

# ÉTHIQUE ou CRISES ?

*Extraits d'une communication faite le 31 janvier 2009 à  
l'Unité de Recherche de l'Institut Sens et Croissance de Sereys (Haute Loire)  
(anciennement unité de recherche du centre des entreprises du monastère bénédictin de Ganagobie)*

## **I – LES CRISES**

Les membres de notre unité de recherche de Ganagobie auront compris que le titre de ce texte est à la fois un clin d'œil et une application pratique (regrettable) à l'excellent ouvrage de nos amis Hugues Minguet et Jean-Loup Dherse paru en 1998 « L'Éthique ou le Chaos ».

Pour ceux qui souhaitent approfondir ces questions brûlantes et actuelles, à la suite de la crise économique, mais aussi, très anciennes par leurs aspects humains et moraux, nous conseillons de se reporter à « L'Éthique ou le Chaos » déjà cité, au « Rapport moral 2008 de l'argent dans le monde » édité par l'association d'économie financière créée à l'initiative de la Caisse des Dépôts ou au livre de Paul Jorion « La crise, des subprimes au séisme financier planétaire » ou « la crise des subprimes » de Laure Klein, livres qui nous ont aidé à écrire ces quelques pages.

Nous sommes en présence de plusieurs crises que nous passerons en revue dans un premier temps. Puis, nous évoquerons les différents produits financiers qui ont été à la base de ces crises pour nous pencher ensuite sur les problèmes éthiques posés par ces opérations prises isolément ou dans leur ensemble ; enfin, nous réfléchirons sur les co-responsables de cette crise, leur part et leur imbrication : le manque d'éthique et/ou la mauvaise organisation du système économique ?

### **Pourquoi les crises ?**

Nous en dénombrons sept qu'il faut en effet évoquer successivement : les crises financière et bancaire, puis les crises boursière et économique ; il ne faut pas délaissé non plus les dangers d'une crise sociale, voire politique, et enfin malheureusement démontrer que tout cela provient d'une crise d'éthique de la plupart des intervenants.

### **Les crises financière et bancaire**

Dès le premier trimestre 2007, il y a près de deux ans, la crise financière des crédits «subprimes» aux Etats-Unis s'est manifestée<sup>1</sup>. Elle n'a vraiment éclaté en août 2007, moment qui a marqué le tarissement généralisé du crédit, car la confiance entre banques avait largement disparu.

Cette crise financière, nous le verrons par la suite, s'est ainsi vite transformée en crise bancaire, non seulement aux Etats Unis mais en Europe et ailleurs. La première manifestation grave a été l'aide d'urgence apportée à la banque Northern Rock par le gouvernement britannique le 14 septembre 2007, avant sa nationalisation le 17 février 2008. Cette banque

---

<sup>1</sup> Il faut rappeler que les compagnies vendant des crédits "subprimes" n'étaient pas des banques et n'étaient pas régulées comme telles par la FED – (Federal Reserve)

avait commis l'un des péchés mortels du banquier, celui de prêter à long terme, en empruntant à court terme. La banque s'est ainsi trouvée en manque de liquidités, à la suite de la défaillance de ses prêteurs habituels à court terme. Pour la première fois dans l'histoire bancaire depuis 1929, ses clients ont fait la queue devant les guichets de la banque pour récupérer leurs dépôts avant qu'il ne soit trop tard...

Après avoir juré le contraire, le gouvernement britannique et son chancelier de l'échiquier en liaison avec le gouverneur de la Banque d'Angleterre et l'autorité de contrôle des banques (FSA) ont décidé de nationaliser la banque avant qu'elle ne dépose son bilan ; comme aux Etats-Unis, mais très différemment de la France, tout ceci s'est passé dans un environnement de ménages très endettés, les taux d'endettement britannique représentant 145 % de leurs revenus annuels.

Pendant ce temps, la crise immobilière américaine se renforçait ; les maisons dont les propriétaires ne pouvaient plus payer leurs mensualités étaient saisies, les prix baissaient, le chômage augmentait et les possibilités d'emprunter diminuaient.

En mars 2008, la cinquième banque d'investissement américaine Bear Stearn spécialisée dans le « Residential Mortgage-Backed Securities » représentant des obligations adossées et garanties par des crédits hypothécaires aux particuliers, s'est retrouvée en panne de liquidités et son cours de bourse s'est effondré.

La FED est alors intervenue pour sauver Bear Stearn en la faisant racheter par JP Morgan à un prix très décoté. La FED, garantissant en outre le portefeuille de Bear Stearn pour 29 milliards de dollars.

Le 7 septembre les «government sponsor entities»<sup>2</sup> « Fannie Mae » et « Freddie Mac » ont été nationalisés en raison de l'effondrement de leurs cours et du danger systémique représenté par leurs encours de cinq mille milliards de dollars sous forme, notamment, d'obligations détenues par le monde entier, sur un marché immobilier résidentiel américain représentant 12 000 milliards de dollars.

Le 15 septembre, le gouvernement américain a laissé tomber en faillite la Banque « Lehman Brothers », transformant ainsi la crise née aux Etats Unis en désastre mondial ; il aurait fallu évidemment « sauver le soldat Lehman » et les autorités américaines ne l'ont pas compris, sous des prétextes moraux<sup>3</sup>, alors que, nous le verrons plus loin, cette crise est née de l'immoralité la plus large.

A partir de cette date la confiance a disparu entre les Banques du monde entier qui ont restreint leurs crédits et ont eu des difficultés à se prêter entre elles, le relais étant heureusement pris massivement et avec efficacité par la FED et les banques centrales. De nombreuses autres interventions et sauvetages massifs, notamment pour l'assureur AIG, ont montré que les autorités américaines avaient tiré les leçons de l'opération Lehman Brothers, ramenant après quelques mois, un peu de sérénité.

---

<sup>2</sup> Institutions créées par l'Etat

<sup>3</sup> La théorie du «moral hazard» (ou «aléa moral») postule qu'en sauvant le système bancaire de la faillite, les pouvoirs publics peuvent encourager les comportements à risques.

La crise bancaire américaine a malheureusement eu des répercussions rapides sur les banques européennes. En France, le plus grave de la crise bancaire semble être derrière nous, avec néanmoins de forts impacts chez certaines grandes banques. Il faut néanmoins constater que notre système bancaire français tient bon malgré les difficultés, et a montré sa solidité et sa bonne régulation. Par contre, en Grande Bretagne, en Belgique, en Suisse, en Allemagne, en Irlande sans parler du système islandais en faillite, les Etats ont été obligés de venir au secours des très grandes banques, situation inimaginable il y a 2 ans...

### **Les crises boursière et économique**

L'indice Standard & Poor's est passé de 1 553 à 903 entre le 9 juillet 2007 et le 31 décembre 2008, soit une baisse de 42 % ; l'indice CAC 40 est passé de 6 168 à 3 218 entre le 1<sup>er</sup> juin 2007 et le 31 décembre 2008, soit une baisse de 48 %. Ces effondrements exceptionnels ne peuvent s'expliquer uniquement par l'économie réelle ; certes le pétrole a baissé et les titres des compagnies pétrolières ont souffert, l'automobile comme le bâtiment sont dans une passe très difficile, mais la valeur réelle de la plupart des sociétés ne connaît pas un effondrement aussi profond.

En outre, la volatilité des cours est, elle aussi, exceptionnelle ; les indices ont en effet pu varier à plusieurs reprises de 5 à 10 % voire plus, à la baisse ou à la hausse en une seule séance. La baisse des cours comme leur volatilité a été due notamment aux liquidations de positions que détiennent de nombreux véhicules comme les « hedge funds » non régulés par une autorité quelconque.

Si l'on a pu écrire ci-dessus que la crise bancaire en France, semblait être derrière nous, il en va différemment de la crise boursière dont on ne sait à quelle date elle sera terminée. Nous pouvons simplement avoir comme point de repère l'amplitude des baisses indiquées plus haut et la baisse moins forte des bénéfiques de l'économie réelle : en effet, le price earning des actions du CAC 40 qui n'était déjà pas très élevé à 12,1 en 2007, a encore diminué à 9,2 fin 2008, price earning calculé sur les résultats de l'année à venir.

Quant à la crise économique, nous l'avons sous nos yeux ; 2009 devrait être une année difficile notamment en France et en Europe.

La puissance de l'Amérique fait penser à certains que son économie repartira fin 2009 ce qui devrait normalement faire repartir les bourses préalablement. Néanmoins, il faut avoir en tête l'énormité des chiffres en jeu : le PIB américain a été de 13.770 milliards de dollars en 2007 ; les dépréciations d'actifs dues à la crise pourraient coûter plus de 4000 milliards de dollars d'après le FMI, dont 2,700 milliards pour le secteur financier d'outre Atlantique ce qui représenterait près de 20 % du PIB américain. Ceci a amené les états à recapitaliser, refinancer ou à donner des garanties aux banques : il faudra bien honorer l'ensemble de ces engagements même s'ils ne seront pas tous mis en jeu, les impôts devraient augmenter, mais je crains que nous endettions aussi nos enfants, même si nous écartons ainsi une grave récession de type 1929.

## **Les crises sociale et politique**

La crise boursière a de profondes et graves répercussions d'abord aux Etats-Unis sur les régimes de retraites notamment ; la crise économique abaisse le pouvoir d'achat et aggrave le chômage ; tout ceci peut être la source d'une crise sociale (Grèce) voire politique (grèves en France) ; en outre, le scandale des masses d'argent perdues, les revenus inimaginables de financiers souvent incompetents, ne peuvent qu'alimenter une crise sociale voire politique dans certains pays où la crise évidemment affaiblit, plus que d'autres, les classes défavorisées.

## **Les principaux produits financiers à l'origine de la crise**

A l'origine de toute crise, il y a des mauvais crédits et trop de crédits ; avec les crédits « subprimes » et l'imagination créatrice financière américaine tous les ingrédients de cette crise étaient réunis : d'une part, dans une économie outre atlantique structurellement bâtie sur la dette, avec une régulation beaucoup plus souple que celle que nous connaissons en France notamment et d'autre part, une abondance de liquidités source de taux faibles, sans compter des règles comptables et de solvabilité pro-cycliques.

L'innovation a permis la création ou le développement de nouveaux produits sophistiqués (titrisation, produits dérivés, etc...) permettant de répartir le risque sur un plus grand nombre mais conduisant à une opacité croissante des produits qui a conduit au désastre.

Afin de mieux comprendre les processus qui ont amené la crise, on trouvera en annexe 1 un bref glossaire technique des outils financiers utilisés, en annexe 2, quelques ordres de grandeur de données économiques mondiales et en annexe 3 une illustration qui montre pourquoi les choses vont mal...

## ***II - L'ÉTHIQUE***

A ces six crises que nous avons citées brièvement : financière, bancaire, boursière, économique, sociale et politique, il en est une septième qui est à l'origine des six autres qui est une crise d'éthique généralisée, crise d'éthique de très nombreux responsables financiers, économiques ou bancaires dans le monde, les Etats-Unis ayant malheureusement joué le premier rôle.

Avant d'analyser les problèmes éthiques posés par les crises, il faut brièvement rappeler les conditions politiques, économiques et sociales dans lesquelles elles sont nées aux Etats Unis ; il n'est évidemment pas question de faire porter par l'organisation et le système financier américains, toutes les responsabilités de ce désastre mondial, ni d'expliquer par cette situation les fautes éthiques des intervenants : on se rapprocherait alors dangereusement de l'explication démoniaque, car Satan obscurcit, fait croire qu'un système marche alors qu'il ne marche pas, fait perdre à l'homme son jugement. Certes, l'homme est incarné dans le monde, mais il doit tenir son gouvernail éclairé par l'Esprit, et ne pas se laisser diriger par le sens de l'histoire...

Qu'est ce que l'éthique ? Notre ami Hugues Minguet nous l'a souvent définie comme provenant de deux mots grecs « Ithos et Ethos ». Le premier signifiant la tenue de l'âme et le deuxième, le comportement juste ; vertu intérieure et comportement extérieur font l'unité de toute personne qui se veut cohérente ; la vertu intérieure correspond aux principes moraux que

l'on se forge personnellement, notamment en se tournant à chaque instant vers l'autre, vers les autres et vers le bien commun ; il s'agit alors d'appliquer cela, non sans difficulté parfois, dans sa vie quotidienne, familiale, personnelle, professionnelle, associative, etc...

En effet, comme tout empire divisé court vers sa perte, toute incohérence éthique dans les divers aspects de la vie d'homme lui fera perdre le sens de sa vie et l'amènera à l'échec.

Lorsque nous analysons les crises évoquées ci-dessus, nous retrouvons, quasiment à chaque phase, une crise d'éthique.

### **Les crédits «subprimes»**

Les crédits « subprimes » n'étaient pas toujours distribués par des banques surveillées par les autorités de contrôle de la FED, mais par des compagnies financières non régulées : premier manque d'éthique car, malgré leur attachement viscéral au libéralisme, les autorités américaines auraient dû réfléchir aux risques que faisaient courir ce manque de régulation, notamment en cas d'emballement des événements, ce qui s'est passé.

Ceci est d'autant plus important que «subprimes» veut dire « en dessous de la qualité normale d'un emprunteur », car les ménages qui empruntaient étaient plus modestes que les ménages « primes » et représentaient donc un risque plus important.

Autre manque d'éthique : pour vendre de nouveaux crédits et gagner plus, ces compagnies financières ont ciblé des ménages à risque en leur faisant miroiter la hausse continue de la valeur des maisons, un différé de paiement et un taux d'intérêt fixe pendant les premières annuités seulement puis un taux d'intérêt variable ou majoré, leur permettant d'acquérir une maison qu'ils n'avaient vraisemblablement pas les moyens d'acquérir ; ceci s'est révélé rapidement quand les emprunteurs commencèrent à avoir des difficultés pour payer leurs mensualités (chômage...) et que les prix des maisons commencèrent à baisser par suite des ventes forcées ; la loi américaine permet en effet, à l'emprunteur, lorsque le prix de la maison devient inférieur à la somme restant due, de laisser sa maison au prêteur américain créant ainsi deux problèmes graves, un pour l'ancien propriétaire qui n'a plus de logement, un pour le nouveau surchargé de maisons invendables, qui est soit la compagnie financière ou la banque qui a titrisé, soit le porteur d'obligations titrisées.

Le manque d'éthique réside non seulement dans ce qui risquait de tromper les clients -souvent des ménages modestes- mais aussi la légèreté avec laquelle les conséquences éventuelles de l'empilement de ces prêts ont été mesurées, si elles l'ont été. En effet, l'immoralité commence avant qu'une décision ne soit prise, lorsque nous n'en mesurons pas les conséquences, non seulement sur le plan micro mais aussi sur le plan macro économique ; ceci a malheureusement mis des millions de ménages américains à la porte de leur maison vendue aux enchères et développé une très grave crise économique dans le monde entier.

Rappelons Ignace de Loyola, qui dans ses « exercices spirituels », rappelle « qu'une décision avant d'être prise doit être précédée de la réflexion sur le choix qui va être fait :

- quels avantages et quel profit pour soi, mais aussi pour les autres ?
- quels inconvenients immédiats et quels dangers pour le futur » ?

Il est évident que pour les compagnies vendant des crédits «subprimes», les avantages étaient d'augmenter leurs profits, éventuellement de faciliter l'acquisition d'une maison par des ménages modestes, mais avec les inconvenients éventuels, pour les emprunteurs, de ne

pouvoir rembourser et le risque de voir sa maison vendue aux enchères sans parler de l'éventualité d'une crise américaine, puis mondiale représentant les dangers futurs....

La sagesse visionnaire des textes bibliques, comme les règles mises en place par les ordres religieux pourraient s'avérer très utiles à tous les responsables et notamment, les managers d'entreprises, pour les aider à préparer leurs décisions ; c'est ce que nous avons déjà évoqué souvent à l'unité de recherche.

Revenons au manque d'éthique des opérations parties des «subprimes».

### **Le financement de ces crédits «subprimes»**

Le financement de ces crédits « subprimes » ne pouvait être assuré par des compagnies financières qui n'avaient pas les liquidités nécessaires et ont dû transférer les crédits octroyés aux clients, à des banques chargées de les refinancer, grâce à la méthode de titrisation sous forme de « Residential Mortgage-Backed Securities » obligations vendues au public, adossées et garanties par des crédits hypothécaires aux particuliers, subprimes ou autres... On peut analyser au fil de ces opérations un quadruple manque d'éthique :

- 1 Tout d'abord les banques chargées de titriser souhaitaient se décharger totalement du risque en n'en conservant aucune part ; le but de leur montage étant d'encaisser de fortes commissions de montage et de vente des obligations, alors qu'il aurait été normal et sain qu'elles conservent une part même modeste du risque, pour rester concernées, pour prouver aux acquéreurs le sérieux avec lequel cette opération avait été montée en même temps que de surveiller le déroulement du crédit qui représentait un risque jusqu'à son dénouement.

Michel Aglietta dans le rapport moral 2008 cité plus haut pense « qu'une part substantielle de la titrisation n'avait aucune utilité économique arrangée par les banques d'affaires et les agences de notation pour encaisser encore plus de commissions » ; il pense même que « certains produits structurés de titrisation étaient conçus de manière à mélanger crédits toxiques et crédits sains afin de dissimuler la qualité des crédits. Les structures qui ont acheté les produits de titrisation ne sont pas des absorbeurs de risques mais des agioteurs de risques ».

- 2 Autre manque d'éthique des banquiers arrangeurs : un certain nombre de ces opérations était tellement opaque et peu transparent, voire complexe (différentes tranches...) qu'il devenait parfois impossible de connaître la composition exacte de ce qui était vendu.
- 3 Manque d'éthique aussi de la part d'acheteurs qui n'ont pas étudié suffisamment les produits qu'ils achetaient, s'appuyant seulement sur la réputation de la banque qui avait titrisé et sur les notes des agences de notation, le but de leurs achats peu réfléchis étant de profiter de rendements plus élevés dans une période d'argent abondant rendant les placements normaux peu attractifs. Ne pas être très professionnel est un premier manque d'éthique.

- 4 Tout en remarquant que les crédits «subprimes» et la titrisation ont apporté des solutions permettant à certains ménages modestes de se loger en diminuant le coût du crédit, l'existence de ces montages financiers est moins fautive que la frénésie avec laquelle tout ceci s'est développé, fonctionnant sur le seul principe du profit maximal à court terme, sans tenir compte, nous l'avons vu, des préoccupations éthiques.

### **Les agences de notation**

Certes, il est facile de rejeter la responsabilité sur les autres et notamment sur les agences de notation : remarquons, toutefois, qu'un banquier sérieux étudiant un crédit, n'établit pas son jugement sur une seule note d'agence de notation ; nous retrouvons ici encore des problèmes d'éthique.

Nous pouvons nous interroger sur la non prévision par les agences de notation des trois grandes crises financières des dix dernières années ; la crise asiatique de 1997, ENRON en 2001 et les «subprimes» aujourd'hui.

Il est évidemment nécessaire que certaines agences améliorent leur fonctionnement (pas de transparence de notation alors que les agences l'exigent de leurs clients, séparation des risques de crédit, de liquidité, et opérationnel) mais, outre ces problèmes techniques très complexes auxquels banques et agences doivent travailler, nous sommes à nouveau confrontés à des questions d'éthique. Avec le manque de transparence déjà évoqué, il peut y avoir un autre problème d'éthique quand le «noté» paye la notation... La relation à long terme entre l'entreprise et l'agence peut amener celle-ci à modifier son avis. Il semble nécessaire pour éviter les conflits d'intérêts, de ne pas faire prendre en charge, par la même agence, la notation et les activités de conseil d'un même émetteur, phénomène d'ailleurs connu et dénoncé dans des affaires précédentes (Enron, Parmalat, World Com) où les Commissaires aux Comptes étaient à la fois conseils et signataires des comptes. Il faut souligner la catastrophe apportée notamment par l'excellence de la note AAA de certains produits structurés, note dont l'élaboration complexe paraît avoir complètement échappé aux utilisateurs ; en outre, il paraît étrange que les agences de notation, ainsi que l'écrit Michel Aglietta, aient réalisé la majeure partie de leur profit sur cette activité de notation des outils de titrisation et des produits structurés.

La crise s'étend depuis bientôt deux ans, elle est certainement l'une des plus graves depuis la fin du 19<sup>ème</sup> siècle, par son ampleur certes, mais aussi parce qu'elle sape le fondement même du système financier : la confiance. Nous l'avons vu, les causes sont multiples : l'appât du gain à court terme des banquiers, des traders, des dirigeants, et des actionnaires, l'innovation technique foisonnante, fascinante et parfois mal contrôlée ou les biais induits par les systèmes de régulation ; pour être bref, et sévère, c'est bien la spéculation, la cupidité, voire la stupidité et bien souvent le manque de tout bon sens qui nous ont amenés dans la grave situation présente où les opérateurs se sont bien souvent complètement éloignés de l'économie réelle.

Les financiers notamment ont oublié que l'argent qui est avant tout un outil, peut être un bon serviteur, mais toujours un mauvais maître ; si le profit est nécessaire pour le développement économique et humain, il doit rester un moyen et pas un but, ce qui se passe trop souvent et en tous cas depuis le début de cette crise.

Une grande partie du monde financier, aux Etats-Unis d'abord, a commis un péché d'orgueil en croyant avoir trouvé le système miracle que rien d'autre ne pouvait remplacer, sans comprendre qu'ils s'écartaient du réel, en dehors de toute éthique ; la complexité du système, son importance, sa généralisation et ses premiers succès apparents ont donné l'illusion, à la plupart, de l'idolâtrie si bien décrite par Isaïe, il y a bientôt trois millénaires, au chapitre 44, « ils sont tous sculpteurs d'idoles, ils ne sont rien et leurs œuvres préférées sont inutiles ; qu'ils se rassemblent pour comparaître, ils seront remplis à la fois d'épouvante et de honte », c'est bien le cas de nombreux financiers aujourd'hui.

### **Crise d'éthique et crise d'organisation des systèmes économiques (Ph. Wahl) :**

La crise actuelle est le résultat de l'exacerbation des sentiments et des comportements qui sous-tendent l'économie de marché. Il n'y a pas de développement de l'économie sans volonté de gain. Ce désir humain (louable et nécessaire) et les actions qui en découlent bénéficient aux entrepreneurs et à l'ensemble de la société : les clients qui reçoivent un service ou un produit, les salariés un emploi et un salaire, l'Etat des impôts.

Ce qui s'est passé depuis plusieurs années est caractérisé par le fait que l'esprit économique n'a plus été suffisamment équilibré. Il ne s'agit donc pas d'une horreur « économique » (selon un livre très démagogique) mais d'une rupture d'équilibre. Bien sûr l'éthique, et c'est le propos de Bernard, est une défense, un antidote, une conscience pour les acteurs économiques. Elle prévient les comportements graves, elle permet d'y remédier, elle éclaire les décisions, mais l'éthique est affaiblie si l'organisation même du système est en cause. Or la crise actuelle (systémique et tellurique) est également le résultat d'erreurs politiques, c'est-à-dire de déficiences dans l'organisation des systèmes économiques.

Nous pouvons en donner plusieurs exemples :

- Le régulateur américain a, par exemple, autorisé des commerçants à distribuer des crédits immobiliers sans les contraintes spécifiques du métier bancaire. La vague dite des subprimes provient en partie de ceci.
- Les législateurs ont considéré la distribution de bonus (gains variables accordés annuellement aux opérateurs financiers) comme une affaire privée sans règles précises. Les résultats en ont été immédiats : primes de départ de « CEO<sup>4</sup> » américains (supérieurs à \$100 millions) pour des dirigeants ayant échoué, bonus de plusieurs millions de dollars indexés sur des formules où la base de calcul est le gain immédiat réalisé sur des produits vendus pour 10 ans à des clients.
- Les autorités américaines ont dessiné un contexte très favorable à l'émergence d'une crise : abondance monétaire et financière par la FED, accession à la propriété facilitée par les règlements CRA (Community Reinvestment Act) en 1977 renforcés en 1995 et 2002.

---

<sup>4</sup> CEO : chief executive officer – Directeur Général



- Il ne faut pas lasser en accumulant les exemples de dysfonctionnements financiers : paradis fiscaux (y compris au sein de l'UE tels le Luxembourg, Jersey ...), marchés de produits complexes qui ne sont pas des marchés réglementés ... mais ceci illustre le cœur du message : les défauts d'organisation du système sont, avec les comportements humains, les co-responsables de la crise.

L'une des solutions est sans doute que l'éthique n'inspire plus seulement les comportements individuels mais aussi les règles d'organisation du système. Ne nous méprenons pas, tout n'est pas politique. Au cœur de la conscience humaine, le libre arbitre permet de faire ou de ne pas faire. Cependant, tout un ensemble organisé de règles influence les comportements dans un sens ou l'autre. C'est cette organisation de la sphère financière qu'il faut revoir à la lumière des leçons actuelles de la crise et de l'exigence éthique.

## **CONCLUSION**

Nous souhaiterions pour terminer donner quelques points de repère permettant d'éviter une reproduction de crises du même modèle, même si les crises sont inévitables dans l'économie de marché, qu'elles transforment chaque fois profondément.

Il faut cent fois sur le métier remettre son ouvrage, car l'expérience apprend que le monde économique et financier oublie toujours la crise passée et recommence des erreurs similaires, créatrices de nouvelles crises ; mais il ne faut pas désespérer et inlassablement essayer d'avancer dans la direction souhaitable en donnant un sens à notre action.

Dans le rapport moral sur l'argent, cité plus haut, d'éminents praticiens ou professeurs indiquent un certain nombre d'orientations ; Michel Aglietta comme Christian de Boissieu proposent des pistes d'amélioration concernant beaucoup d'acteurs : les banques centrales, les régulateurs «qui doivent favoriser les produits simples... » les agences de notation qui doivent être supervisées, les investisseurs capables d'assurer les risques à long terme ; ils évoquent également la nécessité de progresser dans l'information sur les produits financiers (SICAV monétaires), de réglementer les hedges funds, les fonds LBO, la titrisation... dont le développement débridé a causé de graves torts au marché, malgré l'intérêt économique de certains produits, quand ils sont maîtrisés.

Ils évoquent également la gouvernance financière mondiale qui doit évoluer ; les G7 et G8 doivent être élargis, ce qui vient d'être réalisé avec la première réunion du G20. Beaucoup de travaux ont été faits mais doivent continuer et évoluer pour tenir compte de ce qui s'est passé ; l'exemple du dispositif très approfondi de Bâle II qui a pu encourager les banques à se dessaisir d'une partie de leur risque via la titrisation et les dérivés de crédit incite à penser que de nouvelles règles suscitent souvent des tentatives de contournement qui permettent d'aller à l'encontre des objectifs recherchés. Xavier Muscat, Directeur Général du trésor et de la politique économique a écrit « les organisations devront être revues, des modèles corrigés et des réglementations amendées, même si nous ne pouvons encore tirer toutes les leçons, il convient d'y travailler sans attendre, mais le bon fonctionnement des marchés repose avant tout sur le comportement des individus qui y participent ; si chacun exerce continûment son

jugement et assume pleinement ses responsabilités, la stabilité financière sera certainement consolidée. »<sup>5</sup>

Autrement dit, après ces quelques pages, il faut certes revoir certaines règles, réorganiser des institutions, mais rien ne sera solide sans le discernement, le comportement éthique de tous les individus qui participent au marché financier, comme de l'économie en générale.

Olivier Lecerf, dans son livre « Au risque de gagner » évoqué par Hugues Minguet et Jean-Loup Dherse, conseille aux chefs d'entreprises de bien discerner « l'essentiel et l'important »; nous pourrions dire dans cette conclusion que l'essentiel est la précarité accrue de la vie pour les populations les plus pauvres dans la crise, l'important est de bien faire fonctionner les marchés et les entreprises.

Olivier Lecerf a écrit, en outre, que les entreprises performantes sont dirigées par des hommes qui se réfèrent à des systèmes de valeurs ; n'ayons pas peur de souligner que de tels hommes ont créé des champions du monde, nous pensons à Lafarge bien sûr ou à Michelin et à bien d'autres.

L'éthique n'est donc pas seulement une conduite morale mais aussi la source de grands succès économiques.

Churchill disait que les pessimistes considèrent les opportunités comme des contraintes et les optimistes les contraintes comme des opportunités. Soyons donc optimistes, espérons que ces crises permettront, grâce aux progrès de l'éthique des individus, aux changements notamment initiés par le G20, de nouveaux succès économiques au bénéfice de l'humanité.

-----

---

<sup>5</sup> La réunion du sommet du G20 qui s'est tenue en mars dernier à Londres, après la rédaction de cette conférence, a pris d'importantes décisions sur la réglementation et la supervision, les normes comptables, la relance notamment par le FMI, la surveillance par un conseil de stabilité monétaire et les paradis fiscaux ; ces décisions étaient absolument nécessaires ; il faut maintenant surveiller leur mise en pratique.

GLOSSAIRE

Titrisation

La titrisation est un montage financier qui permet à une société d'améliorer la liquidité de son bilan. Des actifs sélectionnés (credits, immeubles...) en fonction de la qualité de leurs garanties sont regroupés dans une société qui les acquiert en se finançant par l'émission de titres souscrits par des investisseurs. L'entité ainsi créée perçoit les flux d'intérêts et de remboursement sur les créances qu'elle a achetées aux banques et les reverse aux investisseurs via le paiement d'intérêts et le remboursement de leurs titres. Initialement cette technique a été utilisée par les établissements de crédit dans le but de refinancer une partie de leurs encours c'est-à-dire transformer en titres négociables des prêts à la clientèle.

ABS ("Asset Backed Securities")

Dans le cadre d'opérations de titrisation, titres émis par une société financière afin de lui permettre d'acheter des actifs comme des stocks ou des créances clients auxquels ils sont donc adossés.

MBS ("Mortgage-Backed Security")

Il s'agit d'une forme d'ABS. Un MBS ou un titre hypothécaire est une valeur adossée à des actifs immobiliers. Sa valeur de revente est garantie à la fois par un ensemble de portions d'hypothèques et par les intérêts payés sur ces hypothèques.

RMBS ("Residential Mortgage-Backed Security")

Il s'agit d'une forme d'ABS. Un RMBS est une titrisation de crédits hypothécaires immobilier pour les particuliers.

CDO ("Collateralised Debt Obligation")

Titres de dettes émis par une société financière, souvent véhicule de titrisation, qui achète et détient des obligations émises par des entreprises ou des banques (on parle alors de Collateralised bond obligation) ou des prêts bancaires (on parle alors de Collateralised loan obligation). Les CDO permettent de rendre liquides des titres qui ne le sont pas spontanément, et aux banques de se refinancer auprès d'investisseurs qui souhaitent prendre un risque sur un portefeuille de dettes.

Assureur Mono-Line

Un assureur mono-line apporte une garantie sur des titres de dettes émis par des tiers moyennant une commission, ce qui permet à ces tiers d'obtenir sur leur endettement des taux d'intérêt plus faibles et une notation plus élevée. Les plus connus sont MBIA, Ambac, FGIC, etc.

En 2008 certains assureurs monolines qui avaient apporté leur garantie à des CDO contenant des subprimes ont dû procéder en catastrophe à des augmentations de capital pour faire face aux sinistres ou ont dû être liquidés.

LBO ("Leveraged Buy Out")

Un LBO est le rachat d'une entreprise, financé par une très large part d'endettement. Concrètement, une société financière est constituée, qui s'endette pour racheter l'entreprise cible. La société financière paiera les intérêts de sa dette et remboursera celle-ci grâce aux dividendes réguliers ou exceptionnels provenant de l'entreprise rachetée.

### Effet de Levier

L'effet de levier mesure l'impact de l'utilisation d'apports de capitaux extérieurs de l'entreprise (dettes bancaires...) par rapport aux capitaux propres à l'entreprise. En effet, les actionnaires et associés de l'entreprise attendent une certaine rentabilité de l'entreprise. S'ils acceptent l'endettement, ils attendent un retour encore plus important en bénéfice relativement au risque supplémentaire pris. Cette différence de bénéfice relativement au total des capitaux de l'entreprise (endettement compris) est l'effet de levier attendu: plus il y a endettement, plus l'effet de levier est élevé. Un effet de levier excessif, signalant une faiblesse des fonds propres par rapport au recours au crédit, se traduit par des ratios de solvabilité dégradés.

### Prêteur en dernier ressort

Agent économique chargé d'assurer l'alimentation de l'économie en liquidités et donc d'assumer les risques d'une éventuelle insolvabilité globale du système financier. Ce rôle est joué par les banques centrales et au-delà par les Etats.

## QUELQUES ORDRES DE GRANDEUR: par MILLIARDS



