

---

## Les dimensions de la sociologie économique de la finance : Perspective critique, transformations institutionnelles et facteurs collectifs

*The Dimensions of the Economic Sociology of Finance: Critical Perspective, Institutional Transformations and Collective Factors*

Frédéric Hanin

---



### Édition électronique

URL : <http://journals.openedition.org/interventionseconomiques/804>

DOI : [10.4000/interventionseconomiques.804](https://doi.org/10.4000/interventionseconomiques.804)

ISBN : 1710-7377

ISSN : 1710-7377

### Éditeur

Association d'Économie Politique

### Référence électronique

Frédéric Hanin, « Les dimensions de la sociologie économique de la finance : Perspective critique, transformations institutionnelles et facteurs collectifs », *Revue Interventions économiques* [En ligne], 33 | 2006, mis en ligne le 01 avril 2006, consulté le 30 mai 2019. URL : <http://journals.openedition.org/interventionseconomiques/804> ; DOI : [10.4000/interventionseconomiques.804](https://doi.org/10.4000/interventionseconomiques.804)

---

Ce document a été généré automatiquement le 30 mai 2019.



Les contenus de la revue *Interventions économiques* sont mis à disposition selon les termes de la Licence Creative Commons Attribution 4.0 International.

---

# Les dimensions de la sociologie économique de la finance : Perspective critique, transformations institutionnelles et facteurs collectifs

*The Dimensions of the Economic Sociology of Finance: Critical Perspective,  
Institutional Transformations and Collective Factors*

Frédéric Hanin

---

## Introduction

- 1 La financiarisation est un processus central dans l'évolution des sociétés occidentales depuis la fin des années soixante-dix. Si les relations financières existent pratiquement depuis l'Antiquité, le mouvement actuel est sans précédent de par son ampleur et la force de ses fondements théoriques. Si Polanyi (1957) souligne un mouvement d'autonomisation des relations économiques des autres formes de relations sociales au XIXe siècle, par analogie, le XXème siècle se caractérise par un mouvement d'autonomisation de la finance, à la fois des autres formes de relations sociales mais aussi des relations économiques elles-mêmes (Stanford, 1999).
- 2 La financiarisation est un processus multidimensionnel qui peut être observé à plusieurs niveaux. Au plan théorique, il se manifeste par la constitution de la Finance comme discipline scientifique au même titre que l'économie, la sociologie ou encore l'histoire. Cette nouvelle discipline repose sur un large corpus théorique très formalisé qui a été créé à partir des années cinquante (Whitley, 1986). Au plan politique, la financiarisation se traduit par une perte d'autonomie des décisions des autorités publiques face aux réactions des marchés financiers. Les plus grandes banques centrales éprouvent parfois

des difficultés à contrôler les instruments de la politique monétaire face à la croissance des marchés financiers (Von Hagen et Fender, 1998). Au plan économique, la financiarisation se traduit par une transformation de la forme des relations marchandes. La plupart des grands agrégats macroéconomiques se présentent désormais sous la forme de titres financiers ou bien leur structure est empruntée à des titres financiers. Les plus grandes entreprises sont des entreprises financières et les décisions des entreprises non financières sont largement influencées par les investisseurs financiers que ce soit en matière d'emploi, d'investissement ou de stratégies d'activité (Lazonick et O'Sullivan, 2000). Au plan social, la financiarisation s'est traduite par l'émergence d'une nouvelle classe sociale, que Robert Reich (1991) a appelé « les manipulateurs de symboles ». Ces nouveaux privilégiés perçoivent des revenus qui dépassent souvent ceux des dirigeants des grandes entreprises (Godechot et Fleury, 2005).

- 3 L'analyse de la financiarisation dans toutes ses dimensions est bien entendue impossible à présenter ici. Il n'est pas non plus question de réaliser une recension exhaustive de tous les écrits récents sur le sujet. Notre démarche consiste plutôt à démontrer l'utilité de l'analyse institutionnelle, qui intègre le caractère social et historique des relations économiques, dans un domaine qui a servi de modèle à la construction de l'idéal-type du marché walrassien. Dans cette perspective, le marché assure une allocation instantanée, transparente et efficace des ressources (Kregel, 1998). Notre démonstration emprunte la méthodologie de l'étude de cas à travers l'analyse des travaux de John Maynard Keynes et de Donald Mackenzie. À plus d'un demi-siècle de distance, ces deux auteurs offrent d'importants outils d'analyse pour comprendre les transformations institutionnelles du capitalisme moderne dans sa dimension financière. Tous deux étudient de près ces transformations à des moments de rupture dans la dynamique de la sphère financière, soit autour de la crise de 1929 et, dans la période autour de la construction du marché des options au début des années 1980. Notre apport consiste à mettre en lumière trois dimensions centrales de l'analyse institutionnelle : une épistémologie critique du champ de l'économie comme science de la rationalité, une étude historique des transformations des institutions qui structurent les relations financières, et une analyse de l'instabilité centrée sur la dimension sociale qui débouche sur la nécessité d'une régulation politique de la sphère financière.
- 4 Il peut cependant apparaître hasardeux de « coller » ensemble des écrits à un demi-siècle de distance. L'Angleterre du premier quart du vingtième siècle présente peu de points communs avec les États-Unis de la fin du vingtième siècle. Pourtant, une même idéologie du libre marché et du rôle des innovations financières comme moteur de la croissance prévaut à chacune de ces époques, alors même qu'on observe une même récurrence des cycles financiers. De plus, on assiste à un même questionnement sur les formes de régulation possibles du capitalisme financier.
- 5 Keynes présente son analyse de la sphère financière dans le premier tiers du XXe siècle alors même que se mettent en place les institutions centrales du capitalisme financier : la société par actions, la liquidité du marché boursier et la monnaie bancaire. De là découlent un nouveau concept : la préférence pour la liquidité comme convention financière. L'instabilité financière provient d'une préséance de la sphère de la circulation financière par rapport à la sphère de la circulation industrielle et se manifeste par un équilibre de sous emploi et l'apparition d'une trappe à liquidité. De son côté, Mackenzie présente les fondements intellectuels de la théorie des options et ses conséquences institutionnelles. Les transformations institutionnelles résultent d'un processus de

légitimation de pratiques financières qui vont permettre de répondre à de nouveaux enjeux économiques. A partir de là, on assiste à la création d'un marché des produits dérivés, de la formation de nouveaux acteurs, les gestionnaires d'actifs, et de nouvelles sources d'instabilité financière à travers l'activité d'arbitrage.

## L'approche keynésienne du capitalisme financier

We are suffering, not from the rheumatics of old age, but from the growing-pains of over-rapid changes, from the painfulness of readjustment between one economic period and another. (Keynes, 1930, *Economic Possibilities for Our Children*, IX, p. 321, [<http://k.web.umkc.edu/kabouf/econ/Readings/EP-Keynes-1930.htm>])<sup>1</sup>

- 6 Pour Keynes, la théorie économique classique n'a pas le caractère « général » qu'elle prétend dans la mesure où elle est fondée sur des principes d'un autre temps : le dix-neuvième siècle et ses valeurs victoriennes. D'une manière plus générale, Keynes combatta toute sa vie les orthodoxies, que ce soit dans le domaine de la morale, de la politique économique ou de l'art (Dostaler, 2005). Pour défendre sa position, Keynes analyse les transformations que subissent les institutions du capitalisme en Angleterre. Il en tire la conclusion qu'il existe un processus d'autonomisation de la finance par rapport à l'activité industrielle et que l'instabilité financière est liée à l'influence de facteurs collectifs sur les anticipations des investisseurs.

## Les fondements méthodologiques de la théorie keynésienne

- 7 Au tournant du siècle se développe une critique du libéralisme classique et de la doctrine économique du laissez-faire. Keynes fait partie intégrante de ce mouvement comme en témoignent ses publications intitulées « *The end of laissez-faire* » et « *Am I a liberal?* ». La philosophie sous jacente à ce mouvement est illustrée dans les écrits du philosophe américain Dewey.

If the early liberals had put forth their special interpretation of liberty as something subject to historic relativity they would not have frozen it into a doctrine to be applied at all times under all social circumstances. Specifically, they would have recognized that effective liberty is a function of the social conditions existing at any time. If they had done this, they would have known that as economic relations became dominantly controlling forces in setting the pattern of human relations, the necessity of liberty for individuals which they proclaimed will require social control of economic forces in the interest of the great mass of individuals. (Dewey, 1963 : 34)

- 8 L'implantation de cette nouvelle philosophie à Cambridge fait dire à Moore (2003) que la recherche en économie à Cambridge connaît un tournant du nouveau libéralisme (*New Liberal Twist*).
- 9 Le tournant du nouveau libéralisme va conduire à de profondes transformations méthodologiques dont Keynes va reprendre les principaux éléments dans ses écrits. Tout d'abord, la science économique doit apporter une réponse aux problèmes sociaux de son époque. On retrouve ici une opposition courante entre les fondements logiques et les fondements empiriques de l'économie. Keynes, à la différence de son père, semble plus proche de la seconde approche que de la première (Keynes, 1935, X :302). Ensuite, la perspective cambridgienne repose sur une approche « organique » et « historique » de l'activité économique. Cette approche se différencie du holisme traditionnel, que l'on

attribue parfois à Keynes, par la volonté de tenir ensemble une perspective microéconomique et macroéconomique. Il s'agit alors de comprendre les décisions individuelles, en tenant compte du contexte social dans lequel elles se forment. On peut ainsi mieux comprendre l'opposition exprimée par Keynes envers la perspective réductionniste, qui selon lui, est au fondement de la théorie classique (Keynes, 1939, VII :xxxii). La méthodologie cambridgienne développée par Marshall, dont Keynes hérite en partie, va mettre l'accent sur les situations locales, que ce soit dans l'espace ou dans le temps. S'il existe des lois économiques, elles sont contingentes à une période historique donnée (Marshall, 1971 :125). Dans cette perspective, il s'agit moins de fonder l'analyse économique sur des caractéristiques communes aux différentes périodes historiques, que de rechercher ce qui est spécifique à la période que l'on cherche à étudier.

- 10 Pour Keynes, réfléchir aux enjeux sociaux du capitalisme nouveau à partir de la théorie classique conduit à des incompréhensions et à des désastres (Keynes, 1936, VII :3). Le Trésor britannique et la Banque d'Angleterre, en conservant un cadre d'analyse traditionnel, supposent implicitement que le cadre institutionnel hérité de la révolution industrielle ne s'est pas modifié.

On the one side the Treasury and the Bank of England are pursuing an orthodox nineteenth-century policy based on the assumption that economic adjustments are and ought to be brought about by the free play of the forces of supply and demand. The Treasury and the Bank of England still believe - or at any rate, did until a week or two ago [15 august 1925] - that the things, which would follow on the assumption of free competition and the mobility of capital and labour, actually occur in the economic life of today. (Keynes, 1925, IX :305)

- 11 Selon Keynes, L'économie classique est donc coupable d'incohérence historique en supposant un cadre institutionnel invariant dans le temps. Il énonce la même idée quand il accuse les économistes classiques de comprendre l'économie à partir de fondements euclidiens, alors que le capitalisme contemporain est entré dans un monde non euclidien<sup>2</sup> (Keynes, 1936, VII :16).
- 12 Le conflit entre capitalistes et salariés, phénomène spécifique à l'ère de la révolution industrielle, s'est transformé en un conflit entre détenteurs de richesse (les capitalistes) et créateurs de richesse (les entrepreneurs). Pour Keynes, le principal obstacle à l'objectif d'équité et de stabilité des relations marchandes réside dans le niveau trop élevé des intérêts qui sont versés aux détenteurs de richesse (héritage du passé), ce qui freine l'activité des entrepreneurs et le niveau de l'emploi.

## Des transformations institutionnelles aux innovations théoriques

- 13 Cette seconde section présente les fondements institutionnels de la distinction entre l'activité industrielle et l'activité financière. La construction de « l'économie de Keynes » repose sur trois institutions nouvelles : la monnaie bancaire, la séparation entre la gestion et la propriété du capital et la naissance de la liquidité financière.
- 14 La première transformation institutionnelle réside dans la généralisation de la monnaie bancaire. Pour Keynes, la monnaie n'est pas une marchandise mais une institution. Elle préexiste aux relations marchandes et assure la possibilité même des échanges. L'institution monétaire a connu une lente évolution vers une utilisation croissante de la monnaie bancaire, la monnaie étant alors synonyme de crédit bancaire. Autant dans le « *Treatise on Money* » que dans la « *Théorie Générale* », la monnaie détenue par les agents

privés est uniquement de la monnaie bancaire. La généralisation de l'utilisation de la monnaie bancaire en Angleterre s'est faite au début du vingtième siècle, à la suite de la constitution des banques par actions et du mouvement de concentration qui a suivi. De 1880 à 1930, la part des dépôts bancaires dans l'offre de monnaie au Royaume-Uni passe de 69 pour cent à 87.5 pour cent (Sheppard, 1971 :182). La monnaie interne, créée par les banques commerciales, a ainsi supplanté la monnaie externe, créée par la Banque Centrale, dans les échanges entre les agents privés. La monnaie externe, principalement des chèques de la banque d'Angleterre depuis 1851, sert désormais presque exclusivement aux transactions interbancaires, suite à la généralisation du mécanisme de compensation (Hawtrey, 1930).

- 15 La seconde transformation institutionnelle porte sur l'évolution de l'entreprise. Pour Keynes, on assiste à une transformation de la figure du capitaliste du dix-neuvième siècle, qui était à la fois propriétaire et gestionnaire du capital.

But during the nineteenth century they (fix rate long term-loans) developed a new and increased importance, and had, by the beginning of the twentieth, divided the propertied classes into two groups - 'the business man' and the investors' - with partly divergent interests. The division was not sharp as between individuals ; for business men might be investors also, and investors might hold ordinary shares ; but the division was nevertheless real, and not the less important because it was seldom noticed. (Keynes, 1922, IX, :62)

- 16 On a donc deux « figures sociales » différentes. L'entrepreneur (*businessman*) gère l'entreprise, décide du niveau de l'activité et des investissements. L'investisseur (*investor*) détient sa richesse sous forme de titres et répartit cette richesse entre les différents actifs financiers, dans l'espoir de réaliser des gains en capital. L'investisseur n'a donc pas d'influence directe sur l'accroissement du capital fixe.

- 17 La transformation de la figure sociale du capitaliste est liée à la création des sociétés par action (*public firms*). Cette évolution induit théoriquement un double mouvement financier : une croissance de l'intermédiation financière et une intégration financière de l'investissement (Best et Humphries, 1986). L'intermédiation financière consiste en l'organisation d'un marché sur lequel s'échangent les titres de propriété de l'entreprise. De 1885 à 1907, le nombre d'entreprises cotées sur le marché londonien passe de 60 à 600 environ, pour une valeur de 500 millions de livres. En 1939, on en compte 1712, pour une valeur capitalisée de 2500 millions de livres (Hannah, 1976). L'intégration financière réside dans le financement bancaire de l'investissement. Auparavant, le financement de l'investissement se faisait principalement à l'aide d'effets de commerce (*commercial bills*). Ces effets de commerce étaient ensuite soldés par les banques sur le marché londonien. À la suite du processus de fusion dans le secteur bancaire et la constitution des banques de réseau (*clearing banks*), ce marché de l'escompte disparaît au profit des banques sous la forme d'avances et découverts bancaires à court terme. De 1871 à 1913, le nombre d'agences passe de 2 746 à 8 190 (Michie, 1987 :135). Désormais, les entreprises qui ont besoin de financement s'adressent à leur succursale locale au lieu d'émettre des effets de commerce. Le marché traditionnel de l'escompte des effets de commerce se transforme en marché monétaire sur lequel on peut obtenir des fonds à court terme pour financer l'achat de titres financiers.

- 18 La troisième transformation institutionnelle est la naissance de la liquidité financière. Le marché financier de Londres est jusqu'au sortir de la première guerre mondiale, la première place financière dans le monde. Il a cette importance du fait de la place politique de l'Angleterre et de ses nombreuses colonies, mais aussi du fait de

l'organisation interne du marché qui permet aux titres importants d'avoir une forte liquidité. Les intermédiaires financiers sont divisés en deux groupes : les *brokers* et les *dealers*. Les premiers agissent pour le compte de clients extérieurs alors que les seconds ont un rôle de teneurs de marché. C'est en 1908 que la distinction entre les deux activités devient une règle (Cope, 1978). Le marché boursier est donc constitué d'un ensemble d'intermédiaires sans mécanisme de coordination générale des transactions comme il en existe alors à Paris à travers la figure de l'agent de change (Kregel, 1995).

- 19 Le développement des échanges financiers va être favorisé par deux pratiques. Tout d'abord, l'investisseur peut acheter des titres en empruntant la monnaie nécessaire à son *broker*, sans avoir à apporter de collatéral extérieur car celui-ci est constitué de titres. Cependant, la valeur des titres dépasse la valeur du crédit d'une marge de sécurité fixée par le *broker*. En 1914, la part des prêts sur marges représente 60 pour cent des crédits accordés pour l'achat de titres (Michie, 1987 :150). Une autre pratique consiste en l'achat et la vente de produits dérivés, que ce soient des *futures* ou des options (*privileges* dans les termes de l'époque), qui sont déjà présents au dix-huitième siècle à la bourse de Londres (Cope, 1978). L'utilisation de produits dérivés comme moyen d'obtenir des crédits ne s'est établi qu'à la fin du dix-neuvième siècle pour les achats de titres financiers. L'existence de produits dérivés nécessite que le marché du titre sous-jacent soit suffisamment liquide pour ne pas provoquer de rationnements et de discontinuités dans l'établissement du prix du titre (Brossard, 2001). C'est avec la formation des sociétés par actions, la création des sociétés de réseaux (*utilities*), et l'évolution de la structure du marché que le stock de titres sera suffisant pour supporter l'existence de contrats à termes sur les titres privés.
- 20 Dans le *Treatise*, Keynes dissocie les dépôts d'épargne des dépôts destinés à la circulation industrielle sur la base de l'argument suivant : les relations financières n'ont pas de liens directs avec les relations industrielles.

But the volume of trading in financial instruments, i.e. the *activity* of financial business, is not only highly variable but has no close connection with the volume of output whether of capital goods or of consumption goods; for the current output of fixed capital is small compared with the existing stock of wealth, which in the present context we will call the volume of securities (excluding from this liquid claims on cash); and the activity with which these securities are being passed round from hand to hand does not depend on the rate at which they are being added to. Thus in a modern stock-exchange-equipped community the turnover of currently produced fixed capital is quite a small proportion of the total turnover of securities. (Keynes, 1930, V :222)

- 21 Cette partie de l'ouvrage n'a pas fait l'objet de recherches importantes<sup>3</sup>. Elle est cependant fondamentale pour comprendre l'originalité de l'ouvrage ainsi que les racines du concept de la préférence pour la liquidité, exposée dans la *Théorie Générale*. Le marché boursier ne peut plus être interprété comme un marché du capital sur lequel les épargnants et les entrepreneurs se rencontrent, comme c'est le cas dans la théorie classique.

## Les pathologies de la liquidité financière

- 22 Keynes fut initié très tôt dans sa carrière aux mécanismes de la finance. Ses activités à la City vont même lui assurer une confortable autonomie financière à partir des années trente. Sur la base de sa propre expérience, Keynes propose une des premières contributions à la théorisation des pratiques boursières au vingtième siècle. Pour rendre



compte de son originalité, nous nous serviront de concepts tirés de l'analyse technique, domaine de la théorie financière fondé sur l'observation des pratiques des investisseurs professionnels.

- 23 Les activités financières de Keynes sont diverses et concernent un large éventail de titres financiers. Une première activité est celle de spéculateur sur le marché des matières premières et des monnaies. Cette activité se fait surtout en utilisant les marchés à terme (Harrod, 1951 :299). Son activité de spéculateur débute en 1905, devient importante à partir de 1919, à la suite de la conférence de Paris, et décline après sa première attaque cardiaque en 1937. À ce moment-là, Keynes dispose d'un patrimoine personnel de 506 450 livres (Davenport, 1975). Une seconde activité réside dans la participation à des associations entre financiers, mises sur pieds dans le but de spéculer sur le marché des titres en mettant en commun des fonds et des informations. C'est ainsi qu'en 1920 d'anciens membres d'une section du Trésor (division A) fondent une société d'investissement nommée A.D à laquelle Keynes participe. Ce type d'association va néanmoins décliner après le krach boursier de 1929. La troisième activité est celle de conseiller et d'administrateur pour des sociétés d'investissements ou des compagnies d'assurance. C'est ainsi que Keynes devient membre du conseil d'administration en 1919, puis directeur en 1921 de la *National Mutual Life Assurance Society* qui gère en 1919 un actif de 6 millions de livres.
- 24 Pour Keynes, le prix qui s'établit sur les marchés boursiers est le produit d'une convention financière et non d'une rencontre entre l'offre et la demande de fonds prêtables, comme le suppose la théorie classique.
- For the value of a security is determined, not by the terms on which one could expect to purchase the whole block of the outstanding interest, but by the small fringe which is the subject of actual dealing; just as current new investment is only a small fringe on the edge of the totality of existing investments. Now this fringe is largely dealt in by professional financiers - speculators you may call them - who have no intention of holding the securities long enough for the influence of distant events to have its effect ; their object is to re-sell to the mob after a few weeks or at most a few months. (Keynes, 1930, VI :323-324)
- 25 Keynes reprend une ancienne terminologie financière (Mortimer, 1785) pour décrire le comportement des investisseurs. Un « bull » est un individu qui achète des titres dans le but de les revendre à un prix supérieur. Un « bear » est un individu qui vend des titres qu'il ne possède pas dans l'espoir de les acheter à un prix plus faible avant la livraison. Être haussier (baissier), c'est penser que les autres investisseurs vont augmenter leurs achats (ventes) dans le futur, ce qui signifie que le prix actuel des titres est sous (sur) évalué par le marché. Chaque investisseur va déterminer son comportement en fonction de son anticipation de l'évolution future du marché (qui ne résulte pas d'un calcul rationnel comme le rappelle l'expression « *animal spirit* ») et de l'observation de l'état actuel du marché. Un « bull » dans un marché dominé par les « bears » aura plus tendance à modifier son comportement, pour devenir « bear », qu'un investisseur qui l'est déjà. Lorsque l'influence de l'état présent du marché sur les anticipations individuelles est suffisamment forte, il existe une pluralité d'équilibres sur le marché des titres. Keynes incorpore ainsi le rôle du mimétisme et des instincts dans l'analyse de la formation du prix des titres financiers. Le marché ressemble alors davantage à la figure sociale de la foule qu'à celle de la main invisible (Dupuy, 1992).
- 26 L'analyse du marché financier proposée par Keynes repose sur les pratiques des spéculateurs qui ont cours à l'époque et que l'on a appelé plus tard l'analyse contrarienne



(Dublanc, 1991). Le principe de l'analyse contrarienne va être d'interpréter les informations financières à l'inverse de leur signification. Lorsque la majorité des investisseurs a un sentiment trop prononcé sur la tendance, cette majorité a tort. Cette attitude repose sur deux caractéristiques. Tout d'abord, lorsque trop d'investisseurs sont haussiers, cela signifie qu'il reste peu de liquidités disponibles. La probabilité d'un retournement de la tendance sera alors plus élevée que celle d'une poursuite de la tendance haussière du fait de l'épuisement des ressources bancaires pour financer les positions des investisseurs. D'autre part, le sentiment des investisseurs est mesuré sur le marché des contrats à terme. Sur ce type de marché, la somme des engagements à chaque instant est nulle. Si une majorité d'investisseurs a acheté des contrats, cela signifie qu'une minorité cherche à vendre. On peut donc en conclure que les investisseurs baissiers possèdent un capital plus élevé et qu'ils pourront alors tenir leur position sur le marché plus longtemps que les investisseurs haussiers. La probabilité de retournement de la tendance haussière est donc plus forte. Un autre indicateur du degré de stabilité de la tendance sur le marché boursier consiste à observer la réaction des investisseurs à l'annonce des profits. Dans un marché fortement haussier, le prix du titre est plus sensible aux mauvaises nouvelles (annonce de baisse des profits par exemple) qu'aux bonnes. À l'inverse un marché baissier, réagira plus fortement aux bonnes qu'aux mauvaises nouvelles.

- 27 L'analyse de la circulation financière développée dans le *Treatise* préfigure les analyses du chapitre 12 de la *Théorie Générale*. On y retrouve trois éléments importants pour comprendre la volatilité du marché financier : un contexte d'incertitude, la présence de mimétisme et l'instabilité du degré de confiance dans la convention existante.

## La nouvelle sociologie de la finance

- 28 Un demi-siècle après les travaux de Keynes sur les propriétés du capitalisme financier, les travaux de MacKenzie sur la théorie des options financières<sup>4</sup> renouvellent l'approche sociologique de la finance initiée par l'économiste de Cambridge. Certes, l'époque n'est plus la même et les enjeux sociaux associés à l'activité financière ont évolué. Néanmoins, il existe une filiation intellectuelle et méthodologique très forte entre les deux auteurs. Il s'agit dans les deux cas de déconstruire une vision « naturelle » ou « fonctionnaliste » des pratiques et des structures de la sphère financière.

## La question de la performativité

- 29 Les travaux de Donald Mackenzie sur la théorie moderne des options et son impact sur les pratiques des gestionnaires d'actifs financiers s'inscrivent dans un débat méthodologique importé de la sociologie des sciences vers la sociologie économique. L'objet de ce débat porte sur le statut de la théorie économique et son impact sur les pratiques des acteurs. Faut-il considérer la construction théorique comme une sphère d'activité autonome du reste de la société ? Sinon, comment considérer les relations entre la sphère de la pratique et la sphère conceptuelle ? Dans la partie précédente, nous avons vu que la réponse apportée par Keynes consistait à considérer que les théories économiques sont invalidées par l'histoire lorsque les caractéristiques institutionnelles et les pratiques des acteurs changent. Il peut alors exister des lois en économie, mais leur validité est limitée dans le temps. En ce sens, la théorie économique évolue sous l'effet de facteurs externes,

la question de la cohérence interne des théories jouant un rôle secondaire dans l'évolution de la discipline (ou plutôt devrait-on dire que la cohérence interne se trouve remise en cause sous l'effet des changements institutionnels).

- 30 Le récent débat autour du livre publié sous la direction de Michel Callon (1998) remet l'épineuse question du lien entre la théorie et la pratique sur la table, alors même qu'à l'intérieur de la discipline de la science économique, cette question est souvent considérée comme relevant d'autres disciplines des sciences sociales. En effet, la grande majorité des économistes se rallie à la position méthodologique affirmée par Friedman (1953). Pour Callon, les principes de la théorie économique néoclassique n'existent pas a priori au sens où les hypothèses fondatrices de cette théorie seraient directement observables. Selon lui, les pratiques des agents économiques sont la mise en œuvre de concepts théoriques. La théorie n'a alors pas à être discutée sur la base d'une comparaison avec des données empiriques puisque ces dernières ne sont pas indépendantes des théories économiques alors en vigueur. Cette nouvelle approche du lien entre la théorie et la pratique prend le nom de *performativité* (*performativity* en anglais). En ce sens, le débat initié par Callon se situe dans le prolongement de la position méthodologique énoncée par Friedman car il n'y a pas d'intérêt à tester la pertinence des hypothèses des modèles.
- 31 Mackenzie se propose de clarifier, au travers de l'exemple de la théorie des options, cette nouvelle notion en distinguant deux significations du terme de *performativité*. Une première approche s'appelle la « *performativité simple ou générique* ». Elle consiste à comprendre l'économie comme le résultat de pratiques et de règles institutionnelles mises en œuvre par les agents économiques. Les grandeurs économiques ne résultent alors pas de principes naturels ou invariants mais bien de constructions sociales (la comptabilité par exemple) qui ont pour principale caractéristique de rendre les relations économiques quantifiables et comparables entre elles (Mackenzie, 2004a : 305). Cette acception du terme est celle que Mackenzie prête à Callon. Une seconde approche s'appelle la « *performativité austinienne* » car on trouve l'idée dans les travaux d'Austin (1962). Elle consiste à considérer que la mise en œuvre des théories par les acteurs crée automatiquement les conditions de leur réalisation. En ce sens, la théorie serait auto-validée car elle crée les conditions nécessaires à la transformation des institutions et des pratiques qui vont permettre sa validation. La notion de *performativité austinienne* n'est pas très éloignée du concept keynésien de prophétie auto-réalisatrice. Dès lors que tout le monde pense qu'un événement va survenir, chacun agit en conséquence et participe à la construction des conditions suffisantes à l'apparition du phénomène. L'autovalidation de la théorie, si elle peut survenir, doit néanmoins faire intervenir des transformations institutionnelles qui favorisent sa mise en œuvre. Cependant, la *performativité austinienne*, n'est pas un principe mécanique et inéluctable. Il se peut très bien que l'adoption d'une théorie conduise à sa remise en cause dès lors que des facteurs extérieurs (historiques, sociologiques, ou autres) interviennent et invalident la relation entre les prédictions de la théorie et les effets observés lors de sa mise en œuvre.
- 32 Sur la base de la distinction entre la *performativité générique* et la *performativité austinienne*, Mackenzie en vient à distinguer trois cas de figure (Mackenzie, 2004a : 306-307). Le premier se produit lorsque l'adoption d'un modèle par les acteurs n'a aucun effet sur les variables observables. Dans ce cas, on pourrait dire qu'il existe une « *non-performativité* ». Le second cas de figure se produit lorsque l'adoption d'une théorie accroît le degré de corrélation entre les prédictions issues de la théorie et les grandeurs

observables. C'est en ce sens que Mackenzie utilise le terme de performativité austinienne. Le dernier cas de figure est celui de la « contre-performativité » qui signifie que l'adoption du modèle par les acteurs tend à accroître l'écart entre les conséquences prédites par celui-ci et les données empiriques observées.

- 33 Dans le domaine de la finance, ces questions structurent la discipline. Schématiquement, deux approches épistémologiques doivent être distinguées. Une première approche s'appuie sur une analyse qualitative (parfois avec l'aide d'indicateurs quantitatifs) interne au marché, c'est l'approche dite « chartiste » dont on a décrit les principes fondateurs dans la première partie du texte. Cette approche, longtemps cantonnée aux « grands spéculateurs », a trouvé dans les années 1990 une représentation théorique à travers l'approche de la « finance comportementale » (Schleifer, 2000). Une seconde approche est celle de l'efficacité des marchés financiers qui postule que le marché est parfait au sens où il exclut l'existence de déséquilibres ou de rationnements, où il n'existe pas d'information privée pertinente pour anticiper le prix futur des titres, et où l'histoire n'apporte aucune information étant donné que le prix de marché transmet l'ensemble de l'information nécessaire à la détermination de la décision optimale. Aucun agent ne peut donc avoir une influence significative sur l'évolution du prix des actifs (Fama, 1970).
- 34 Dans le débat entre partisans de l'approche « chartiste » et partisans de l'approche fondamentale, Mackenzie, par son étude du contexte historique et idéologique dans lequel s'est développée la théorie moderne des options, apporte un éclairage précieux autant sur les conditions dans lesquelles la théorie de la finance s'est développée que sur les facteurs qui peuvent expliquer sa remise en cause. Dans les deux cas, la diffusion de la théorie met en jeu des facteurs politiques et sociaux qui amènent à penser que l'activité financière est loin d'être une sphère d'activité coupée du reste de la société.

## L'institutionnalisation du marché des options financières

- 35 Après la crise de 1929, le gouvernement américain décida de réguler plus efficacement la sphère des activités boursières en faisant notamment en sorte que la spéculation à partir des produits dérivés disparaisse en pratique du paysage financier. L'échange de produits dérivés tels que les options et les futures sur les actions avaient perdu toute légitimité auprès des investisseurs comme des instances de régulation. Cette situation qui prévaut jusqu'au milieu des années 1970 va en l'espace de cinq années changer du tout au tout, le marché des produits dérivés financiers prenant alors un essor considérable.
- 36 Le principal obstacle au renouveau du marché des produits dérivés dans les années 1960 réside dans l'absence totale de légitimité pour ce type de transactions financières. Le milieu financier, encore très fermé et partageant une culture très forte, rejetait la création d'un marché des produits dérivés dans la mesure où la plupart des crises financières ont débuté par le développement de ce type d'échanges. Un des dirigeants de la SEC (*Security Exchange Commission*) note qu'il n'avait « jamais vu un exemple de manipulation [des cours] dans lequel les options n'étaient pas en cause » (MacKenzie et Millo, 2003 :113, traduction personnelle). Cette « barrière » culturelle et politique va être levée grâce à la création d'une nouvelle culture épistémique au sein de la sphère financière.
- 37 Le premier développement significatif de la théorie de la finance après la guerre réside dans la construction du modèle CAPM (*Capital Asset Pricing Market*) dans lequel le rendement d'un actif est construit comme la somme d'un taux d'intérêt sans risque et

d'un terme, appelé bêta, qui exprime le risque non diversifiable de l'actif (Mehrling, 2005). Le second développement significatif de la nouvelle théorie financière fondée sur l'idée d'efficacité des marchés financiers est le modèle de Black et Scholes (1973) qui permet de déterminer la valeur d'une option. Cette valeur dépend du prix de l'action sous-jacente, de sa volatilité, de la volatilité du prix de l'option et du taux d'intérêt sans risque. La création de ce modèle résulte d'un contexte très particulier pour l'époque. Tout d'abord, Fischer Black avait travaillé comme consultant avec l'un des créateurs du modèle CAPM (MacKenzie, 2003a). Black essaya sans succès de résoudre une équation différentielle stochastique de la valeur d'un produit dérivé appelé « warrant ». À la fin des années 1960, il rencontre un chercheur du MIT, Myron Scholes, qui travaille sur le concept de portefeuille sans risque à l'aide du principe de l'arbitrage qui consiste à prendre des positions inversées pour éviter de subir les fluctuations du marché boursier. Les deux collaborateurs ne parviennent cependant pas à résoudre le type d'équation impliqué dans la détermination de la valeur d'un « warrant ». C'est grâce à l'aide d'un troisième chercheur, Robert C. Merton<sup>5</sup>, fils du célèbre sociologue de Chicago, que le modèle va trouver une résolution. Il va finalement être publié en 1973. En fait, le modèle de Black et Scholes incorpore deux traditions méthodologiques différentes en économie. La première tradition est celle popularisée par Friedman qui retient comme facteur de validation d'un modèle sa capacité à reproduire les faits stylisés observés, peut importe les hypothèses qui ont servi à la construction du modèle. La seconde tradition est celle défendue par exemple par Samuelson (1952), pour qui le critère qui permet de juger de l'importance d'un modèle est la généralité des prémisses sur lesquels il sont construits ainsi que la qualité des outils mathématiques qui ont servi à résoudre les équations du modèle. Cette seconde approche laisse également de côté la question de la plausibilité des fondements du modèle.

- 38 La principale originalité des travaux récents dans le domaine de la finance réside moins dans l'utilisation des mathématiques et de la physique en économie, que dans les relations qu'entretiennent les chercheurs avec le milieu des praticiens. C'est à travers des contacts étroits entre les deux milieux, que la théorie financière va connaître un développement aussi important. C'est même une des premières fois dans l'histoire de l'économie qu'une théorie est développée dans le but de réaliser des gains financiers sur les marchés. Traynor développe le modèle CAPM pour une firme de conseil en finance (Mehrling, 2005). En 1975, Black met sur pied un service d'abonnement pour recevoir la valeur des options calculée à partir du modèle mathématique (MacKenzie et Millo, 2003 : 124). Scholes et Merton sont engagés en 1993 comme conseillers par le fonds d'arbitrage LTCM (MacKenzie, 2003b). Leland et Rubinstein, deux chercheurs parmi les plus cités en finance, ont créé en 1981 une firme de conseil, *Leland O'Brian Rubinstein Inc*, pour offrir un service d'assurance de portefeuille à partir du modèle de Black et Scholes. Le marché financier, à travers sa réputation de faiseur de fortunes, et l'intérêt des financiers pour la spéculation, va attirer de nombreux chercheurs possédant une formation en mathématiques ou en physique et qui recherchent des applications à leurs modèles hors de leurs disciplines respectives.
- 39 La diffusion du modèle des options conçu par les trois économistes américains s'appuie sur des transformations institutionnelles importantes qui se produisent dans les années 1970. Sur le plan international, la fin du système monétaire international des taux de change fixe crée un besoin d'assurance pour les flux internationaux de capitaux. Sur le plan domestique, la régulation T fut abolie pour les intermédiaires qui utilisent des

options. La SEC accepte alors la création d'un marché des produits dérivés financiers, suite à l'arrivée de Nixon à la présidence des États-Unis (MacKenzie et Millo, 2003 :115). En 1975, la règle des frais de transactions fixes est abolie, ce qui conduit à une baisse des coûts de transactions. La forte croissance des investisseurs institutionnels a provoqué depuis les années 1960 une augmentation importante des transactions financières. De plus, ce type d'investisseur est à la recherche de stratégies pour construire des portefeuilles de marché sans risques. Au début des années 1970, une réforme de l'ERISA incite les fonds de pension à mieux évaluer les risques associés aux décisions de placements (Whitley, 1986). À ces transformations institutionnelles s'ajoutent des facteurs internes aux marchés financiers. En 1978, une crise financière impliquant les intermédiaires sur le marché des options conduit ces derniers à rechercher un outil de quantification précis de la valeur des options. Du fait des progrès technologiques dans le domaine des communications, il est alors possible de vendre et d'acheter des titres de plus en plus rapidement, ce qui offre de nouvelles possibilités de profits pour les arbitragistes.

- 40 Au travers des recherches de Mackenzie sur la théorie des options, on constate que la popularité de la théorie financière de l'après-guerre tient, moins à des facteurs de cohérence interne de la théorie ou à la « plausibilité » des hypothèses du modèle, qu'à un ensemble de transformations institutionnelles au sein de la sphère financière. Merton et Bodie (2005) rappellent que le modèle de Black et Scholes constitue un paradoxe pour les investisseurs au sens où, soit les hypothèses du modèle sont vérifiées et le marché des options est inutile, soit les hypothèses ne sont pas vérifiées et l'utilisation du modèle peut conduire à des pertes financières importantes comme dans le cas du fonds d'arbitrage LTCM. Comme le décrit l'un des acteurs, le modèle de Black et Scholes apporta une légitimité sociale à une activité habituellement jugée comme néfaste pour l'ensemble de la société (MacKenzie et Millo, 2003 :121).

## Le retour de l'instabilité financière

- 41 Keynes met en lumière les pathologies de la liquidité qui conduisent à l'existence du chômage involontaire. De la même façon, à travers l'exemple du fonds d'arbitrage LTCM, MacKenzie (2004c) souligne le rôle des facteurs collectifs dans la « contre-performativité » de la théorie des options développée par Black et Scholes. En utilisant la théorie des options pour son activité d'arbitrage sur les marchés financiers, LTCM produit les conditions qui vont provoquer sa chute.
- 42 *Long Term Capital Management* (LTCM) est un fonds d'investissement privé créé en 1993 et qui pratique l'arbitrage sur les marchés financiers. Son activité consiste à investir dans des titres financiers dès lors que la valeur observée d'un titre diffère de sa valeur théorique, calculée à partir de l'utilisation de modèles mathématiques construits sur la base de la théorie des options de Black et Scholes. La technique de l'arbitrage consiste à investir dans des actifs dont les prix devraient théoriquement converger mais qui pour des raisons contingentes, i.e. non expliquées par le modèle, divergent à un moment donné. Le fonds achète alors le titre sous-évalué et vend à terme le titre surévalué en utilisant le plus souvent des produits dérivés (MacKenzie, 2004c). En s'assurant contre les risques « macroéconomiques » qui peuvent modifier la valeur de l'ensemble des titres, le fonds d'arbitrage est en mesure de réaliser des profits sans risques, au moins sur le plan théorique.

- 43 L'activité d'arbitrage repose sur une double vision des marchés financiers. Tout d'abord, à long terme les marchés sont efficaces et la valeur de marché converge vers la valeur théorique. Ensuite, il est possible d'estimer statistiquement la durée et l'ampleur des divergences à court terme dès lors que l'on a pris en compte les facteurs macroéconomiques extérieurs qui influencent l'évolution des marchés financiers. Dans le cas du fonds LTCM, cette vision du fonctionnement du marché financier, mécanisme auto-régulateur et isolé des « perturbations » extérieures par l'inférence statistique, va être prise en défaut et conduire à la quasi-faillite du fonds d'investissement (Lowenstein, 2000).
- 44 Le 17 août 1998, le gouvernement russe annonce qu'il fait défaut sur les obligations en roubles et dévalue la monnaie nationale tout en permettant aux banques du pays de suspendre les paiements de contrats dérivés sur les marchés financiers internationaux. Une rumeur de faillites d'investisseurs et de banques occidentales crée immédiatement un mouvement de « fuite vers la qualité » dans lequel les investisseurs recherchent à tout prix des placements liquides. Ce mouvement va cependant à l'encontre de la position prise par LTCM, qui détient alors des placements risqués et vend à terme des titres liquides. L'évolution du marché est donc très défavorable pour LTCM. De plus, avec les nouveaux outils de gestion du risque utilisés par les banques, en cas de fluctuation importante des prix, la banque doit, soit liquider sa position, soit augmenter le capital qui sert à couvrir le risque de pertes importantes. Or, les banques détiennent peu de fonds propres. Elles décident donc de vendre leurs actifs les plus risqués, agissant dans le même sens que le marché, provoquant ainsi une augmentation de l'écart entre les titres risqués et les titres sans risques.
- 45 La chute de LTCM n'a donc rien de mécanique et ne résulte pas uniquement des mouvements du marché financier. Ce qui va causer les plus graves difficultés du fonds d'arbitrage, c'est l'attitude des grandes banques d'investissement suite à la publication d'un document attestant des difficultés de LTCM. Dans un marché peu liquide, les grandes banques qui assurent la contrepartie des transactions de LTCM vont agir comme si le fonds était en faillite et devait vendre à tout prix ses actifs. Cette attitude va provoquer la quasi-faillite du fonds, les banques n'ayant pas anticipé que si chacune adoptait cette attitude, elles provoqueraient collectivement la faillite du fonds LTCM. Même dans un marché « électronique », les facteurs collectifs demeurent présents (Mackenzie, 2004b).
- 46 L'exemple du fonds d'arbitrage LTCM illustre donc le rôle des facteurs collectifs que Keynes avait mis en lumière un demi-siècle plus tôt. Il semblerait donc que la sphère financière ait une capacité de mémoire limitée à long terme. Cependant, dans ce cas, la mémoire n'est pas une caractéristique individuelle mais collective. Elle repose sur des institutions et des normes de comportement héritées des générations précédentes. Les transformations institutionnelles et l'évolution de la profession des gestionnaires d'actifs depuis une vingtaine d'années ont eu pour conséquence de rendre la dynamique des marchés financiers beaucoup plus instable. Ces transformations institutionnelles ne sont pas sans liens avec la récente crise boursière des valeurs technologiques. En l'absence de régulation publique, les firmes de gestion d'actifs sont souvent en situation de conflit d'intérêts (Swedberg, 2003).
- 47 Sur le plan professionnel, social et institutionnel, la théorie moderne de la finance a conduit à une augmentation de la fragilité des relations financières. Sur le plan professionnel, la théorie des options a servi de base à l'enseignement puis à l'introduction d'une nouvelle génération de gestionnaires d'actifs au sein de la sphère financière. Le

passage de témoin entre les deux générations, l'une formée au sortir de la seconde guerre mondiale et l'autre formée à la fin des années soixante-dix et au début des années quatre-vingt, n'a pas donné lieu à un important transfert de connaissances, chacune employant un langage propre et intraduisible dans le langage de l'autre génération. Ainsi, l'histoire des crises financières et des règles de comportement qui concouraient à stabiliser les relations financières s'est perdue, au profit d'une nouvelle culture favorisant les innovations financières et l'utilisation d'outils informatiques.

- 48 Sur le plan institutionnel, l'émergence d'une nouvelle génération de gestionnaires correspond à des transformations importantes, tant sur le plan de la structure des marchés que sur celui de la réglementation. Les marchés financiers sont devenus dans leur grande majorité des marchés de gré à gré sur lesquels les échanges ont lieu en continu et de manière décentralisée<sup>6</sup>. Les nouveaux marchés des produits dérivés sur les titres financiers ont permis aux activités de spéculation, d'arbitrage et d'assurance de portefeuille de connaître une croissance sans précédent. Sur le plan de la structure de la sphère financière, la théorie des options a eu deux conséquences majeures. Tout d'abord, il a été possible de créer des titres « hybrides » constitués d'un titre de base (action ou obligation) et d'un titre dérivé (option, future ou swap). La croissance importante de l'utilisation de titres hybrides ces dernières années a conduit à la création d'un continuum de marchés financiers (Haas, 2003). Ce décloisonnement des marchés financiers s'est accompagné d'un décloisonnement des activités, sous l'effet de la remise en cause du Glass-Steagall Act qui séparait l'activité bancaire de l'activité financière. Ce mouvement a donné naissance à des multinationales généralistes de la finance qui pratiquent aussi bien l'arbitrage que l'ingénierie financière dans le cadre du placement privé (Boubel et Pansard, 2004).
- 49 Sur le plan social, l'extension de la théorie des options à l'ensemble des relations économiques a provoqué une « financiarisation » des autres acteurs collectifs que sont les entreprises, les salariés et les pouvoirs publics (Hanin, 2005). Cette évolution s'inscrit en grande partie dans le cadre théorique canonique développé par Black et Scholes, comme illustré sur la figure suivante.



Figure 1 : l'utilisation de la théorie des options et la financiarisation

<b>Forme financière</b>	<b>Forme économique</b>
Option d'achat	Actionnaire
Option de vente	Créancier
Option réelle	Stock de capital
Titres convertibles	Investisseur
Bons du Trésor	Dépenses publiques
Délégation de gestion	Infrastructures collectives
Stock-options	Salaire
Location avec option d'achat	Consommation
Parts de fonds mutuels	Épargne

- 50 Les relations au sein des entreprises ont fait l'objet d'une nouvelle interprétation basée sur le modèle de l'option. L'actionnaire est alors vu comme le détenteur d'une option de vente alors que le créancier détient une option d'achat. La décision d'investissement est elle aussi touchée par cette financiarisation à travers le développement des modèles d'options réelles. La rémunération des employés tend à être déterminée selon le modèle de l'option à travers la distribution de stock options<sup>7</sup>. Le financement des infrastructures publiques se fait de plus en plus à travers des partenariats public-privé, le gestionnaire privé du bien public détenant une option de revente des équipements.
- 51 La perte de mémoire collective qui a provoqué une augmentation de l'instabilité de la sphère financière en l'absence de nouvelles formes de régulation de la part des autorités publiques rappelle que l'activité financière est une construction historique, idéologique et institutionnelle, et qu'à ce titre, elle est sujette aux mêmes phénomènes que les autres formes de relations sociales.

## Conclusion

- 52 Au travers de l'étude de deux auteurs qui ont mis en lumière la nature sociale des relations financières, notre ambition était de faire ressortir trois points qui apparaissent au cœur de la démarche de la sociologie économique de la finance. Tout d'abord, il existe deux grandes interprétations de l'observation des phénomènes marchands et financiers. La science économique interprète ces observations comme le résultat de phénomènes physiques qui peuvent être décrits à l'aide d'une méthodologie importée des sciences naturelles, et notamment de la physique. La sociologie économique interprète ces observations comme une réalité qu'il s'agit de décrire et de caractériser aussi bien dans

ses dimensions objectives que subjectives. La sociologie de la finance se développe donc dans une large mesure en opposition aux représentations diffusées par la théorie économique de la finance. Ensuite, la sociologie économique de la finance place au centre de son analyse les transformations institutionnelles qui modèlent et orientent les pratiques des acteurs. Ces transformations peuvent être aussi bien de nature juridique ou politique, que de nature épistémologique et intellectuelle. Le troisième élément concerne la stabilité du système financier. La sociologie économique de la finance met de l'avant le caractère collectif des crises financières et des pathologies associées à cette activité. Les actions des individus reposent sur des croyances et des représentations subjectives qui sont sensibles au phénomène du mimétisme. Cette perspective de recherche permet de comprendre que derrière la technique financière de l'arbitrage se trouve en fait un comportement de spéculation. Comme l'évoque Michel Foucault (2004) à propos de la gouvernementalité, il s'agit de dépasser une vision fonctionnaliste de l'institution pour être en mesure d'en étudier sa généalogie et ses contradictions. Il sera alors possible d'en comprendre les modes de régulation.

- 53 Austin, John L. (1962). *How to Do Things with Words*, Oxford, Clarendon, 166 pages.
- 54 Bernstein, Peter L. (1996). *Against the God : The Remarkable Story of Risk*, New York, J. Wiley, 383 pages.
- 55 Best, Michael H. et Jane Humphries (1986). « The City and Industrial Decline », dans Bernard Elbaum et William Lazonick (sous la direction de), *The Decline of the British Economy*, Oxford, Clarendon Press, p. 223-239.
- 56 Black, Fischer et Myron S. Scholes (1973). « The Pricing of Options and Corporate Liabilities », *Journal of Political Economy*, 81 (3), p. 637-654.
- 57 Boubel, Aurélie et Fabrice Pansard (2004). *Les investisseurs institutionnels*, Paris, La découverte, 122 pages.
- 58 Brossard, Olivier (2001). *D'un krach à l'autre, instabilité et régulation des économies monétaires*, Paris, Bernard Grasset/Le Monde de l'éducation, 406 pages.
- 59 Callon, Michel (sous la direction de) (1998). *The Laws of the Markets*, Oxford, Blackwell, 278 pages.
- 60 Clark, John M. (1922). « Soundings in Non-euclidean Economics », *American Economic Review, supplement*, vol. 11, mars, p. 132-143.
- 61 Cope, S. R. (1978). « The Stock Exchange Revisited : A New Look at the Market in Securities in London in the Eighteenth Century », *Economica*, vol. 45, février, p. 1-21.
- 62 Davenport, Nicholas (1975). « Keynes in the City », dans Milo Keynes (sous la direction de), *Essays on John Maynard Keynes*, Cambridge, Cambridge University Press, p. 224-229.
- 63 Dewey, John (1963). *Liberalism and Social Action*, New York, Capricorn Books, [1935], 93 pages.
- 64 Dostaler, Gilles (2005). *Keynes et ses combats*, Paris, Albin Michel, 538 pages.
- 65 Dublanc, Antoine (1991). *Découverte de l'analyse technique : sur les traces des gourous de Wall Street*, 2e édition, Biarritz, Valor, 377 pages.
- 66 Dupuy, Jean-Pierre (1992). *Introduction aux sciences sociales, logique des phénomènes collectifs*, Paris, Ellipses, 297 pages.
- 67 Fama, Eugene (1970). « Efficient Capital Markets : A Review of Theory and Empirical Work », *Journal of Finance*, vol. 25, n° 1, p. 383-417.

- 68 Foucault, Michel (2004). *Sécurité, Territoire, Population, cours au Collège de France, 1977-1978*, Paris, Seuil / Gallimard, 435 pages.
- 69 Friedman, Milton (1953). « The Methodology of Positive Economics », dans Milton Friedman (sous la direction de), *Essays in Positive Economics*, Chicago, University of Chicago Press, 328 pages.
- 70 Godechot, Olivier et Céline Fleury (2005). « Les nouvelles inégalités dans les banques », Centre d'Études de l'Emploi, *Connaissance de l'emploi*, n° 17, juin, 4 pages.
- 71 Haas, François (2003). « Vers un 'continuum de marchés' ? Modèles structurels et interactions entre marché de crédit et d'actions », Banque de France, *Revue de Stabilité Financière*, juin, p. 80-97.
- 72 Hanin, Frédéric (2005). « Fonds de pension du secteur public et modèles de développement au Canada : une étude comparative de la Caisse de dépôt et placement du Québec et du Canadian Pension Plan Investment Board (CPPIB) », *Cahiers du CRISES*, n° ET0506, 38 pages.
- 73 Hannah, Leslie (1976). *The Rise of the Corporate Economy: The British Experience*, Baltimore, Johns Hopkins University Press, 243 pages.
- 74 Harrod, Roy (1951). *The Life of John Maynard Keynes*, New York, St Martin Press, 674 pages.
- 75 Hawtrey, Ralph G. (1930). « Modern Banking », dans Edward Seligman et A. Johnson, (sous la direction de), *Encyclopaedia of the Social Sciences*, Vol I, New York, MacMillan, p. 431-435.
- 76 Keynes, John M. (1971-1989). *The Collected Writings of J. M. Keynes*, 30 vols, Donald Moggridge, (sous la direction de), MacMillan St Martin's Press.
- 77 Kregel, Jan A. (1998). « Financial Markets and Economic Development: Myth and Institutional Reality », dans Klaus Nielsen et Björn Johnson (sous la direction de), *Institutions and Economic Change: New Perspectives on Markets, Firms and Technology*, Cheltenham, Edward Elgar, p. 243-257.
- 78 Kregel, Jan A. (1995). « Neoclassical Price Theory, Institutions, and the Evolution of Securities Market Organisation », *Economic Journal*, vol. 105, n° 429, p. 459-470.
- 79 Lazonick, William et Mary O'Sullivan (2000). « Maximizing Shareholder Value: A New Ideology for Corporate Governance », *Economy and Society*, vol. 29, p. 13-35.
- 80 Leathers, Charles G et Patrick J. Raines (2000). *Economists and the Stock Market, Speculative Theories of Stock Market Fluctuations*, Cheltenham, Edward Elgar.
- 81 Lowenstein, Roger (2000). *When Genius Failed: The Rise and Fall of Long-Term Capital Management*, New York, Random House, 264 pages.
- 82 MacKenzie, Donald (2004a). « The Big, Bad Wolf and the Rational Market: Portfolio Insurance, the 1987 Crash and the Performativity of Economics », *Economy and Society*, vol. 33, p. 303-334.
- 83 MacKenzie, Donald (2004b). « Social Connectivities in Global Financial Markets », *Environment and Planning D: Society and Space*, vol. 22, p. 83-101.
- 84 MacKenzie, Donald (2004c). « How a Superportfolio Emerges: Long Term Capital Management and the Sociology of Arbitrage », dans Karin Knorr Cetina et Alex Prada (sous la direction de), *The Sociology of Financial Markets*, Oxford, Oxford University Press, p. 62-83.

- 85 MacKenzie, Donald (2003a). « An Equation and its World : Bricolage, Exemplars, Disunity and Performativity in Financial Economics », *Social Studies of Science*, vol. 33, n° 6, décembre, p. 831-868.
- 86 MacKenzie, Donald (2003b). « Long-Term Capital Management and the Sociology of Arbitrage », *Economy and Society*, vol. 32, p. 349-380.
- 87 MacKenzie, Donald et Yuval Millo (2003). « Constructing a Market, Performing Theory : The Historical Sociology of a Financial Derivatives Exchange », *American Journal of Sociology*, vol. 109, p. 107-145.
- 88 Marshall, Alfred (1971). *Principles of Economics*, 4th ed. Traduction française, Paris, Giard et Briere, [1906].
- 89 Mehrling, Perry (2005). *Fischer Black and the Revolutionary Idea of Finance*, Hoboken (NJ), Wiley, 374 pages.
- 90 Merton, Robert C. et Zvi Bodie (2005). « Design of Financial Systems : Towards a Synthesis of Function and Structure », *Journal of Investment Management*, vol. 3, n° 1, p. 1-23.
- 91 Michie, Ranald C. (1987). *The London and New York Stock Exchanges, 1850-1914*, London, Allen & Unwin.
- 92 Moore, Gregory (2003). « John Neville Keynes's Solution to the English Methodenstreit », *Journal of the History of Economic Thought*, vol. 25, n° 1, p. 6-38.
- 93 Mortimer, Thomas (1785). *Every Man His Own Broker, or, A Guide to Exchange Alley*, 10th edition, Londres.
- 94 Polanyi, Karl (1957). *The Great Transformation*, Boston, Beacon Press, 315 pages.
- 95 Reich, Robert (1991). *The Work of Nations : Preparing Ourselves for 21st Century Capitalism*, New York, A. A. Knopf, 331 pages.
- 96 Samuelson, Paul A. (1952). « Economic Theory and Mathematics – An Appraisal », *American Economic Review*, vol. 42, n° 2, pp. 56-66.
- 97 Schleifer, Andrei (2000). *Inefficient Markets*, London, Oxford University Press, 216 pages.
- 98 Sheppard, David K. (1971). *The Growth and Role of UK Financial Institutions, 1880-1962*, London, Methuen, 207 pages.
- 99 Stanford, Jim (1999). *Paper Boom : Why Real Prosperity Requires a New Approach to Canada's Economy*, Center for Policy Alternatives, 200 pages.
- 100 Swedberg, Richard (2003). « Conflicts of Interests in the US Brokerage Industry », dans Karin Knorr Cetina et Alex Prada (sous la direction de), *The Sociology of Financial Markets*, Oxford, Oxford University Press, p. 187-203.
- 101 Von Hagen, Jürgen et Ingo Fender (1998). « Central Bank Policy in a More Perfect Financial System », *Open Economies Review*, vol. 9, n° 1, p. 493-532.
- 102 Whitley, Richard (1986). « The Transformation of Business Finance into Financial Economics : The Roles of Academic Expansion and Changes in U.S. Capital Markets », *Accounting, Organizations and Society*, vol. 11, n° 2, p. 171-192.

---

## NOTES

1. Les références aux travaux de Keynes apparaissent dans le texte avec les informations suivantes : l'année de publication du texte, le volume et la page de la référence dans les *Collected Writings*.
2. Cette analogie est celle utilisée par J.M. Clark (1922), dans un article justement intitulé, *Soundings in non Euclidian Economics*. L'auteur de l'article associe lui aussi l'économie classique à l'analyse euclidienne. Il oppose à cette conception, celle de Thorstein Veblen, qui représente une nouvelle approche qualifiée de non euclidienne.
3. Voir néanmoins Leathers et Raines (2000 :81-87) pour une étude de la formation du prix des titres dans le *Treatise*.
4. Voir Bernstein (1996) pour une approche historique du développement de la théorie de la finance.
5. (Note de l'éditeur) Il a reçu avec Myron Scholes le prix Nobel d'Economie en 1997 pour sa part dans la découverte du modèle de Black et Scholes de valorisation des options.
6. Du point de vue de l'histoire des idées, on peut dire que la conception walrassienne laisse la place à la conception marshallienne du marché (Kregel, 1995).
7. La distribution de stock options, si elle est réservée pour l'instant aux dirigeants des entreprises, traduit une réelle évolution du statut des employés et du rôle du travail dans l'entreprise.

---

## RÉSUMÉS

Ce texte présente deux lectures des caractéristiques institutionnelles du capitalisme financier à travers l'étude des travaux de J. M. Keynes avant la crise de 1929 et les recherches de D. Mackenzie sur la conceptualisation et l'utilisation des produits dérivés aux États-Unis après la seconde guerre mondiale. Trois dimensions de leur travail seront mises en exergue : une critique d'une vision orthodoxe de la finance qui considère les marchés financiers comme un mécanisme efficace et transparent d'allocations des ressources ; une analyse des transformations institutionnelles de la sphère financière ; une explication de l'instabilité des marchés financiers centrée sur le rôle des facteurs collectifs. Les travaux de Keynes et de Mackenzie contribuent ainsi à mettre en lumière la nature sociale et politique des mécanismes qui sous-tendent le processus actuel de financiarisation des relations économiques.

This text presents two readings of the institutional characteristics of financial capitalism through the works of J. M. Keynes before the crisis of 1929 and the research of D. Mackenzie on the conceptualization and the use of the derivative products in the United States after the Second World War. Three dimensions of their work will be put forward: a criticism of the orthodox vision of finance which regards the financial markets as effective and transparent mechanisms of allowance; an analysis of the institutional transformations of the financial sphere and an explanation of the instability of the financial markets centered on the role of collective

factors. Work of Keynes and Mackenzie thus contributes to clarify the social and political nature of the mechanisms which underlie the current process of financiarisation of economic relations.

## INDEX

**Mots-clés** : Keynes, Mackenzie, instabilités marchés financiers, caractéristiques institutionnelles

**Keywords** : Keynes, Mackenzie, instabilities of the financial market, institutional characteristics

## AUTEUR

**FRÉDÉRIC HANIN**

Stagiaire postdoctoral au CRISES, UQAM