



**HAL**  
open science

**“ ÉTHIQUE ET BONNE GOUVERNANCE  
SONT-ELLES COMPATIBLES SUR LES MARCHÉS  
FINANCIERS ? ” Première partie : “ Une gouvernance  
financière privée défailante et en manque d’éthique ”**

Albert Marouani

► **To cite this version:**

Albert Marouani. “ ÉTHIQUE ET BONNE GOUVERNANCE SONT-ELLES COMPATIBLES SUR LES MARCHÉS FINANCIERS ? ” Première partie : “ Une gouvernance financière privée défailante et en manque d’éthique ”. 2<sup>o</sup> Colloque international en Finance, comptabilité et transparence financière : “ Où va la finance aujourd’hui ? ”, May 2013, Sousse, Tunisie. halshs-02019990

**HAL Id: halshs-02019990**

**<https://shs.hal.science/halshs-02019990>**

Submitted on 14 Feb 2019

**HAL** is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L’archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d’enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

2° Colloque international en Finance, comptabilité et transparence financière :

« *Où va la finance aujourd'hui ?* »

(Sousse 10 et 11 mai 2013)

**Albert MAROUANI**

Université de la Côte d'Azur

GREDEG (UMR CNRS/UNS)

marouani@unice.fr

**« ÉTHIQUE ET BONNE GOUVERNANCE SONT-ELLES  
COMPATIBLES SUR LES MARCHÉS FINANCIERS ? »**

***Première partie : « Une gouvernance financière privée défaillante et en  
manque d'éthique »***

**Résumé :** La question de l'éthique s'est imposée avec acuité dans la littérature économique à la suite de multiples scandales qui ont affecté les marchés financiers et notamment depuis l'affaire « Enron ». Au-delà de comportements « malhonnêtes » d'acteurs de la Finance, qui ont probablement toujours existé, c'est dans le contexte de la libéralisation et de la globalisation financière qu'il convient aujourd'hui de resituer la question de l'éthique, non pas d'un point de vue moralisateur, mais en termes d'efficacité économique et de « bonne » gouvernance.

**Abstract :** The issue of ethics has emerged in the economic literature as a result of numerous scandals that have affected the financial markets, especially since the "Enron" affair. Beyond the "dishonest" behaviors of financial players, which have probably always existed, it is in the context of liberalization and financial globalization that it is now necessary to place the question of ethics, not from a moralistic point of view, but in terms of economic efficiency and "good" governance.

**Mots clés :** Éthique, gouvernance, fraude fiscale, politique monétaire, croissance économique, hétérodoxie, régulation financière, dette, banques centrales, monnaie, finances publiques.

**Keywords :** Ethics, governance, tax evasion, monetary policy, economic growth, heterodoxy, financial regulation, debt, central banks, money, public finances.

**JEL classification:** E5, E6, E7, F3, F4, F5, F6, G2, G4, G18, O1, O4

## **Introduction**

Nous laisserons ici de côté les préoccupations éthiques qui relèvent de la responsabilité sociale des entreprises (RSE) et qui concernent la prise en compte dans la gouvernance des entreprises de préoccupations écologiques et environnementales et de préoccupations humaines et sociales telles que le bien-être au travail, le respect et la dignité des travailleurs au sein de l'entreprise, leur participation aux décisions, leur implication dans la vie de l'Établissement, le sentiment d'appartenance et d'identification à des valeurs morales qui transcendent la vision taylorienne d'une utilisation impersonnelle d'une force de travail taillable et corvéable à merci. De nombreux travaux ont pu montrer à ce propos qu'il n'y avait pas incompatibilité entre une « bonne » gouvernance en termes de résultats financiers et de croissance de l'entreprise et la mise en œuvre malgré leur coût financier de politiques visant à réduire ou minimiser l'impact environnemental et l'empreinte écologique et à améliorer les rapports sociaux au sein de l'entreprise de toutes les façons possibles (rémunérations décentes, conditions matérielles et psychologiques de travail, transparence des objectifs, des méthodes et des résultats, absence de discriminations de tous ordres, etc. La RSE n'implique pas forcément un comportement spontanément vertueux et altruiste de chefs d'entreprises devenus par un miracle divin des anges de vertu. Il y a place ici pour des calculs purement mercantiles et financiers, on pourrait ajouter rationnels ou cyniques selon son inclination idéologique, qui évaluent et valorisent l'image marketing de l'entreprise face à des consommateurs de plus en plus sensibles aux questions éthiques. De nombreux exemples récents (Apple, Nike, Total, etc.) ont pu montrer l'impact ravageur sur les ventes, des entreprises touchées par des scandales qui ont révélé des comportements non éthiques tels que l'utilisation du travail des enfants ou la surexploitation des ressources naturelles. La littérature la plus récente sur cette question relative au management d'entreprise a pu aussi montrer le poids grandissant des ONG et des médias dans le développement de la RSE.

La question qui nous préoccupe se situe à l'interface des dimensions micro et macroéconomiques. Il s'agit de savoir si les comportements microéconomiques frauduleux et malhonnêtes des acteurs de la finance sont l'exception d'individus peu scrupuleux ou la norme même qui préside à la nature macroéconomique des marchés financiers libéralisés et

globalisés. La notion de « bonne gouvernance » évaluée en termes de maximisation d'une fonction d'utilité, de bien-être, de bonheur ou de profit et de minimisation de coûts financiers ou/et humains et sociaux concerne ici aussi bien les organisations financières publiques et privées (point de vue microéconomique) que l'Etat et les organisations supranationales (point de vue macroéconomique).

Notre point de vue est que la libéralisation financière à l'échelle mondiale porte en germes les prémises de comportements micro et macroéconomiques non éthiques du fait de la dichotomie contradictoire entre l'espace national de citoyenneté des acteurs de la finance et des Etats et l'espace globalisé de circulation et de valorisation de flux financiers portés et activés par des organisations financières privées et publiques mondialisées. La résolution de cette contradiction entre le national et le mondial ne passe ni par la moralisation des agents financiers à travers des règles de « bonne conduite » édictés par des instances telles que « Bâle III », ou enseignés dans les « bonnes » écoles de management, ni par un repli autarcique ou protectionniste sur le national (rejet de la mondialisation). C'est bien le cadre macroéconomique du fonctionnement des marchés financiers qu'il conviendra de repenser en même temps que le cadre institutionnel supranational de régulation.

Nous illustrerons notre propos à partir de la crise financière actuelle pour déboucher sur quelques recommandations susceptibles de concilier tant dans la sphère privée que publique, éthique et bonne gouvernance en matière financière tant du point de vue micro que macroéconomique.

## **1. Le caractère supposé a priori « vertueux » des politiques de libéralisation financière.**

Le développement financier, indispensable à la croissance économique, est un objectif de bonne gouvernance macroéconomique alors que la manière dont ont été conduites ces politiques de libéralisation financière a accentué l'instabilité financière, inhérente au fonctionnement même des marchés financiers et à leur régulation, et a poussé à des comportements microéconomiques de moins en moins éthiques et de plus en plus risqués qui sont les signes mêmes d'un « mauvaise » gouvernance microéconomique.

Les modèles théoriques de croissance endogène montrent que le développement financier est un facteur de croissance. Les travaux de King et Levine (1993), Beck et al. (2000), puis Levine et al. (2000) vont dans le sens des modèles de croissance endogène et montrent que le

développement Financier et la croissance économique sont positivement associés. D'autres auteurs prouvent au contraire que l'instabilité financière croissante pénalise la croissance économique et réduit à néant les effets positifs liés au développement Financier. Les travaux de Guillaumont et Kpodar (2004) et Loayza et Rancière (2004) montrent que l'instabilité Financière a un impact négatif sur la croissance économique mais pour ces auteurs l'impact net du développement financier sur la croissance économique reste malgré tout globalement positif. Ce qui signifie que la crainte de l'instabilité Financière ne serait pas selon eux une raison suffisante pour mettre en œuvre des politiques de répression Financière et abandonner les politiques de libéralisation financière.

A l'appui de cette argumentation « optimiste » sur le lien positif entre développement financier et croissance et efficacité économiques, on pourrait ajouter que les phénomènes d'instabilité et de crise financières sont inhérents au fonctionnement même de l'économie de marché. Dans son livre « Histoire mondiale de la spéculation financière de 1700 à nos jours » (1989), Charles Kindleberger montre que les crises financières sont un éternel recommencement depuis que la finance a commencé à s'organiser dans le monde (autour des pays tels que la Hollande, la Grande-Bretagne, l'Allemagne et la France). Les formes que prend l'instabilité financière se transforment au cours de l'évolution du capitalisme. Aux XVIIe et XVIIIe siècles: elle s'identifie à la crise de la dette des souverains, à la spéculation sur le commerce des bulbes de tulipes à Amsterdam puis sur les actions de la Compagnie des Indes. Aux XIXe siècle, elle s'étend aux Bourses de valeurs et prend également la forme de faillites bancaires (crise de la Baring anglaise en 1890). Le XXe siècle connaît les trois formes principales de crises financières : les krachs boursiers, les crises de change et les crises bancaires.

Un point de vue plus pessimiste peut légitimement souligner que la libéralisation et la globalisation financière ont aggravé considérablement le phénomène d'instabilité financière et ont porté à des niveaux sans précédent le coût financier des dysfonctionnements des marchés financiers et notamment des banques. Au cours des 25 dernières années on a recensé 96 crises bancaires et 176 crises monétaires qui traduisent une instabilité croissante de la finance mondialisée. Le seul sauvetage des banques américaines à la suite de la crise des subprimes a été évalué par Bloomberg à 7700 milliards de dollars, soit l'équivalent de la moitié du PIB américain! En comparaison, selon Bernard Lietaer (PE n°2995, 2010), si, pour les seuls États-Unis, l'on évalue le coût total actualisé de la deuxième guerre mondiale (3600 milliards de \$), auquel on ajoute « le coût d'achat de la Louisiane, le New Deal, le Plan Marshall, le budget de la NASA pour l'expédition de l'homme dans la lune, la crise des « Savings and

Loans » entre 1986 et 1996, la guerre de Corée et celle du Vietnam. », on arrive à un total de 6950 milliards de dollars, soit moins que le coût de la crise financière actuelle. Si au coût de « sauvetage » pour les USA, on ajoute également le plan de sauvetage, toujours inachevé, des banques européennes, on prend la mesure du coût colossal de cette crise de l'endettement privé qui s'est transformée depuis 2010 en crise de la dette publique et qui donne lieu aujourd'hui dans la plupart des pays de l'OCDE, à des politiques d'austérité sans précédent qui plongent l'économie mondiale dans la récession. L'on n'a hélas pas encore fini, à l'échelle de la planète toute entière, de payer les coûts économiques, politiques, sociaux, humains et environnementaux dus aux erreurs de diagnostic et à l'absence de consensus et de coordination des politiques macroéconomiques.

Il n'est donc pas illégitime dans ce contexte de s'interroger sur les comportements des acteurs de la finance et des Etats et sur leur responsabilité dans la survenance des crises financières.

La théorie financière standard néo-classique repose sur l'hypothèse que, dans les conditions normales, les marchés sont « efficaces ». Les crises financières sont alors assimilées à des dysfonctionnements des marchés entraînant une déviation par rapport au modèle de référence de l'efficacité. L'efficacité des marchés n'empêche pas l'instabilité des prix. Des bulles spéculatives sont possibles. Les bulles sont expliquées par le caractère « auto réalisateur » des anticipations : les spéculateurs achètent des titres dont ils anticipent la hausse, ce qui fait monter les cours des titres en question. Cette interprétation des bulles financières comporte d'importantes limites. Elle ne permet pas, comme d'ailleurs la plupart des théories, d'expliquer les mécanismes qui sont à l'origine de l'éclosion puis de l'éclatement des bulles. Les imperfections intrinsèques des marchés concernent la qualité de l'information et prennent la forme d'« asymétries d'information » entre prêteurs et emprunteurs. Les crises financières sont analysées comme des perturbations non linéaires des marchés financiers. Dans un contexte de crise, les asymétries d'information s'intensifient fortement de sorte que les marchés financiers ne sont pas capables d'évaluer correctement les actifs financiers et d'allouer efficacement les fonds vers les activités économiques les plus rentables. Il n'y a pas place dans l'analyse néoclassique des marchés financiers pour une remise en cause « déontologique » ou éthique » des agents financiers. Seul l'Etat par sa myopie et ses excès interventionnistes peut être responsable de la survenance des crises ou de leur prolongement du fait d'une mauvaise gouvernance publique macroéconomique.

Cette vision est peu ou prou assez bien partagée par des auteurs hétérodoxes keynésiens et post-keynésiens. Par exemple, pour Hyman Minsky (1982), les crises sont endogènes au

fonctionnement de l'économie capitaliste car les comportements financiers des agents sont « naturellement » déstabilisants. Pour cet auteur, la fragilité financière des économies capitalistes doit être liée au cycle des affaires et les crises financières apparaissent au point de retournement de celui-ci. La crise financière n'est donc pas directement l'effet de comportements « anormaux », malhonnêtes ou non éthiques des acteurs économiques. Cet auteur classe les entreprises en trois groupes: celles qui sont couvertes et ne prennent pas de risque financier, celles qui spéculent en se mettant dans une situation où les recettes ne couvrent qu'une partie de leurs charges financières et celles qui font de la « cavalerie » en se refinançant de manière continue pour rembourser leur dette et payer leurs intérêts. Même ces dernières entreprises de type « Ponzi » (du nom d'un célèbre spéculateur du début du XXe siècle) ne sont pas taxées de particulièrement malhonnêtes mais simplement « surendettées » comme les entreprises du deuxième groupe. Elles sont mises en difficulté car leurs actifs liquides deviennent insuffisants pour payer les intérêts et rembourser les dettes. Il s'ensuit des ventes de détresse, un effondrement des prix des biens et des actifs financiers, ainsi qu'un arrêt des investissements. On assiste alors à une crise financière qui précipite le retournement du cycle économique. Le boom fait place à la dépression. On voit donc bien selon cette analyse que les périodes d'instabilité financière correspondent aux changements d'état du système financier. Tout comme le système industriel, le système financier est soumis à la logique de la nouveauté induite par les technologies de l'information.

Cette approche peut être étendue à l'évolution récente du système financier. Celle-ci a pris la forme du processus de « globalisation financière ». Les deux moteurs de cette globalisation sont les innovations et la libéralisation financières qui ont engendré simultanément un accroissement de l'efficacité et de l'instabilité du système financier international. Le processus de libéralisation financière par désintermédiation financière, décloisonnement et déréglementation (les fameux 3 « D »), s'est en réalité accompagné par une multiplication de la réglementation économique tant à l'échelle nationale que supranationale ainsi que par un profond mouvement de réorganisation du système bancaire de plus en plus impliqué dans le fonctionnement de marchés financiers internationalisés et globalisés libérés de toute entrave et de toute instance régulatrice. Les Banques ont en effet délaissé leur cœur de métier pour se consacrer de plus en plus à l'intermédiation de marché où leurs marges de profit étaient beaucoup plus importantes que sur les opérations de crédit classiques. Une plus grande partie de l'intermédiation financière s'effectue aujourd'hui par le biais de valeurs mobilières négociables (et non par des prêts et dépôts bancaires). Les entités financières et non financières, ainsi que les épargnants et les investisseurs, ont joué des rôles essentiels dans

cette transformation et ont tiré parti de celle-ci. La concurrence entre les fournisseurs de services d'intermédiation financière s'est intensifiée en raison des progrès technologiques et des politiques de libéralisation et déréglementation financières. Dans la plupart des pays, y compris dans les économies émergentes, les gouvernements ont modifié les règles régissant l'intermédiation financière pour permettre à un plus large éventail d'institutions de fournir des services financiers. De nouveaux types d'institutions financières non bancaires, y compris les investisseurs institutionnels, sont apparus. Les banques d'investissement, les maisons de titres, les gestionnaires d'actifs, les fonds communs de placement, les compagnies d'assurances, les sociétés de financement spécialisé et de crédits commerciaux, les fonds d'arbitrage et même les entreprises de télécommunication, de logiciel informatique et de produits alimentaires se sont mises à fournir des services semblables à ceux offerts traditionnellement par les banques.

Dans ce nouveau contexte de concurrence exacerbée par l'apparition de nouveaux acteurs et par les politiques de libéralisation financière, la recherche d'une « bonne gouvernance microéconomique » en termes de maximisation de leurs profits et de leurs résultats financiers a naturellement conduit les banques à des comportements de plus en plus contraires à l'éthique et à la morale. Elles ont innové financièrement pour contourner sciemment (Silber 1984) les législations nationales financières et fiscales dans une course sans fin entre des Etats de plus en plus démunis cherchant par une législation de plus en plus tatillonne à reprendre le contrôle national d'un dispositif monétaire et financier et des acteurs financiers qui opèrent à l'échelle internationale et qui lui échappent de plus en plus. Pour passer d'un périmètre national susceptible d'un contrôle étatique à une dimension internationale qui leur permet d'agir sans entraves, les banques font de plus en plus passer les risques financiers (en particulier les risques de crédit) de leur bilan vers les marchés de valeurs mobilières. Par exemple, elles peuvent regrouper des actifs en les convertissant en valeurs mobilières négociables ou en effectuant des swaps de taux d'intérêt et autres opérations sur dérivés. Elles peuvent ainsi échapper à des mesures réglementaires, telles que les normes de fonds propres, répondre à des demandes internes des actionnaires soucieux d'augmenter le rendement corrigé du risque de leurs placements financiers, tout en devenant plus compétitives et plus rentables d'un strict point de vue financier. Ce processus de « titrisation » qui a été appliqué à grande échelle dans la crise des « subprimes » ne concerne pas seulement les acteurs privés de la finance. Les entreprises et les pouvoirs publics recourent eux aussi davantage aux marchés financiers nationaux et internationaux pour financer leurs activités. Enfin, un groupe croissant et plus varié d'investisseurs succombant au



mythe et à l'illusion d'une technologie financière plus puissante, portée par des modèles mathématiques sophistiqués et par des outils informatiques de calcul intensif, (trading à haute fréquence) est prêt aujourd'hui à prendre des positions de plus en plus risquées pensant pouvoir mieux maîtriser, sinon un flux d'informations en apparence de plus en plus transparents mais en réalité de plus en plus opaques et de moins en moins fiables, du moins un avantage temporel de prise de décision automatique à la milliseconde !

La crise bancaire de 2009 a révélé l'importance du risque systémique que font peser les banques sur la stabilité de l'économie mondiale en raison de la confusion entre leurs activités classiques de crédit à l'économie et leurs comportements spéculatifs sur les marchés financiers. Le fameux Glass Steagall Act américain de 1933 avait interdit aux banques de dépôt de faire de l'intermédiation de marché pour le compte de leurs clients ou pour leur propre compte. En raison de leur taille colossale et du risque systémique qu'elles font peser sur l'économie, les Etats sont contraints de soutenir les banques défaillantes (fameux principe du « too big to fail »), ce qui se comprend pour protéger les épargnants dans le cadre des activités de financement de l'économie mais qui ne se justifie pas dans le cadre d'activités purement spéculatives. Il est anormal et antidémocratique que les contribuables soient contraints de payer pour des comportements bancaires de pure spéculation souvent à la limite de la légalité. C'est dans ce contexte que surgit la question de l'éthique qui se révèle ainsi comme tout à fait incompatible avec la bonne gouvernance assimilée à la capacité à survivre à tout prix dans un monde livré à la loi du plus fort et à la lutte pour la vie (struggle for life).

## **2. La crise des « subprimes » révèle au plus haut point l'incompatibilité entre éthique et bonne gouvernance.**

### **a. Un retournement « classique » du cycle des affaires (business cycle).**

La crise des subprimes, «Subprime Mortgage Crisis» (S.M.C), fait partie de la crise du secteur immobilier américain. Par son ampleur mondiale, elle a conduit, en deux ans, à une situation qualifiée de « la plus compliquée que l'on ait jamais vue » ou de « crise la plus grave depuis la seconde guerre mondiale ».

Au début des années 2000, des taux d'intérêt bas et des capitaux abondants alimentent la hausse continue de l'immobilier aux Etats-Unis. Cette hausse encourage les Etablissements de crédit à octroyer des prêts à des emprunteurs réputés auparavant insolubles. Ces derniers pouvant toujours rembourser leur crédit immobilier en revendant leur bien dont la valeur avait entre-temps augmenté. De plus en plus d'emprunteurs et de plus en plus de prêteurs ont été

attirés sur le marché du crédit immobilier. Le «Sub prime» ou crédit à risque désigne ainsi les crédits accordés à des ménages qui n'ont pas accès aux crédits classiques c'est-à-dire aux « prime loan ». Dans ce type d'emprunt immobilier le risque est en principe limité par une garantie hypothécaire prise sur le logement dont le prix est anticipé à la hausse. Le taux d'intérêt est variable, ce qui en accroît le risque. Cependant les premières années du prêt sont couvertes par un taux d'intérêt fixe. De plus les emprunteurs hypothécaires ont la possibilité de choisir entre plusieurs options et ne rembourser par exemple que la partie « intérêt » de leur mensualité. Bref il existe une multiplicité d'options de crédit qui sont autant d'arguments susceptibles de convaincre les ménages pauvres d'emprunter en fermant les yeux sur leur solvabilité et en les trompant sans vergogne sur les risques encourus en cas de retournement de conjoncture.

De fait, une politique de resserrement monétaire opérée par la « Fed » entre juillet 2004 et 2006, fait passer le taux d'intérêt directeur de 1 à 5,25%. Cette hausse des taux d'intérêt va alourdir les charges financières des ménages qui ont emprunté à taux variable. Elle se combine à une chute des prix de l'immobilier et du foncier qui accentue encore plus le risque de défaut des ménages américains les moins solvables et surendettés (spécialement les fermiers du middle-west). En 2007, on comptait près de trois millions de foyers américains en situation de défaut de paiement. La demande de biens immobiliers chute fortement et accentue davantage le risque d'insolvabilité des ménages surendettés. Par ricochet les banques créditrices et l'ensemble du système financier se trouve fragilisé par la complexité des montages financiers qui étaient sensés répartir au mieux les risques de défaut. On assiste à un effet «dominos» de faillites en cascade. Des banques font faillite soit du seul fait de la chute d'autres banques, leurs débitrices, soit par les «runs» «effets de panique» qui en conduisant les déposants à retirer en masse leurs dépôts les met en situation de crise de liquidités. Les Banques sont contraintes de rembourser les produits de crédit immobilier (structured investment vehicle (SIV)) et de liquider leurs actifs. Elles enregistrent alors dans leurs bilans, sur la base d'une valorisation au prix du marché, des pertes importantes. Soit, elles honorent les lignes de crédit dont bénéficient les SIV, soit elles décident d'intégrer ces véhicules dans leur bilan. Dans ce dernier cas, les banques gonflent l'actif de leur bilan. Elles doivent alors, en application des règles prudentielles (ratio Mac Donough =8%), immobiliser davantage de capitaux propres, tout en enregistrant des pertes sur ces actifs. Ces pertes sur leurs actifs, entament, au passif, leurs capitaux propres. Elles sont alors obligées de se recapitaliser. Mais cette recapitalisation est coûteuse, car sur les marchés boursiers, la cotation des banques a fortement chuté. Certaines banques sont alors obligées de faire appel aux fonds souverains

d'Asie et du Moyen-Orient, telles que : UBS, Citigroup, Barclay's... Affolés et désemparés, les gouvernements des pays développés touchés de plein fouet par cette crise financière mettent en place des plans de sauvetage destinés à éviter en vain l'effet domino de contagion de la crise à l'économie réelle.

**b. Au-delà de ces enchaînements macroéconomiques somme toute « normaux », cette crise a révélé des comportements microéconomiques hors normes particulièrement malhonnêtes.**

**i. Il y a eu une volonté des acteurs de l'immobilier et de la finance de cacher la réalité pourtant visible des risques encourus pour obtenir frauduleusement un enrichissement « sans cause ».**

La crise des « subprimes » a révélé un système frauduleux reposant sur des pratiques immorales (« *unethical practices* »). Ces pratiques ont pu d'autant plus facilement se développer qu'il n'y avait aucune réglementation des activités d'intermédiation immobilière. Alors même que 70% des prêts hypothécaires provenaient des intermédiaires immobiliers, non bancaires, les autorités fédérales américaines leur accordaient peu d'importance et ne cherchaient ni à les contrôler ni à réguler la profession. Dans ce contexte, les « *Mortgage Brokers* » réalisaient des gains en faisant souscrire des prêts à des taux d'intérêt supérieurs au taux d'intérêt normal. Ils se souciaient peu de la solvabilité des emprunteurs et du risque de défaut encouru. On a pu ainsi constater deux types de « *mortgage fraud* » : « *fraud for property* » et « *fraud for profit* ». La « *fraud for property* » consiste de la part des intermédiaires immobiliers (« *Mortgage brokers* ») à fabriquer de fausses informations sur le revenu de l'emprunteur dans l'intention de tromper ou d'induire le prêteur en erreur. La « *Fraud for profit* » repose sur un conflit d'intérêts entre les différents acteurs de l'industrie de l'immobilier (intermédiaires immobiliers, inspecteurs des propriétés, avocats et agences immobilières). Les intermédiaires de l'immobilier obtenaient des primes chaque fois qu'ils arrivaient à convaincre des acheteurs à contracter des crédits à des taux d'intérêt plus élevés. Les emprunteurs, souvent de conditions modestes, ne comprenaient pas la structure des prêts qu'ils contractaient et se sont retrouvés dans l'impossibilité de rembourser lorsque leurs mensualités de paiement ont augmenté. Les prêts immobiliers étaient donc accordés à taux variables (« *Adjustable-Rate-Mortgage* » ARM) avec un taux initial faible et fixe sur une période de 2 à 3 ans. Les prêteurs pour attirer les emprunteurs offraient également des prêts avec option de paiement. Les emprunteurs pouvant choisir leur mode de remboursement mensuel: soit l'amortissement et les intérêts, soit les intérêts seuls, soit encore

l'amortissement sans les intérêts. Tout était fait pour leur cacher le fait que le coût réel de leur crédit ARM était plus élevé qu'un crédit à taux fixe.

## **ii) Il y a eu un « détournement » cynique d'une politique sociale du logement.**

Le « *Subprime Lending* » est conçu au départ comme une pratique « morale », ou « vertueuse », ou « sociale », pouvant permettre aux ménages qui ont des moyens limités (revenus insuffisants ou instables, défaut de paiement antérieur...) d'accéder à des prêts immobiliers moyennant malgré tout, des taux d'intérêt plus élevés, mais variables. Cependant comme les prêteurs appliquent des procédures immorales et illégales en fixant des taux beaucoup plus élevés que la normale, on passe insidieusement d'un système de « *subprime lending* » à un système de « *predatory lending* ». En outre, les « *predatory lending* » ont été également destinés à des personnes qui, normalement, étaient tout à fait aptes à bénéficier de « *prime loans* ». Fannie Mae (entreprise subventionnée par l'Etat américain dont l'objectif est de fournir de la liquidité et d'assurer la stabilité du marché immobilier) estimait que plus de 50% des fonds alloués aux « *subprime loans* » auraient dû être destinés aux « *prime loans* », donc à des taux d'intérêt moins élevés. Le marché de « *predatory lending* » s'est même étendu au-delà des prêts immobiliers: à l'attribution de cartes bancaires, aux prêts « *rent-to-own* » par exemple, à des prêts sollicités par téléphone ou sur le net, etc.

## **iii) Il y a eu un détournement pervers des instruments financiers.**

La « titrisation » (Securitization) comme instrument financier a été détournée de son usage normal pour masquer les apparences. Elle a permis la transformation de lignes de crédit hypothécaire ou de cartes bancaires recouvrables en titres échangeables sur les marchés financiers. La titrisation permet habituellement de diversifier les risques et d'élargir les sources de financement et de contribuer ainsi à une meilleure efficacité des marchés financiers. En l'occurrence dans ce cas précis elle a permis aux banques d'octroyer des prêts plus risqués sans augmentation de leur prise de risque propre. La crise des subprimes du fait même de la titrisation a affecté l'ensemble des marchés financiers et notamment les « *Hedge funds* » (Fonds de placement à risque) et les banques internationales. Conscient des risques encourus sur ces prêts immobiliers « pourris », les prêteurs ont donc transformé ces crédits hypothécaires en titres négociables qu'ils ont revendu sur un « marché secondaire » du crédit immobilier appelé « *Mortgage-Backed-Securities* » (MBS). Pour masquer la réalité ils ont mélangé dans un même panier ces titres avec d'autres titres de meilleure qualité puis l'ont divisé en plusieurs tranches pour revendre le tout à un grand nombre d'investisseurs. Cette

sur-titrisation, a généré une énorme « bulle » d'une opacité telle qu'il était impossible de déterminer la vraie valeur ou le risque associé à ces titres. Qui plus est la comptabilité de ces titres et des transactions qui leur sont associés est souvent reportée de façon obscure dans les rapports financiers et autres documents présentés aux investisseurs.

#### **iv) Il y a eu une dissimulation et des falsifications manifestes de la part des banques.**

Habituellement et normalement les banques doivent conserver les crédits accordés à leurs clients jusqu'à leur maturité. De ce fait, elles sont particulièrement incitées à bien contrôler la solvabilité de leurs clients. En l'occurrence, elles dissimulaient leurs activités hors bilan, spéculatives et potentiellement risquées, dans des titres très élaborés à haut profil de rendement (« *Structured investment vehicles* » (SIV)), représentant des milliards de dollars. Ces titres ont eux-mêmes été combinés à des titres sans risques à faible performance de façon à faire illusion sur leur dangerosité. D'autres « arrangements » (qui sont en fait des falsifications intentionnelles et malhonnêtes) du hors bilan, appelés « conduits » ont été nécessaires à la titrisation. Tous ces montages volontairement complexes et sophistiqués, à des fins malhonnêtes, rendaient très difficile sinon impossible la lecture des rapports annuels et ne permettaient plus de déterminer la nature réelle des risques encourus. La complexité des innovations financières a largement contribué à l'opération de « camouflages » des produits financiers vendus aux investisseurs en titres de placement financier. Les « *Collateralized Debt Obligation* » (CDO) par exemple ont permis de transformer des instruments de dette existante, correctement évalués, en de nouveaux instruments sur-évalués. Les CDO en combinant des titres bien cotés avec des titres mal cotés ont rendu impossible la détermination de la vraie valeur de cet instrument financier. Les opérations de « *Leveraged buyout* » (LBO) qui offrent des rendements particulièrement élevés se sont fortement accrues. Il s'agit de diviser les « cash-flows » en plusieurs tranches présentant une exposition variée au risque de crédit. Divers actifs inclus dans les LBO étaient des obligations provenant de la titrisation des « prêts subprimes ». Ces titres sont également très attractifs du fait qu'ils exigent peu de fonds à détenir en réserve. Avec le système des LBO, des SIV et autres CDO plus personne (ni le souscripteur ni le détenteur du prêt) n'est incité à contrôler la solvabilité de leurs titres de crédit qui ne représentent qu'une petite partie d'un portefeuille complexe. Par la titrisation une banque peut donc soustraire de son bilan des créances pour les céder sur le marché auprès d'autres investisseurs. A priori, sur un plan strictement formel, tous les crédits sont susceptibles d'être titrisés : crédits immobiliers, crédits automobiles, voire encours de cartes bancaires... Les intermédiaires financiers peuvent « marchéiser » une partie de leur actif jusqu'ici non fongible. Cela permet aux établissements de crédit d'améliorer la liquidité de

leur bilan et de réduire leurs besoins en capitaux propres. Cette titrisation pouvait être interprétée comme une « bonne gestion » financière de la part des banques leur permettant d'échapper aux risques inconsidérés qu'elles avaient pris sur les subprimes. Mais en réalité, le but était de se défausser sur la collectivité de pertes dont elles auraient dû subir elles-mêmes directement les conséquences. Sur le plan « moral » c'est inadmissible, sur un plan de « rationalité économique », on a affaire à un comportement classique de « passager clandestin » (« *free rider* ») qui ne correspond pas à un optimum collectif et qui aurait dû être corrigé par la puissance publique si elle pratiquait une « bonne gouvernance » macroéconomique.

Le cas de la banque IKB en Allemagne est particulièrement instructif, car il n'est pas un cas isolé dans le paysage bancaire européen et américain. IKB était spécialisée dans le financement des PME. Elle faisait des placements risqués dans les ABS américains. Cette banque avait placé 12,7 milliards d'euros dans des titres spéciaux sans les faire figurer dans ses registres comptables, alors même que son capital n'était que de 1,4 milliards d'euros. Deux audits menés à l'époque n'avaient pourtant rien révélé d'anormal. Il a été découvert un peu plus tard que le portefeuille entier était détenu en « offshore » et en hors bilan à travers un procédé appelé « *Rhineland Funding* » qui coûtait à la banque 50 millions d'euros par an de frais de courtage. Cette banque (comme d'autres banques européennes) dissimulait habilement toutes ses opérations risquées de façon à ne pas les faire figurer dans ses états financiers et comptables.

**v) Il y a eu collusion malhonnête et conflits d'intérêt entre banques et agences de notation.**

La « défaillance » troublante des agences de notation a révélé un conflit d'intérêt manifeste. Les agences de notation semblent avoir été particulièrement libérales sinon laxistes dans leur notation « AAA » de produits issus de la titrisation et notamment des CDO. Leur méthode de notation ne leur permettant pas d'identifier les liens de corrélation entre les différents marchés, elles ont attribué de bonnes notes aux CDO, encourageant encore plus les banques à poursuivre le processus de titrisation. Les gestionnaires de portefeuille croyaient naïvement que les notations étaient une garantie de la qualité de leurs placements et ont découvert un peu tard, que des titres mal cotés avaient été mélangés avec des « investment-grade papers » qui étaient eux en revanche sous-évalués. En réalité les agences de notation étaient liées par des conflits d'intérêt avec leurs clients bancaires qui les rémunéraient généreusement. En outre

les cadres expérimentés des agences de notation avaient intérêt à poursuivre une seconde carrière professionnelle dans les grandes banques.

**c. Ces comportements microéconomiques « pervers » posent aussi la question de l'éthique de responsabilité macroéconomique des organisations internationales et des Etats dans leur gestion des crises passées.**

Il existe une généalogie cachée entre les crises, et que l'on a perdu de vue en raison du fait que chaque crise efface la précédente et se présente comme « originale » dans ses causes et son déroulement. Rappelons-nous la crise asiatique de 1997 qui a été au départ une crise de change marquée par l'effondrement du Baht Thaïlandais avant de se répandre au reste de l'Asie du Sud-Est puis à la Russie (1998) et à l'Amérique Latine (1998-99). A cette époque, pour freiner la propagation de la crise et stabiliser les devises de la Thaïlande, de la Corée du Sud et de l'Indonésie, le FMI a injecté 40 milliards de \$ US. Le FMI a imposé aux pays en crise (principe de conditionnalité) de constituer des réserves de change en devises étrangères susceptibles de constituer des fonds de couverture permettant de faire face à d'éventuelles instabilités financières futures. Le Brésil, l'Inde et la plupart des pays d'Asie de l'Est commencèrent à copier le modèle japonais de dépréciation de leur monnaie et de restructuration de leur économie de façon à créer un excédent de leur balance commerciale (courante) afin de constituer d'importantes réserves en devises étrangères. Cette politique du commerce extérieur agressive (source des délocalisations dans les pays développés et des IDE/IPE) a permis aux pays asiatiques d'accumuler des excédents commerciaux importants en devises étrangères (notamment en \$US) dès le début des années 2000. Ces capitaux ont servi de plus en plus à financer les bons de Trésor américain et le marché secondaire des obligations de l'Etat américain. Ces flux de capitaux ont aussi servi à alimenter le marché immobilier américain de 2001 à 2007 et à alimenter davantage le gonflement de la bulle immobilière. L'extraordinaire développement du marché des prêts immobiliers a donc été grandement facilité par cette forte demande asiatique de titres « *mortgage-backed securities* ». La plupart des analystes n'ont pas vu ce lien « paradoxal » entre la « mauvaise » gestion macroéconomique de la crise financière du Baht Thaïlandais et l'actuelle crise des subprimes. A la fin 2006, on estimait qu'environ 45% de tous les titres du Trésor américain et presque 20% des obligations d'Etat étaient financés par l'étranger, essentiellement les investisseurs asiatiques.

La véritable question que nous devons nous poser à la lumière de ce constat est de savoir si les politiques macroéconomiques d'austérité qui sont menées aujourd'hui un peu partout dans le monde, ne préparent pas la survenance d'une crise financière dans un future proche, qui serait encore plus dévastatrice dans ses effets économiques, mais aussi politiques, sociaux, géopolitiques et environnementaux.

**d. Existe-t-il un problème éthique dans la faiblesse de l'épargne des ménages américains et dans leur surconsommation ?**

Il ne faut pas perdre de vue que cette expansion continue, qui se poursuit aujourd'hui encore, des fonds d'investissement étrangers aux USA a été le fruit du déficit structurel permanent de la balance courante des paiements US accentué par les déficits de la balance commerciale et du gonflement du déficit budgétaire. Ces déficits étant eux-mêmes liés à l'insuffisance de l'épargne américaine et à l'excédent de consommation, tous deux permis justement par un phénomène strictement inverse en Asie et en Chine notamment. Au cours de ces 20 dernières années, le Japon et la Chine avaient lourdement investi leurs excédents commerciaux aux USA qui accumulaient quant à eux des déficits budgétaires et commerciaux depuis 1989. En 2006, le déficit commercial des USA dépassait 800 milliards \$, soit plus de 6% de leur PIB. Les investisseurs asiatiques détenaient 32% du Trésor américain, 13% des bons de l'Agence du Trésor et 6% des MBS de l'Agence du Trésor. Le Japon est le premier détenteur étranger des bons du trésor américain avec 15% et la Chine reste le plus grand détenteur étranger des MBS. Les ménages américains peuvent-ils continuer indéfiniment à vivre à crédit et surconsommer « sur le dos » des travailleurs des pays asiatiques notamment qui sont sous-payés ? Il ne fait pas de doute qu'au-delà de cette question éthique, c'est bien la soutenabilité à court, moyen ou long terme des excédents des balances commerciales allemandes et chinoises et des déficits commerciaux des USA et d'autres pays européens qui est posée. Le risque de la mauvaise gestion macroéconomique des politiques d'austérité actuelles est de ne trouver de solutions à ces déséquilibres structurels majeurs que par l'émergence du populisme et du nationalisme et le retour au protectionnisme générateur de conflits sociaux puis militaires.

**e. La crise des subprimes tout comme la crise actuelle de la dette publique pose la question de l'éthique des inégalités et de la pauvreté grandissante comme moyen de pérenniser la situation rentière des populations vieillissantes du Nord.**



Au-delà du déficit structurel extérieur des États-Unis et de l'Europe (Hors Allemagne), il y a des changements majeurs des modes de consommation des ménages liés au vieillissement des populations des Pays développés. Ce vieillissement bouleverse le marché du travail, les mécanismes de l'épargne (collecte et gestion), les marchés des services (notamment à la personne), les équilibres sociaux, les équilibres des finances publiques et de la sécurité sociale. Cette situation provoque des tensions conflictuelles entre pays développés et pays émergents et un accroissement des inégalités et de la pauvreté. A cela s'ajoutent les questions liées au réchauffement climatique, aux tensions environnementales et aux migrations. Tout cela contribue à un accroissement de l'incertitude sur l'avenir qui amplifie les trajectoires des comportements de consommation et d'épargne des ménages, notamment des pays développés.

La dimension éthique dépasse ici les comportements intentionnels des agents et leurs sentiments « moraux » (Adam Smith) qui peuvent être par ailleurs, parfaitement altruistes et hostiles aux inégalités et à la pauvreté, tout en « profitant » sur le plan macroéconomique d'un système d'allocation de l'épargne à l'échelle mondiale qui leur permet de bénéficier, en termes de biens de consommation à bas prix, de la surexploitation du travail dans les pays asiatiques et les économies émergentes. Même si dans les pays développés les salaires des classes moyennes stagnent, que le chômage de masse progresse, que la pauvreté augmente au même rythme que s'accroissent les inégalités, il n'en reste pas moins vrai que par un effet de « ruissellement » (trickle down) Sud-Nord (et non pas des riches vers les pauvres), les habitants des pays développés, toutes catégories sociales confondues, bénéficient globalement de transferts de « richesses », de « sur-travail » ou de « plus-value » (au sens de Marx) en provenance des pays du Sud à bas coût de main-d'œuvre. Dans un débat sur l'éthique, cette question ne saurait être éternellement passée sous silence sous prétexte que se développent dans le même temps, dans les pays développés des inégalités de revenus et de répartition des richesses, et dans les pays en développement émergents une augmentation du revenu par tête et du bien-être.

### **Conclusion de la première partie.**

Nous pensons avoir montré comment la libéralisation et la globalisation financière ont pu créer les conditions de comportements de plus en plus risqués et de plus en plus enclins à abandonner tous scrupules. L'exacerbation de la concurrence sur les marchés financiers nationaux et internationaux entre les banques et les institutions financières non bancaires pour collecter l'épargne des ménages et financer les entreprises, a poussé à la baisse les prix des

instruments financiers. De leur côté, les ménages délaissent les dépôts bancaires pour se tourner vers des produits financiers à rendement élevés— tels que les fonds communs de placement — émis par des institutions qui sont mieux en mesure de diversifier leurs risques, de réduire la charge fiscale et de tirer parti d'économies d'échelle. Ces institutions se sont développées de manière spectaculaire en taille et en complexité. Face à cette concurrence, les Banques étendent leur champ d'action et s'engagent dans le placement, la gestion d'actifs et les assurances pour diversifier leurs sources de revenus et leurs risques. Elles se mettent à lever des fonds sur les marchés financiers pour leurs propres activités d'investissement vers les marchés dérivés de gré à gré et gérer leurs risques. Du fait de cette concurrence qui fait tomber leurs marges de profit sur les activités traditionnelles, les banques ont cherché de nouvelles sources de revenus, de nouveaux moyens de drainer des capitaux et des activités générant des commissions (prêts aux entreprises financées par des dépôts à faible coût par exemple). En Amérique du Nord et au Royaume-Uni, les banques fusionnent avec d'autres banques, ainsi qu'avec des maisons de titres et des compagnies d'assurances, en vue d'exploiter les économies d'échelle, de rester compétitives et d'accroître leur part de marché. Ce qui n'est pas le cas en Europe.

Cette évolution débridée et anarchique a été portée par des politiques offensives de libéralisation financières nationales et internationales qui ont conduit à un gonflement sans précédent des actifs bancaires. L'accroissement de la taille des banques, leur concentration et leur internationalisation, la diversification des acteurs de la finance et la mondialisation ont fait mieux prendre conscience pourquoi un comportement délictueux, non éthique, qui pouvait apparaître autrefois comme anodin ou exceptionnel dans un système financier atomisé et compartimenté, devient aujourd'hui un « scandale moral » mondial, qui prend des proportions systémiques considérables. Par exemple, les seuls actifs détenus par le système bancaire européen représentent aujourd'hui 350% du PIB de l'ensemble de l'UE. Le seul bilan de la Banque BNP Paribas dépasse le PIB de la France. 80% de la dette des entreprises de la zone Euro est localisée dans les banques et avoisine les 8000 milliards d'Euros. Comment s'étonner alors des salaires et des primes mirobolants (à l'échelle sociale de la hiérarchie des salaires mais pas à l'échelle des flux financiers brassés) que s'octroient sans vergogne les banquiers de la planète ? Le scandale éthique apparaît de plus en plus insupportable aux yeux de l'opinion publique et des citoyens informés de la planète lorsqu'on prend conscience que ces salaires, primes et bonus en tous genres sont accordés et augmentent quels que soient les qualités de manager des « banquiers » et les pertes que leur gouvernance risquée a pu occasionner à la banque dont ils avaient la responsabilité et qu'ils ont pu d'autant

plus aisément socialiser au détriment du contribuable moyen que l'Etat national se révèle impuissant à empêcher ou à contrôler ces dérives financières.

La question de l'éthique est aujourd'hui liée à la qualité de la gouvernance micro et macroéconomiques. Dans le contexte de la mondialisation, cette question déborde le champ de l'économie proprement dit pour se transformer à travers la montée des « populismes » en risques sociaux et politiques majeurs qui menacent la cohésion sociale et provoquent des tensions diplomatiques et des conflits militaires pour l'instant régionalement localisés.

Comment sortir de cette spirale infernale? Suffit-il d'infléchir l'intervention des Banques Centrales vers des politiques monétaires accommodantes (« *quantitative Easing* ») qui leur permettent de fournir de la liquidité aux banques et de les inciter à prêter au secteur privé ? Il ne nous paraît pas que, notamment à l'échelle de l'UE, l'on soit en mesure d'aller très loin dans l'hétérodoxie des politiques monétaires du fait de l'absence d'articulation et de coordination avec les politiques budgétaires et de l'absence de volonté politique. Peut-on encore espérer que des gouvernements « à bout de souffle » (en termes de crédibilité) et de moyens (en termes financiers de dette et de déficit publics), changent leur logiciel libéral inopérant de politique macroéconomique vers de nouvelles formes de régulation et d'intervention publiques ? On peut hélas en douter si l'on en juge par les politiques de stricte orthodoxie budgétaire et de désengagement de l'État qui sont aujourd'hui pratiquées un peu partout dans le Monde, à l'exception notable de la Chine et de la Russie dans une moindre mesure.

