proposé, quant à elle, de considérer toute activité économique comme étant tout d'abord encadrée dans des relations sociales et, dans une certaine mesure, déterminée par celles-ci. Plus récemment, s'écarter de l'approche traditionnellement consacrée à l'aspect purement productif de l'économie, la sociologie des marchés financiers s'est affirmée comme un courant de recherche relativement autonome visant à observer les marchés financiers, leurs acteurs et leurs activités sous le prisme de la sociologie. La question qui se pose en tout premier lieu est celle de l'identification des facteurs sous-tendant la création et l'évolution des marchés. Sont-ils simplement économiques, résultant de l'aptitude du marché à effectivement étendre les perspectives d'investissements ou de transferts des risques, éventuellement perçus comme nouveaux ? Ou, de façon moins évidente, sont-ils liés à la capacité des différentes parties prenantes à réduire les résistances idéologiques et culturelles, à promouvoir le marché et asseoir sa légitimité ?

En rapport à l'actualité agitée et à la crise de confiance qui repose en partie sur les interrogations entourant les expositions des grands établissements financiers aux dérivés de crédit, les recherches

menées par I. Huault et H. Rainelli sur l'étude sociologique de la construction du marché européen des dérivés de crédit<sup>1</sup> présentent un intérêt tout particulier. Apparus dans les années 1990 aux Etats-Unis, les dérivés de crédit (dont les CDS forment le type de contrat le plus standardisé et négocié) se sont développés pour passer d'un encours de 180 milliards de dollars en 1997 à plus de 54 600 milliards de dollars de notionnel au premier semestre 2008, en dépit d'une première contraction du marché de 12 % par rapport à l'année précédente. Ces produits, principalement traités à Londres sur un marché de gré à gré, restent concentrés entre les mains d'un nombre relativement restreint d'acteurs, principalement des grands établissements bancaires. Cette première constatation va à l'opposé de l'argument avancé par ses promoteurs de la possibilité offerte par ces produits d'une meilleure mutualisation des risques.

**Apparus dans les années 1990 aux Etats-Unis, les dérivés de crédit sont passés d'un encours de 180 milliards de dollars en 1997 à plus de 54 600 milliards de dollars de notionnel au premier semestre 2008.**

Pour faire face à la perplexité du régulateur, en particulier quant à la capacité du produit à diminuer le risque systémique, d'intenses efforts de promotion, de lobbying pour une qualification juridique adéquate et de standardisation des contrats ont été déployés. Malgré cela, il apparaît que l'acceptation des dérivés de crédit par les acteurs non bancaires s'est longtemps heurtée à la difficulté qu'il y a à faire émerger un modèle d'évaluation

commun, à l'asymétrie d'information intrinsèquement liée à ces contrats et à la concentration excessive de l'offre.

La profession cherche aujourd'hui à faire face à la nouvelle crise de légitimité avec des initiatives telles que la mise en place de chambres de compensation dédiées aux CDS. Le régulateur semble avoir contribué, par la mise en place de ratios prudentiels, à paver la voie à l'émergence de nouveaux instruments financiers permettant de les contourner, comme les dérivés de crédits. Mais suite au «débordement» opéré par les banques, il semble que l'on assiste maintenant à une volonté de reprise en main du marché, de «cadrage». Ainsi, C. Cox, le patron de la SEC, en appelait le mois dernier à un traitement immédiat du manque de réglementation sur le marché des dérivés de crédit. ■

1. «Innovations financières : construire et légitimer un nouveau marché financier de gré à gré – le cas des dérivés de crédit» publié en 2007 dans la revue Finance Contrôle Stratégie.