

**LA CRISE FINANCIERE 2007-2009:  
EVALUATION ECONOMIQUE ET ETHIQUE DES  
ORIENTATIONS PRISES LORS DU G20**

**Frédéric LOBEZ**

**Avril 2009**

## **INTRODUCTION**

Le FMI vient de chiffrer à 4000 milliards de dollars le coût de la crise financière en cours. Ce chiffre est voisin du PIB 2007 du Japon ou de l'Inde. C'est donc la production annuelle du troisième ou du quatrième plus grand pays du monde qui est ainsi rayée des tablettes.

Beaucoup a été dit et écrit sur la crise. Elle reste néanmoins unique dans l'histoire économique des nations : elle est systémique en ce qu'elle touche l'ensemble des parties du système financier mondial et en ce que chaque partie du système rétroagit sur le reste. Elle est mondiale, tous les pays étant touchés, y compris ceux qui n'ont pas de système financier dans la mesure où la mondialisation des échanges implique également la mondialisation de ses conséquences. Elle s'accompagnera de désordres économiques, sociaux et politiques difficilement prévisibles à ce jour. Elle est médiatisée à outrance, souvent de façon caricaturale, provoquant des phénomènes de rejets de la sphère financière qui méconnaissent la contribution essentielle de la finance au développement des nations. Elle est sujette à des interprétations très différentes, certains l'analysant comme un soubresaut parmi d'autres dans la marche d'un capitalisme triomphant qui a par le passé montré à maintes reprises sa capacité à se réformer sans se détruire, d'autres voyant au contraire là l'occasion d'une remise à plat complète de notre mode de développement et des systèmes sous-jacents...

Notre objectif ne consiste pas à proposer une synthèse de cette crise économique. Des livres entiers ont été consacrés à ce sujet. Notre objectif est plus étroit. Il s'agit pour nous d'identifier les dysfonctionnements majeurs qui ont provoqué la naissance et la diffusion de la crise, pour ensuite évaluer aux plans économique et éthique les orientations prises par le G20. Cet a priori que certains jugeront restrictif est motivé par les arguments suivants :  
-contrairement à d'autres, nous ne pensons pas que la finance en tant que tel soit nocive ;  
c'est l'usage qui en est fait qui est critiquable.

-si la finance et ses outils furent gravement mésusés, c'est en raison de défaillances morales importantes, que celles-ci se situent au niveau des agents économiques individuels, au niveau des entreprises et banques, au niveau des autorités de contrôle ou de régulation, voire même au niveau des Etats. Ceci appelle une évaluation économique et éthique des orientations prises au niveau international.

-dans cette perspective, nous saluons dans l'initiative du G20 la naissance d'une gouvernance économique mondiale, venant à notre avis heureusement tempérer et orienter le dynamisme des marchés ; cette gouvernance ne nous semble aucunement incompatible avec le libéralisme, bien au contraire<sup>1</sup>.

-si les orientations prises au niveau du G20 sont intéressantes, elles restent souvent à expliciter sous forme de mesures opérationnelles. Ces mesures demandent également à être évaluées sous le double prisme de leur efficacité économique et de leur valeur éthique. C'est dans ce champ que se situe cette contribution.

Une autre limite importante demande à être fixée d'emblée. Notre visée est plus prospective que rétroactive. Certes, pour évaluer les orientations du G20 il est nécessaire d'établir un diagnostic. Pour autant, nous ne revenons pas sur l'évaluation des mesures prises par les Etats au plus fort de la crise d'automne dernier quand il s'est agit de sauver les banques dans l'urgence. Il y aurait certes beaucoup à dire sur le caractère plus ou moins équitable du sauvetage des banques. Mais c'est là du passé et nous préférons penser demain qu'hier.

Une autre limite à ce travail est à souligner. Nous choisissons de penser la crise financière à l'intérieur du paradigme financier. En l'occurrence, la crise aura et a déjà des répercussions économiques graves. Elles doivent être pensées au sein d'un autre paradigme qui est celui de la science économique. Nous n'emprunterons pas cette voie<sup>2</sup>.

---

<sup>1</sup> Voir notamment Canto-Sperber, M., (2003), « Pourquoi le libéralisme n'est pas le laissez faire », En Temps Réel, Cahier n°7, février.

<sup>2</sup> Par exemple, deux questions centrales se situant dans le champ économique ne seront pas abordées ici. La première est celle d'une éventuelle sortie de crise inflationniste. Même si les signaux sont à l'heure actuelle faibles, l'actuelle création monétaire aux Etats-Unis et en Grande-Bretagne par exemple donne à penser qu'une inflation (modérée ?) pourrait être choisie pour atténuer à terme le poids de la dette contractée aux fins de relance économique par ces deux pays. Pour l'instant, l'Europe n'a pas pris ce chemin, sans doute aussi pour des raisons liées à la structure politique et aux difficultés à mutualiser le risque inflationniste au sein d'une zone Euro où les pays n'ont pas la même sensibilité à ce risque.

Le cadre étant fixé, nous procéderons de la façon suivante. Nous identifions huit facteurs clefs qui nous semblent avoir joué un rôle majeur dans le déclenchement ou la propagation de cette crise. Pour chacun, nous en expliquons le rôle. Puis, nous discutons la façon dont le G20 envisage de remédier au dysfonctionnement repéré et proposons une évaluation des orientations prises sous le double prisme de l'éthique et de l'efficacité économique. Enfin, lorsque cela nous semble possible, nous proposons des mesures concrètes qui respectent cette double exigence d'efficacité économique et de recevabilité éthique.

---

Une autre question essentielle est celle de l'endettement des Etats. Les Etats ont choisi à des degrés divers des politiques de relance par la dette publique. Mais tous les Etats ne partent pas avec le même niveau de dette. Aujourd'hui, certains Etats sont au bord de la défaillance. En l'occurrence, le choix de l'endettement aujourd'hui constitue une solution politiquement correcte mais laissera aux générations futures un fardeau insoutenable. Il y a là des enjeux éthiques cruciaux.

# **ANALYSE DES DYSFONCTIONNEMENTS ET EVALUATION DES ORIENTATIONS PRISES PAR LE G20 EN MATIERE DE REGULATION FINANCIERE**

## **1. LA MYOPIE DES POLITIQUES MONETAIRES ET EN PARTICULIER DE CELLE DE LA FED**

### **a. ENONCE DU DYSFONCTIONNEMENT ET DE SON RAPPORT À LA CRISE**

La Fed et son président Allan Greenspan ont eu du temps de ce dernier une conception étroite, quoique répandue, des objectifs de la politique monétaire : combattre l'inflation entendue comme l'indice des prix à la consommation. Cet indice n'inclut pas le prix de l'immobilier, ou le prix des actifs financiers. La Fed a donc laissé se développer des bulles spéculatives sur l'immobilier et les indices boursiers.

Cette conception étroite de la politique monétaire se fonde sur le fait que pour Allan Greenspan, les marchés financiers sont efficaces et reflètent toujours les fondamentaux des firmes. Il ne peut donc y avoir de bulles spéculatives.

A l'opposé de cette conception se développe aujourd'hui, dans les milieux académiques principalement, une conception large des politiques monétaires : combattre l'inflation au sens large, incluant les prix de l'ensemble des actifs (physiques, immobiliers et financiers), et le développement des bulles spéculatives. Cette conception se fonde sur l'analyse de Samuelson qui pense que les marchés financiers sont micro efficaces mais macro inefficients.

Du fait des taux américains artificiellement bas, l'inflation au sens étroit étant maîtrisée, une bulle spéculative s'est développée sur les prix immobiliers aux Etats-Unis. Elle a encouragé le développement des prêts subprimes à des ménages non solvables en

tablant sur le fait que les prêts seraient garantis par un immobilier toujours mieux valorisé et/ou remboursés par la plus-value sur la vente des actifs.

b. QUI EST RESPONSABLE ?

La Fed est naturellement responsable du développement de cette bulle spéculative. Plus généralement, cette analyse remet en cause le principe des Banques Centrales indépendantes et de l'objectif de maîtrise de l'inflation au sens étroit du terme..

c. PROPOSITION DU G20

Le FMI (qui représente 185 pays) aura un rôle de surveillance des équilibres macroéconomiques. Le FSB (Financial Stability Board, représentant le G20 élargi) aura un rôle de surveillance des marchés financiers, des institutions financières et des règles prudentielles.

d. EVALUATION ECONOMIQUE ET ETHIQUE

L'indépendance des Banques Centrales, si elle est souhaitable pour ne pas asservir la politique monétaire aux budgets des Etats, demande néanmoins à être contrôlée. C'est donc une bonne mesure. Il appartiendra au FMI et au FSB de repérer le développement des bulles spéculatives, tant sur les prix immobiliers que sur les prix des actifs financiers ou des matières premières.

En ayant bien ciblé le rôle pernicieux des Banques Centrales dans l'initiation de la crise, le G20 a pris une mesure salubre au plan économique et éthiquement juste.

## **2. UNE REGULATION « GRUYERE » (ou les « trous noirs » de la régulation)**

a. ENONCE DU DYSFONCTIONNEMENT ET DE SON RAPPORT À LA CRISE

Si le G20 a voulu repenser la régulation financière, c'est que celle-ci est incomplète. Ces carences dans la régulation se situent à trois niveaux. Tout d'abord, la régulation ignore un certain nombre d'institutions. Ensuite, son périmètre n'englobe pas un certain nombre d'Etats qui en profitent pour accueillir ces mêmes institutions que la régulation a oubliées. Enfin, la régulation est, dans sa construction, incomplète car elle omet de prendre en compte certains risques.

La régulation financière s'est principalement centrée sur les institutions financières les plus visibles, à savoir les banques de dépôts. Ces banques sont soumises à des réglementations strictes : respect de coefficients de division des risques, obligation d'assurer les dépôts des épargnants, fonds propres représentant au minimum 8% des risques pondérés, etc.. ;

Le dynamisme propre au capitalisme financier a contourné cette régulation et a créé des institutions financières qui se situent en dehors de ces règles : hedge funds, banques d'investissement, etc.. ; Ces institutions non régulées ont prospéré en prenant des risques importants sur les marchés financiers et en disséminant un risque initialement situé aux Etats-Unis à travers le monde.

Ces hedge funds et autres banques d'investissement se financent principalement par de la dette (fort effet de levier). Leur défaillance a entraîné celle des banques (Bear Sterns, Lehman Brothers, ...). Les montants énormes gérés par ces fonds font courir un risque très élevé à la finance mondiale (LTCM a fait faillite en 1998 et n'a été sauvé que l'intervention expresse des grandes banques mondiales). Cette abondance de dette fait courir au système financier un risque systémique.

La question du périmètre de la régulation renvoie naturellement à celle des paradis fiscaux et centres off-shore. Les paradis fiscaux et centres off-shore concernent environ 45 pays ; les entreprises du CAC 40 y détiennent 1470 filiales (189 pour BNP-Paribas et 140 pour LVMH). Le manque à gagner fiscal s'élèverait à 100 milliards de dollars pour les Etats-Unis et 20 milliards d'euros pour la France.

Les paradis fiscaux sont des pays dotés d'un régime fiscal avantageux ou inexistant. En soi, ce n'est pas un mal. Chaque pays pouvant choisir démocratiquement son taux de pression fiscale.

Les centres off-shore sont par contre des États abritant des institutions financières (hedge funds) et n'appliquant aucune régulation sérieuse ; ils sont réputés non coopératifs, et opaques.

On peut caractériser ainsi les centres off-shore: le secret bancaire, peu de taxes, des conditions d'ouverture de comptes simples, une coopération judiciaire internationale faible, des pays politiquement stables.

Ils gèrent 10 000 milliards de dollars d'actifs (220 milliards d'euros fin 2008 pour le seul Jersey), via 4000 banques ; 2000 hedge funds y sont installés, 50% des flux financiers mondiaux y transitent.

Leur responsabilité dans la crise est énorme car ces centres off-shore sont les lieux privilégiés du blanchiment d'argent ; de nombreux produits financiers dérivés complexes y ont été conçus et ils alimentent la spéculation.

Enfin, le contenu même de la régulation est aujourd'hui en cause. En matière bancaire, la réglementation Cooke et maintenant Mac Donough traite des risque de crédit, de marché et opérationnels. Par contre, elle ignore le risque d'illiquidité. Or, c'est d'une crise d'illiquidité dont le monde souffre aujourd'hui.

#### b. QUI EST RESPONSABLE ?

L'absence de gouvernance économique mondiale est naturellement responsable de cette question. Le dynamisme du capitalisme a aisément contourné la régulation, souvent de façon légale. Mais les grandes entreprises et banques qui ont utilisé ces centres off-shore pour y loger leurs filiales spéculatives, en particulier les hedge funds, ont également leur part de responsabilité.

#### c. PROPOSITION DU G20

Les hedge funds sont principalement localisés dans les centres off-shore. La mise au pas de ces centres off-shore (voir ci-après) devrait concourir à une meilleure régulation de ces fonds spéculatifs.

De plus, les hedge funds devront s'enregistrer auprès des autorités des marchés des pays où ils commercialiseront leurs produits.

Enfin, le FSB étendra la réglementation et la surveillance aux « fonds spéculatifs d'importance systémique ».

Dans l'immédiat, des listes (noire, grise, ...) de pays plus ou moins coopératifs ont été arrêtées. Sur cette base, divers pays montrés du doigt ont capitulé (Suisse, Luxembourg, Liechtenstein, Jersey, Man, Monaco). Malheureusement, la liste noire des pays non coopératifs est déjà vide.

#### d. EVALUATION ECONOMIQUE, ETHIQUE, ET PROPOSITIONS COMPLEMENTAIRES

Ces mesures sont bonnes au plan économique. Les fonds spéculatifs sont déstabilisants et font courir un risque systémique grave. Les centres off-shore recyclent l'argent sale. Ces mesures sont à coût faible. Les banques ou firmes qui ont utilisé ces centres off-shore vont être pénalisées via leurs filiales qui y sont logées. Sur ce plan, le principe pollueur-payeur est appliqué et est donc éthiquement recevable.

On peut toutefois aller plus loin. La question de la régulation rappelle en effet la course que se livrent le peloton cycliste et les instances de lutte contre le dopage. Les premiers ont souvent une longueur d'avance. Pourquoi ne pas créer un observatoire des pratiques financières de façon à ajuster en permanence le périmètre de la régulation ? Dans cette perspective, le Président Obama proposera prochainement que soient évalués les pays en fonction de leur conformité aux règles internationales en matière de fiscalité, de régulation, et de blanchiment d'argent.

Au plan du contenu des réglementations, il est important d'imposer que soit évalué le risque d'illiquidité en revenant à des méthodes simples que la finance enseigne depuis des décennies (notion d'écart).

### **3. UNE TITRISATION EXCESSIVE**

#### a. ENONCE DU DYSFONCTIONNEMENT ET DE SON RAPPORT À LA CRISE

La titrisation consiste pour une banque à céder sur le marché des créances qu'elle a initiées. La titrisation s'inscrit dans la logique d'un business model de type « originate to distribute », ou encore de banque à l'acte (par opposition à la banque d'engagement).

La titrisation des créances permet aux banques de redevenir liquides, ce qui leur permet de faire de nouveaux crédits.

Ce principe de la titrisation a notamment été encouragé par le congrès américain qui a incité les deux agences fédérales FANNIE MAE et FREDDIE MAC à racheter massivement les créances hypothécaires détenues par les banques sur les ménages américains, et à les titriser massivement ; l'objectif affiché était de favoriser l'accès des américains au logement. Ce faisant, le congrès a de facto encouragé les banques à faire crédit à des ménages insolubles ; sont ainsi nés les crédits dits « subprimes ».

La titrisation souffre de plusieurs maux. Elle est tout d'abord déresponsabilisante pour les banques en général qui ne portent plus le risque qu'elles ont initié, et pour les chargés de clientèle en particulier qui sont dessaisis du produit de leur travail. Elle incite les banques à être moins attentives dans leur activité de production de crédits.

Au-delà de cette titrisation de premier niveau, les ingénieurs financiers des banques d'investissement ont développé une titrisation de second (CDO) puis de troisième niveau (CDO squared) aboutissant à créer des produits très complexes dont il est difficile, voire impossible, d'identifier les risques, et à disséminer le risque à travers le monde. Cette débauche d'innovation financière n'a aucun fondement économique sauf d'enrichir ceux qui les initient et facturent corrélativement des commissions généreuses.

#### b. QUI EST RESPONSABLE ?

Plusieurs responsables sont à pointer du doigt :

-le congrès américain, qui sous couvert de bonnes intentions, a incité les banques à faire crédit à des ménages insolubles ;

-les banques spécialisées en crédit hypothécaire qui ont cyniquement titrisé des créances risquées en les mélangeant habilement à des créances « primes » ;

- les banques d'investissement qui dans l'offre de dérivés de crédits (CDO par exemple) se sont grassement rémunérées par des commissions importantes, sans que ces produits ne répondent à une quelconque utilité ;
- les banques du monde entier qui ont spéculé en achetant massivement les produits structurés titrisés par les banques américaines, sans chercher à en identifier clairement les risques ;
- les agences de notation qui ont participé à la structuration des produits, les ont noté et ont empoché des commissions généreuses tout en étant juges et parties.

#### c. PROPOSITION DU G20

Le G20 parle de « réduire les risques inhérents au système financier », de « réduire le recours à des sources de financement trop incertaines ». Ce sont des principes généraux non encore explicités. Le G20 veut aussi évaluer les agences de notation.

#### d. EVALUATION ECONOMIQUE, ETHIQUE, ET PROPOSITIONS COMPLEMENTAIRES

Sur le principe, on ne peut qu'être d'accord avec les propositions actuelles du G20, lesquelles sont toutefois bien trop imprécises pour en apprécier le caractère éthique ou non. Celui devra être évalué au regard de propositions concrètes parmi lesquelles on peut recenser les recommandations suivantes :

- soumettre les innovations financières à une évaluation a priori (qui serait l'équivalent des autorisations de mise sur le marché en matière de médicaments) ; il s'agirait de labelliser les produits financiers pour n'autoriser que les produits financiers utiles et présentant un niveau de risque acceptable;
- obliger les banques à garder une partie des créances titrisées pour les responsabiliser davantage ; ceci aurait également l'avantage de ne pas dépouiller les chargés de crédit au sein des banques du produit de leur travail. Il y a, dans le modèle bancaire actuel OTD, un certain cynisme à inciter les chargés de clientèle à faire du crédit à des agents économiques risqués (aux Etats-Unis en tout cas) tout en sachant que ces crédits seront

ensuite titrisés et revendus deux ou trois fois ; sur ce plan, le modèle de banque à l'acte dévalorise le métier de chargé de clientèle au sein d'une banque, ce que ne fait pas le modèle de banque à l'engagement qui au contraire inscrit la relation de clientèle dans la durée. Une façon de promouvoir un tel modèle consisterait à pénaliser au plan réglementaire les banques développant une titrisation excessive (par des fonds propres réglementaires supplémentaires) ;

-interdire la titrisation de second ou troisième niveau qui ne répond à aucun besoin économique, et contribue à disséminer les risques de moins en moins identifiables.

## **4. UNE FINANCE OPAQUE**

### **a. ENONCE DU DYSFONCTIONNEMENT ET DE SON RAPPORT À LA CRISE**

S'il avait été clair que les produits financiers (dérivés de crédits) étaient aussi risqués, il n'y aurait pas eu de demande, et donc pas d'offre. En l'occurrence, l'opacité des produits et des institutions qui les commercialisent a permis une commercialisation de produits finalement risqués sous des apparences anodines (par exemple, les SICAV monétaires dynamiques, que les épargnants français apprécient tant, contiennent sans doute en proportion variable du « commercial paper » finançant des hedge funds).

### **b. QUI EST RESPONSABLE ?**

Plusieurs responsables peuvent être identifiés :

-les agences de notation qui ont été légères dans l'appréciation des risques (pour des raisons que nous identifierons ensuite) ;

-les banques, dans leur fonction commerciale, qui n'ont pas hésité à commercialiser dans leur réseau des produits risqués qu'en fait elles connaissent mal (ou du moins que les chargés de clientèle connaissent mal) ;

-Les autorités en charge des marchés financiers, insuffisamment exigeants ;

### **c. PROPOSITION DU G20**

Le G20 veut « promouvoir la transparence », sans être plus explicite.

#### d. EVALUATION ETHIQUE ET PROPOSITION COMPLEMENTAIRE

Qui peut être contre la « promotion de la transparence » ? Évidemment personne. Il faut donc préciser les choses. Plusieurs propositions peuvent être faites :

- reprendre l'idée de labellisation des produits financiers ;
- encadrer les agences de notation (nous ne développons pas ce point ici, il le sera par la suite) ;
- obliger les banques à expliciter le risque des produits qu'elles commercialisent en termes clairs, et en utilisant une échelle de risque internationale validée par le FSB ;
- promouvoir la formation des chargés de clientèle dans les banques. Outre le fait que toute formation est éthiquement souhaitable, car participant à l'élargissement de la rationalité individuelle, cette mesure évitera de placer les chargés de clientèle dans une situation intenable où ils ont en charge de commercialiser des produits qu'ils maîtrisent mal. Ceci relève de la responsabilité des banques.

## 5. DES AGENCES DE RATING DEFAILLANTES

#### a. ENONCE DU DYSFONCTIONNEMENT ET DE SON RAPPORT À LA CRISE

Les agences de rating ont pour vocation l'évaluation des risques financiers des entreprises (et banques) et en particulier des risques de crédit. Elles ont été défaillantes dans l'appréciation des risques financiers. Ce faisant, elles ont contribué à la diffusion d'un risque sous-estimé partout dans le monde. Plusieurs éléments sont à la base de cette grave défaillance :

- la structure oligopolistique du secteur : 3 agences se partagent en effet 95% du marché ;

- leur mode de rémunération ; les agences sont en effet rémunérées par les firmes et banques qu'elles notent, ce qui constitue une incitation naturelle à biaiser les notes vers le haut ;
- les agences interviennent en tant que conseiller des banques dans la structuration des dérivés de crédits, et évaluateurs des mêmes banques et produits;
- les agences ont été créées au départ pour évaluer le risque de crédit, non pour évaluer le risque de marché, ou le risque d'illiquidité ;

#### b. QUI EST RESPONSABLE ?

Les agences de notation, en pérennisant un mode de fonctionnement qui leur est favorable, portent une lourde responsabilité. Les banques et acteurs des marchés financiers (autorités de marchés), par leur cécité sur un mode de fonctionnement dénoncé maintes fois, ont elles aussi contribué au statu quo.

#### c. PROPOSITION DU G20

Le G20 veut « étendre la surveillance... aux agences d'évaluation du crédit, afin de s'assurer qu'elles correspondent au code international de bonne pratique, afin de prévenir en particulier les conflits d'intérêt inacceptables ».

#### d. EVALUATION ECONOMIQUE, ETHIQUE ET PROPOSITIONS COMPLEMENTAIRES

Outre son caractère imprécis, la proposition dans son état actuel est insuffisante car :

- elle ne stigmatise pas la structure non concurrentielle du marché de la notation et ne prévient donc pas les ententes ou pratiques collusives ;
- elle met l'accent sur le risque de crédit en oubliant le risque d'illiquidité ;
- elle fait référence à un code de bonne pratique qui peut rapidement trouver ses limites, surtout si ce sont les financiers qui le nourrissent.

Plusieurs propositions précises complémentaires peuvent être avancées, parmi lesquelles :

- la notation des agences de notation par le FSB ;
- la nécessité de vérifier l'indépendance des équipes techniques et des équipes commerciales au sein des agences ;
- le nécessaire élargissement du marché de la notation à d'autres acteurs, en particulier non américains (européens et asiatiques) ;
- la nécessité de changer leur mode de rémunération pour prévenir les conflits d'intérêt ; plusieurs pistes existent comme un financement via une taxe « Tobin » sur les flux internationaux de capitaux, la mutualisation des financements avec le principe d'abonnements pluri-annuels, l'intervention du FMI, ...
- l'impossibilité d'exercer des activités de conseil simultanément à des activités de notation ;
- la convergence souhaitable des échelles de notation entre agences de façon à favoriser la transparence.

## **6. LE RÔLE DES REMUNERATIONS DANS L'INDUSTRIE DE LA FINANCE**

### **a. ENONCE DU DYSFONCTIONNEMENT ET DE SON RAPPORT À LA CRISE**

Les rémunérations dans l'industrie de la finance constituent un véritable pousse-au-crime. En particulier sont montrées du doigt les rémunérations des managers de banques et des traders.

Plusieurs griefs sont en commun adressés aux pratiques de rémunération dans l'industrie financière :

- leurs montants exorbitants dans un monde, de surcroît médiatisé, où la grande pauvreté est largement présente ;
- une structure de rémunération incitant à la prise de risques excessifs ;
- une structure de rémunération incitant au court-termisme ;
- une structure de rémunération corrélée avec les performances des banques quand celles-ci sont positives, mais largement décorrélée dans le cas contraire.

En particulier, ces rémunérations incluent une part variable (bonus, stocks options) importante qui encourage la prise de risque. L'industrie de la finance n'a pas son pareil pour privatiser les profits et socialiser les pertes. Car en cas de défaillance, ce ne sont pas les managers qui paient (car ils bénéficient de parachutes dorés), ni les traders (qui peuvent changer de banque), mais les actionnaires, voire l'Etat et le contribuable à l'automne dernier. A l'inverse, en cas de stratégie payante, les bonus et autres primes sont très élevés. Ceci a induit des prises de risque excessives dont on a trace dans les bilans des banques ou que l'actualité a révélées (affaire Kerviel, Leeson, etc...).

La rémunération des managers de banques dans les faits doit s'apprécier au regard des chiffres suivants. En 1890, le banquier américain Morgan situait à 6 le ratio maximum entre la rémunération des tops managers et le salaire moyen dans une firme. En 2008, ce ratio est proche de 500. En 2007, le bonus global des patrons de Wall Street est de 33,2 milliards de dollars; il est encore de 28 milliards en 2008. Enfin, la crise n'a pas fait disparaître les parachutes dorés : 161 millions de dollars pour Stanley O'Neal (Merill Lynch) ; 35 millions pour Chuck Prince (Citigroup).

#### b. QUI EST RESPONSABLE ?

Les conseils d'administration des banques qui fixent les rémunérations (salaires, bonus, stock options) des managers, et les managers qui fixent celles des traders sont responsables. La structure en réseau des conseils d'administration a contribué au maintien de ces pratiques. Ainsi, en France, les administrateurs forment un « petit monde » où finalement l'incitation à fixer des rémunérations élevées conditionne en partie la façon dont l'administrateur sera ensuite rémunéré en qualité cette fois de manager.

#### c. PROPOSITION DU G20

Le G20 ne statue pas sur ce point qui reste contingent aux réglementations nationales en matière de droit du travail.

#### d. EVALUATION ECONOMIQUE, ETHIQUE ET PROPOSITIONS COMPLEMENTAIRES

On a en la matière de graves anomalies.

Dans l'absolu, les rémunérations atteignent des niveaux démentiels, choquants dans un monde qui de surcroît les médiatise autant qu'il médiatise la grande pauvreté.

Au plan de ses conséquences économiques, le fait de lier la rémunération des décideurs à la valeur actionnariale, s'il est largement fondé sur le discours relatif à la « corporate governance » et à la nécessité de créer dans l'entreprise et en particulier à son sommet des incitations à la bonne gestion et à la performance actionnariale, induit des stratégies de court terme, pas nécessairement cohérentes avec l'optimum social<sup>3</sup>. En particulier, les parachutes dorés en cas de licenciement (et les retraites « chapeau »), et le réseau étroit des managers et administrateurs en France font qu'en cas de problème les managers, soit sont grassement indemnisés, soit retrouvent facilement un emploi ; tout ceci aboutit à ce que les managers optent pour des stratégies très risquées, payantes en cas de succès.

Finalement, le plus choquant fut de constater que les rémunérations n'ont que peu baissé lorsque la performance économique a disparu, le pire étant atteint avec la volonté de maintenir des bonus, stock options pour les managers et traders des banques secourues par l'Etat et le contribuable (SG, BNP-Paribas, NATIXIS, en France, mais aussi et surtout aux Etats-Unis....). Heureusement, la pression des médias et des politiques a limité les abus sans toutefois les éliminer.

Que peut-on faire pour mettre fin aux abus ?

Un premier constat doit être fait : une réglementation internationale concertée est impossible à mettre en œuvre.

---

<sup>3</sup> Ce point est bien connu des théoriciens de la finance. Il est la conséquence du principe de responsabilité limitée de l'actionnaire qui est un puissant incitant à la prise de risque.

Toute réglementation doit donc être locale et nationale. Mais un pays peut-il agir seul dans un espace économique ouvert et prônant la libre concurrence ? Probablement pas, sauf à accepter que les meilleurs patrons optent pour les pays les mieux offrant et quittent les firmes situées dans les pays les moins généreux en la matière. La solution législative semble également peu viable, en dehors de son volet fiscal (surtaxer les rémunérations au-delà d'un seuil).

Sans doute la solution émergera-t-elle de codes de bonne conduite à l'instar du mouvement de « corporate governance », né aux Etats-Unis dans la fin des années 70 et qui s'est progressivement diffusé en Europe et en France dans les deux dernières décennies (rapport Viénot, Bouton etc...).

Dans cette perspective, on peut proposer un certain nombre de règles et de principes pouvant inspirer ces codes.

Les pistes pour encadrer la rémunération des managers pourraient consister à :

- interdire les parachutes dorés ;
- encadrer les rémunérations dans les banques qui sollicitent l'État (500 000 Dollars aux États-unis dans le plan Obama) ;
- n'accepter les stocks options que si ces plans sont étendus à l'ensemble des salariés de l'entreprise ;
- encadrer l'exercice des stocks options en interdisant par exemple un exercice à court terme.

Les pistes pour encadrer la rémunération des traders pourraient consister à :

- surtaxer les bonus qui ne restent pas placés (minimum 5/8/10 ans ?) dans l'entreprise sous forme de créances subordonnées (proposition avancée par le lauréat du prix Nobel Joseph Stiglitz);
- calculer les bonus sur le « rendement en excès<sup>4</sup> » (compte tenu du risque pris)
- « sortir » les traders des banques et leur conférer un statut de fournisseur indépendant.

---

<sup>4</sup> Cette proposition a été avancée par l'économiste de Chicago Raghu Rajan.

## 7. LA QUESTION DE LA TAILLE DES BANQUES

### a. ENONCE DU DYSFONCTIONNEMENT ET DE SON RAPPORT À LA CRISE

Les banques ont atteint aujourd'hui une taille trop importante. Dans certains Etats (Islande, Portugal, ...), le total du bilan d'une banque dépasse le PIB de l'Etat (les seuls dépôts de l'anglo-irish bank représentent 50% du PIB Irlandais). Il en résulte un problème connu sous la locution de « Too big to fail ». Les banques se sachant trop grosses (too big) pour qu'un Etat quelconque les laisse faire faillite (to fail) sont tentées de prendre des risques excessifs, se disant qu'en cas de succès, les managers en profiteront pleinement par le jeu des bonus, et qu'en cas de défaillance, l'Etat interviendra. C'est le syndrome Crédit Lyonnais en France, LTCM aux Etats-Unis, FORTIS en Belgique etc....Ce problème est majeur aujourd'hui.

### b. QUI EST RESPONSABLE ?

Sur ce plan, les politiques de tout bord ont largement contribué à la diffusion d'une « pensée unique » en matière de fusion et acquisition et donc de taille d'entreprise. Dans tous les pays, les gouvernements ont favorisé l'émergence de champions nationaux de grande taille capables de rivaliser avec leurs concurrents. Seule la commission européenne intervient dans ce jeu, à contre-courant des intérêts nationaux, au nom du respect de la concurrence.

### c. PROPOSITION DU G20

Sur ce plan, le G20 est muet. Pire, les mesures d'urgence prises à l'automne amplifient le problème, semblant attester que ce problème est gravement ignoré des autorités de régulation. Les gouvernements, parant au plus pressé, ont organisé le rachat des banques défaillantes par leurs consoeurs en meilleure forme, augmentant du même coup la concentration dans l'industrie bancaire et renforçant le problème du « too big to fail ». Nous avons ici amplifié le problème et créé la source de nos ennuis à venir.

#### d. EVALUATION ECONOMIQUE, ETHIQUE ET PROPOSITION COMPLEMENTAIRE

C'est un problème redoutable dont les politiques ne semblent pas avoir conscience. Nous sommes en train de créer des problèmes insurmontables à moyen terme, au nom de la gestion à court terme de la crise. In fine, le contribuable paiera, mais ce contribuable appartiendra à la génération future. Et il paiera plus cher que la génération présente. Ce transfert sur les générations futures, qui s'ajoute au poids de la dette publique que nous leur léguerons, est économiquement irresponsable et éthiquement inacceptable.

Il suffirait d'imposer une réglementation plus coercitive aux banques les plus grosses porteuses d'un risque systémique plus élevé : par exemple, en liant le montant des fonds propres exigés des banques à la taille de leur bilan. Les fonds propres étant par nature coûteux, cela limitera l'appétit des banques et leur taille.

## **8. DES NORMES COMPTABLES INAPPROPRIÉES**

#### a. ENONCE DU DYSFONCTIONNEMENT ET DE SON RAPPORT À LA CRISE

Les normes IFRS ont été imposées par les américains. Elles aboutissent à intégrer dans les bilans des opérations en juste valeur ; le concept de juste valeur renvoie lui-même à celui de prix de marché, lorsque un tel marché existe, ou à l'utilisation d'un modèle lorsqu'un tel prix n'existe pas faute de marché. Cela pose un problème en situation de crise financière et boursière car, soit les bilans intègrent alors instantanément des valeurs fortement dépréciées, ce qui accentue la panique, soit ces prix n'existent pas faute de marché, soit les modèles donnent des évaluations approximatives du fait des circonstances exceptionnelles qui ne cadrent plus avec les hypothèses sous-tendant les modèles. Pour ces raisons, ces normes sont réputées procycliques.

#### b. QUI EST RESPONSABLE ?

Les instances professionnelles comptables américaines qui ont imposé leurs normes, et les européens qui les ont acceptées sans réagir.

c. PROPOSITION DU G20

Elle est ainsi libellée : « appeler les normalisateurs comptables à travailler de toute urgence avec des superviseurs et des régulateurs pour améliorer les normes de valorisation et de provisions et parvenir à un seul ensemble de normes comptables mondiales de haute qualité ». C'est une proposition à coût nul.

d. EVALUATION ECONOMIQUE ET ETHIQUE

On ne peut que se réjouir de cette volonté d'harmonisation internationale. La comptabilisation selon un principe de valeur de marché n'a pas de fondement théorique fort.

## **CONCLUSION : UNE RAISON D'ESPERER, UNE QUESTION ET UN IMPERATIF**

Si les coûts de cette crise ont été amplement soulignés, nous souhaitons conclure sur une note optimiste. Un bilan est toujours équilibré, diront les comptables. Le passif étant connu, quels seraient alors les points à porter à l'actif de cette crise ?

Le premier concerne l'émergence d'une gouvernance économique mondiale. Sous la pression de la crise, et conscients que cette crise était systémique et mondiale, les dirigeants des grandes nations ont choisi d'apporter une réponse coordonnée à la crise. Ceci s'est manifesté à au moins deux niveaux. Dans un premier temps, au niveau européen, les dirigeants, sous la présidence française, ont adopté une boîte à outils commune, dans laquelle chaque Etat pouvait puiser, ce qui d'une part autorisait le choix de réponses appropriées à la situation de chaque pays, et d'autre part évitait une sorte de dumping réglementaire comme cela faillit être le cas avec le renchérissement des propositions nationales en matière d'extension des systèmes d'assurance des dépôts. Dans un deuxième temps, et de façon encore plus significative, l'initiative de réunir les dirigeants du G20 de façon à définir les orientations lourdes en matière de régulation marque sans doute l'acte de naissance d'une gouvernance mondiale, au moins dans le champ économique, en attendant mieux. De plus, le FMI, une instance essentielle dans la régulation à venir, sort renforcée du G20 avec une gouvernance rénovée accordant plus de poids aux pays émergents.

Le G20 devra en particulier se poser la question du niveau de régulation souhaitable en matière financière. Car il faut rappeler qu'un système financier par essence organise les transferts financiers dans le temps et l'espace. Il est par nature générateur de risque, et notamment d'un risque d'illiquidité. C'est la nécessaire contrepartie d'un système qui permet de financer l'investissement à long terme tout en offrant aux ménages une assurance contre le risque d'illiquidité. C'est cette alchimie qui est créatrice de valeur et a

permis aux pays ayant un système financier développé de connaître une croissance forte et régulière durant le siècle dernier.

De cette réflexion, il découle que le choix d'une régulation et d'un niveau de risque tolérable a pour contrepartie le choix d'un niveau de croissance. Si notre société ne tolère plus aucun risque financier, la seule possibilité consiste à brider au maximum le système financier et à accepter de moindres flux au service de l'investissement, donc moins de croissance. C'est donc à un choix de société que nous renvoie la question du niveau de régulation.

Au-delà de cet espoir que fait naître l'émergence d'une gouvernance mondiale et de la question du niveau de régulation souhaitable, il reste que le diagnostic posé sur la crise en situe la responsabilité dans la sphère morale. La finance n'est pas en cause en soi. Qu'on se rappelle les grands théorèmes de la finance pour s'en persuader. Modigliani et Miller n'ont-ils pas prouvé avec force que la finance ne créait pas de valeur, ou si peu ? N'ont-ils pas argumenté avec force pour dire que c'est l'actif d'une firme qui crée sa valeur, pas la structure de son passif ou les arrangements financiers ? Les ingénieurs financiers l'ont trop vite oublié. Sharpe, Lintner et Mossin n'ont-ils pas montré que la rentabilité est la nécessaire contrepartie d'un risque pris ? Madoff pouvait-il promettre les rendements annoncés sans les risques afférents ? Qui se serait souvenu du MEDAF aurait flairé le danger. Quant aux marchés dérivés, ils remplissent une fonction essentielle de couverture des risques. Si la théorie financière est évidemment incomplète et perfectible dans le raffinement de ses hypothèses, elle n'en constitue pas moins un socle solide qui n'est pas à mettre en cause.

La crise est plus morale que financière dans ses causes. La sphère financière est le lieu privilégié de son déploiement, la cupidité étant son moteur. Face à ce constat, émerge un impératif : conjuguer l'oxymore<sup>5</sup> éthique et finance. C'est dans cette perspective que s'inscrit cette note.

---

<sup>5</sup> Merci à Roland Perez avec qui nous avons échangé sur ces questions et à qui nous empruntons cette locution. Perez, R., (2009), « Finance et Ethique : que nous apprend la crise financière dite des « subprimes » ? », Document interne non publié., Université de Montpellier.