

METTRE LA FINANCE AU SERVICE DE LA SOCIÉTÉ ?

JEAN BOISSINOT*

La société entretient des rapports complexes avec la finance. Alors que les activités financières sont probablement aussi anciennes que l'humanité¹, on trouve des témoignages tout aussi anciens de défiance vis-à-vis de ces activités.

La crise financière survenue à l'été 2007 a certainement été l'occasion d'un renouveau dans l'expression de cette défiance : mouvements du type *Occupy*, multiplication des propositions de réformes du secteur financier, voire du capitalisme en général. Cette attitude est fondée : la crise a mis crûment en lumière des dysfonctionnements profonds de la finance et les conséquences économiques, sociales, voire sociétales de l'instabilité financière. Comme l'ont montré Malmendier et Nagel (2011), ce type d'épisodes peut avoir sur le long terme des conséquences significatives sur les comportements financiers. Plus largement, cette expérience aura certainement des conséquences lourdes sur la manière dont la finance est appréhendée socialement.

La crise a déjà conduit à un effort de re-régulation de la finance qui, s'il fait écho à une compréhension (ou une représentation) des causes de la crise, a aussi répondu à une injonction politique, internationale et transpartisane, traduisant une demande sociale dans de nombreux pays et de nombreux milieux en réaction au « scandale » de la crise et de ses conséquences. L'un des thèmes majeurs de cette injonction

237

* Direction générale du Trésor ; professeur chargé de cours, ENSAE.
Contact : jean.boissinot@dgtresor.gouv.fr.

L'auteur tient à remercier les interlocuteurs avec lesquels il a pu échanger sur ces sujets, parmi lesquels Jeremy Bennett, Nicolas Ferrari et Yann Pouezat. Les idées et les opinions présentées dans cet article sont celles de l'auteur. Elles ne reflètent pas nécessairement la position des institutions auxquelles il est affilié et ne sauraient les engager.

gravite autour de l'idée de mettre ou de « remettre la finance au service de l'économie réelle » renvoyant implicitement tout à la fois à une contribution positive que la finance pourrait apporter et à sa défaillance, son incapacité à jouer ce rôle.

Constatant que ce thème, présent en filigrane dans de très nombreux débats, reste souvent implicite, cet article cherche à mettre en évidence ce que l'économie et, plus largement, la société sont en droit d'attendre de la finance, ainsi que les ressorts profonds et les conséquences du rapport ambivalent que la société dans son ensemble entretient avec la finance, avant d'essayer d'identifier les fondements susceptibles de mieux garantir que la société bénéficie effectivement des activités financières. Dans cette démarche, il s'appuie sur un certain nombre d'ouvrages ou d'articles récents qui ont cherché à expliciter la nature de cette contribution (Shiller, 2012), les ressorts de la désaffection publique vis-à-vis de la finance (Shiller, 2012 ; Zingales, 2015) et, renvoyant au-delà des causes économiques et financières de la crise à des causes plus fondamentales, les moyens de remettre durablement la finance au service de la société dans son ensemble (Carney, 2014 ; FMI, 2014).

UNE FINANCE UTILE ?

Shiller (2012) passe en revue l'ensemble du secteur financier et argumente avec force que la finance peut et doit rendre le monde meilleur et concourir à une « société bonne ». Fondamentalement, il renouvelle et actualise le constat d'Arrow (1964) : en permettant un partage et une allocation efficace des risques, les marchés financiers peuvent contribuer à une augmentation sensible du bien-être.

À titre d'exemple, il pointe ainsi du doigt le coût de l'absence d'assurance dans un pays en développement comme Haïti, dévasté par un tremblement de terre en 2010. Outre les conséquences financières de la destruction de milliers de bâtiments, cette situation a eu des conséquences humaines bien plus lourdes : en privant Haïti d'une industrie incitée à contrôler le respect des normes de construction, l'absence d'assurance s'est aussi traduite par un nombre de morts élevé (50 000 morts au moins pour un tremblement de terre similaire à celui qui a coûté la vie à 33 personnes en Californie en 1994).

Plus généralement, face aux constats désabusés sur l'innovation financière (à titre d'exemple, le commentaire de Paul Volcker en 2009 sur les distributeurs automatiques de billets, « unique innovation financière utile des vingt-cinq dernières années »), il remet l'accent sur le rôle utile de l'innovation financière pour (ré)allouer les risques auprès d'acteurs plus désireux ou mieux à même de les porter et estime

que de nombreuses innovations financières (*futures* sur les prix immobiliers, marché du risque de longévité, obligations souveraines indexées sur l'activité, etc.) seraient extrêmement bénéfiques en termes de bien-être.

UNE FINANCE DÉCRIÉE

Force est toutefois de constater que si la finance peut effectivement être utile, elle est aujourd'hui très fortement décriée.

Le constat esquissé par Shiller (2012) est détaillé par FMI (2014) et Zingales (2015)² : bien qu'ils ne se recrutent pas dans un milieu *a priori* hostile à la finance, 57 % des lecteurs de *The Economist* considéraient en 2010 que l'innovation financière ne permet pas de favoriser la croissance économique (The Economist, 2010). Aux États-Unis, si 34 % des adultes estiment que la finance apporte une contribution positive à l'économie américaine, ils sont 48 % à penser le contraire³. En Europe, seulement 32 % des consommateurs déclarent en 2014 avoir confiance dans leur banque, tandis que l'image du secteur bancaire continue de se dégrader puisque si 50 % des consommateurs avaient une opinion stable, ils étaient 41 % à avoir révisé leur jugement à la baisse⁴.

On peut multiplier à l'envi les sondages ou les anecdotes illustrant une large défiance vis-à-vis de la finance. Fondamentalement, il existe un *hiatus* important entre ce que pourrait être la contribution de la finance et sa perception dans l'opinion. Zingales (2015) note d'ailleurs que ce jugement négatif n'est pas apparu à la suite de la crise : c'est une défiance ancienne qui se trouve entretenue par les scandales récents.

Ce *hiatus* pourrait légitimement être ignoré : les arguments en faveur du bénéfice apporté par la finance sont solidement fondés par la théorie. D'ailleurs, si de nombreux acteurs appellent à « remettre la finance au service de l'économie » (AEF, 2013) ou envisagent, plus radicalement, la refondation d'une finance durable qui peut prendre de nombreuses formes (Grandin et Saïdane, 2011), c'est bien au nom d'une perception au moins intuitive de ces bénéfices potentiels.

Néanmoins, Zingales (2015) avance que, si elle est valide, cette analyse mérite d'être nuancée et relève que les bénéfices de la finance sont parfois surestimés par les auteurs académiques.

D'un point de vue théorique, reprenant l'argument de Hart (1975), il rappelle que l'impact sur le bien-être de l'ouverture de nouvelles possibilités de transactions peut être ambigu : dans une situation de marchés incomplets, l'optimalité de Pareto n'est pas assurée, mais, plus encore, l'ouverture de nouveaux marchés peut avoir des conséquences défavorables sur le bien-être de tous les agents. À ce titre, si

l'innovation financière peut être bénéfique, elle ne peut pas bénéficier *a priori* d'une présomption d'utilité et doit faire l'objet d'une analyse au cas par cas.

D'un point de vue empirique, il souligne que s'il existe bien en moyenne une relation positive entre le développement financier et le développement économique à propos de laquelle il est possible de supposer une certaine causalité (Levine, 2005 ; Beck, 2011), le caractère univoquement bénéfique d'un développement toujours plus important de la finance sur la croissance n'est pas établi. En particulier, rien n'indique que cette relation reste valable à la marge pour une économie déjà développée et financiarisée. De plus, comme la crise l'a encore démontré, un développement excessif de la finance peut conduire à des situations de grande fragilité.

Plus fondamentalement, reprenant les arguments développés, d'une part, par Carlin (2009) sur le rôle de la complexité dans le *design* de produits financiers et, d'autre part, par Gennaioli *et al.* (2012 et 2014) sur le rôle de l'information imparfaite et de la sous-estimation des risques dans le processus d'innovation financière, il met en évidence qu'en pratique, de nombreuses innovations financières ne poursuivent pas l'objectif de réallocation robuste des risques que l'on voudrait leur attribuer, mais jouent sur la complexité du produit ou certaines formes de *mispicing* pour maximiser le profit des intermédiaires et/ou des acteurs les plus sophistiqués. Il relève ainsi que, plus que d'autres, l'activité financière peut réaliser, et réalise souvent, ses profits en exploitant à son avantage des asymétries d'information, une absence de sophistication des consommateurs ou des problèmes principal-agent.

240

LES RESSORTS DE LA DÉSAFFECTION

Ce constat conduit Zingales (2015) à revisiter les causes possibles de cette désaffection. Il en souligne les ressorts sociaux comme le décalage entre la perception de l'utilité sociale de ces activités et la rémunération qu'en tirent les acteurs, conduisant à une « aversion naturelle » de l'opinion vis-à-vis de la finance et des financiers, aversion qui se renforce lorsque cette rémunération est construite sur l'exploitation visiblement injuste des consommateurs, voire la fraude comme cela a parfois été le cas.

Il met aussi en évidence le cercle vicieux qui résulte de cette désaffection : distinguant une finance bénéfique (exercée de manière ouverte et concurrentielle grâce à un État de droit, « *rule of law* », capable de faire respecter efficacement les contrats conclus) des activités qui prospèrent grâce à une protection politique des rentes de situation, il explique comment la défiance se traduit par une demande politique

d'intervention publique, laquelle nourrit un *lobbying* croissant du secteur qui écarte progressivement d'une situation dans laquelle le développement d'une finance bénéfique est possible.

REMETTRE LA FINANCE AU SERVICE DE LA SOCIÉTÉ

In fine, Zingales (2015) pose deux questions fondamentales. La première touche à la nature de la fraude dans l'activité financière : est-elle un accident idiosyncratique ou une caractéristique intrinsèque ? Devant l'étendue des problèmes de cette nature révélés par la crise, il conclut qu'il n'est pas possible d'ignorer la dimension systémique et culturelle de la fraude.

Ce constat l'amène à une seconde question qui porte sur les origines d'une telle culture professionnelle et notamment sur le rôle de l'enseignement de la finance dans le développement d'une culture problématique où la fraude ne semble pas être un problème. Sans écarter le rôle de l'autosélection dans le choix de carrières financières (l'étalon monétaire étant souvent la principale, si ce n'est l'unique, jauge de valeur), il reconnaît néanmoins que l'analyse exclusivement « positive » (c'est-à-dire marquée par l'absence de dimension « normative ») des activités financières et la vision « amoralisée » développées dans ce contexte peuvent jouer un rôle dans l'élaboration de la culture commune du secteur. À la différence de l'enseignement de la physique où le contenu de l'enseignement n'influence pas les comportements des particules élémentaires, il relève que l'absence d'un discours « normatif » ou éthique contribue à ancrer des attitudes morales des futurs praticiens⁵.

A contrario, il souligne aussi que cette dimension morale ne recoupe pas nécessairement d'autres caractéristiques. Ainsi, la simplicité n'est pas un bon *proxy* du caractère bénéfique d'un produit, d'une transaction ou d'une institution : si les prêts sur salaires, *payday loans*, sont des produits particulièrement simples, leur caractère bénéfique reste sujet à débat ; *a contrario*, certains dérivés complexes permettent à des entreprises non financières de couvrir très efficacement des risques et de se concentrer sur le cœur de leur activité.

Le constat de l'importance d'une culture orientée vers le bien commun ou d'une éthique dans l'exercice de la finance rejoint très largement les réflexions développées par Carney (2014) qui souligne la nécessité de réunir certaines caractéristiques pour assurer que la finance apporte une contribution bénéfique à la société dans son ensemble parmi lesquelles : une perspective de long terme, un sens de la justice (*fairness*) qui permette la confiance, le sens d'un bien commun (propre aux *engaged citizens*) et la redécouverte de la « vocation » de la finance.

Constatant que ces prérequis ne sont pas suffisamment développés et qu'avant la crise, l'activité financière s'est détachée du service qu'elle peut et doit apporter à ses usagers et à la société dans son ensemble, il détaille une série de réformes qui visent à assurer un meilleur alignement des intérêts, à renforcer la responsabilité personnelle des acteurs, mais il appelle aussi, plus largement, à un changement de culture qui promeuve un sens du bien commun et une responsabilité vis-à-vis de la société dans son ensemble. Il s'agit pour les acteurs de redécouvrir la finalité de leur activité en reconnaissant que la finance n'est pas une fin en soi, mais un moyen de répondre à des besoins et de permettre l'investissement, l'innovation, la croissance et le développement d'une économie prospère.

Cette réflexion, relativement novatrice pour un régulateur, s'est prolongée à l'occasion d'un séminaire organisé par le FMI (2014). Dans ce contexte, le gouverneur de la Banque d'Angleterre et président du Conseil de stabilité financière (FSB – Financial Stability Board) a abordé plus explicitement encore la question de l'éthique : si la régulation doit assurer au maximum la robustesse du système face à la possibilité de comportements mal intentionnés, il pointe du doigt la distinction entre la régulation (qui s'appuie sur une logique de conformité et évite d'abord de prendre des décisions inappropriées) et un comportement éthique (qui cherche à faire ce qui est bien, même lorsqu'il n'y a personne pour vérifier), et il souligne que si un comportement éthique relève d'une responsabilité personnelle vis-à-vis de la société (et ne peut pas être prescrit par le régulateur), il reste nécessaire pour permettre à la finance d'exprimer son potentiel au service de la société.

À l'occasion de ce séminaire, la discussion a laissé apparaître un consensus sur le rôle des incitations globales au sein du système, qu'elles relèvent de la régulation ou de la nature, de l'organisation et de la gouvernance interne des institutions⁶ (certains intervenants soulignent qu'en présence d'incitations problématiques, dans le meilleur des cas, le comportement éthique des acteurs se retrouve entravé, tandis que dans le pire des cas, les incitations conduisent à une autosélection d'acteurs aux comportements problématiques). L'ensemble des intervenants ont toutefois aussi mis en évidence l'importance du comportement éthique du *leadership* de ces institutions, déterminant pour engager un changement de culture, ainsi que les problèmes posés par des professionnels (même en nombre restreint) qui se pensent comme des mercenaires. La nature même de l'activité financière nécessite que les acteurs, les institutions, mais aussi, plus fondamentalement, les personnes s'envisagent comme des gardiens (*custodians*) et des intendants (*stewards*) d'un bien commun, rejoignant des perspectives déjà

évoquées par Kay (2012) qui insiste sur le rôle indispensable des financiers et notamment sur l'engagement actif des actionnaires dans la définition de la stratégie et le développement des entreprises.

CONCLUSION

Si la finance peut jouer un rôle essentiel y compris dans la résolution de certains des plus grands défis de notre temps (qu'il s'agisse du développement, de la construction d'une société dynamique, juste et prospère, ou encore de la transition vers une économie plus durable), cette contribution reste tributaire d'un cadre robuste qui assure la stabilité financière et oriente l'activité vers une pratique dans laquelle les comportements déviants sont clairement et efficacement écartés. Il s'agit d'une responsabilité du régulateur, mais aussi d'une responsabilité interne qui touche à la gouvernance et à l'organisation des institutions financières. Plus fondamentalement, il subsiste un enjeu à la fois éthique et culturel dont la régulation ne peut faire l'économie : mettre la finance au service de la société nécessite une compréhension juste de sa finalité par l'ensemble des acteurs, une responsabilité de chacun qui dépasse le seul respect de la conformité et un engagement en faveur d'un bien plus large. Au final, si le renouveau du cadre institutionnel des activités financières auquel se sont attelés les régulateurs est indispensable, c'est bien la redécouverte d'une éthique probablement trop longtemps oubliée, mais aussi trop souvent déconsidérée ou suspectée d'hypocrisie, qui importera. Souvent forgée en temps de crise, c'est elle qui fait la marque des grands financiers⁷.

243

NOTES

1. Voir Goetzmann et Rouwenhorst (2005) pour quelques exemples des traces préhistoriques d'activités financières.
2. Cet article reprend le discours du président de l'American Finance Association pour 2015.
3. *Chicago Booth-Kellogg School Financial Trust Index Survey*, décembre 2014. Cette enquête a été réalisée auprès d'un échantillon représentatif d'environ 1 000 ménages américains.
4. *EY Global Consumer Banking Survey 2014* ; voir aussi le sondage Ipsos-Mori pour GMC Software Technology en 2013 qui suggère que seuls 8 % des Français ont une confiance significative dans leur banque.
5. Cette préoccupation d'enseignant rejoint l'intention initiale de Shiller (2012) : l'ouvrage reprend un cours dont le propos (la finance peut être mise au service de la société) répond au constat que ces bénéfices potentiels restent suspendus à la compréhension de ces enjeux par les futurs professionnels.
6. De ce point de vue, les conséquences à long terme sur la pratique de la finance de la disparition des *partnerships* traditionnels et la prise de pouvoir interne et culturel de l'activité de *trading* sur les activités de *banking* à partir des années 1970 et 1980 à Wall Street et dans la City ont probablement été sous-estimées sur le moment (voir, par exemple, Augar, 2000, ou Ellis, 2008).

7. Voir, par exemple, l'intégrité unanimement reconnue de Sidney Weinberg qui a redressé Goldman Sachs dans les années 1930 et l'a dirigé jusqu'à la fin des années 1960, ou encore la manière d'appréhender les activités bancaires de Jack Pierpont Morgan Jr. (devant la Commission Pecora, mai 1933) : « *If I may be permitted to speak of the firm of which I have the honour to be the senior partner, I should state that at all times, the idea of doing only first-class business, and that in a first class way, has been before our minds. We have never been satisfied with simply keeping within the law, but have constantly sought so to act that we might fully observe the professional code, and so maintain the credit and reputation which has been handed down to us from our predecessors in the firm.* »

BIBLIOGRAPHIE

- AEF (Association d'économie financière) (2013), *Rapport moral sur l'argent dans le monde*, édition 2013.
- ARROW K. (1964), « The Role of Securities in the Optimal Allocation of Risk-Bearing », *Review of Economic Studies*, vol. 31, n° 2.
- AUGAR P. (2000), *The Death of Gentlemanly Capitalism: the Decline and Fall of UK Investment Banking*, Penguin.
- BECK T. (2011), « The Role of Finance in Economic Development: Benefits, Risks and Politics », European Banking Center, *Discussion Paper*, n° 2011-038.
- CARLIN B. (2009), « Strategic Price Complexity in Retail Financial Markets », *Journal of Financial Economics*, n° 91.
- CARNEY M. (2014), « Inclusive Capitalism: Creating a Sense of the Systemic », Conference on Inclusive Capitalism, discours prononcé à Londres le 27 mai.
- ELLIS C. (2008), *The Partnership: the Making of Goldman Sachs*, Penguin.
- FMI (Fonds monétaire international) (2014), « Ethics and Finance », The Future of Finance seminar, session 1, Washington, 12 octobre.
- GENNAIOLI N., SHLEIFER A. et VISHNY R. (2012), « Neglected Risks, Financial Innovation and Financial Fragility », *Journal of Financial Economics*, n° 104.
- GENNAIOLI N., SHLEIFER A. et VISHNY R. (2014), « Neglected Risks : the Psychology of Financial Crises », *manuscript*.
- GOETZMANN W. et ROUWENHORST G. (éd.) (2005), *The Origins of Value – The Financial Innovations that Created Modern Capital Markets*, Oxford University Press.
- GRANDIN P. et SAÏDANE D. (éd.) (2011), *La finance durable – Une nouvelle finance pour le XXI^e siècle ?*, RB édition.
- HART O. (1975), « On the Optimality of Equilibrium when the Market Structure is Incomplete », *Journal of Economic Theory*, n° 11.
- KAY J. (2012), *Review of UK Equity Markets and Long-Term Decision Making*, juillet.
- LEVINE R. (2005), « Finance and Growth: Theory and Evidence », in Aghion P. et Durlauf S. (éd.), *Handbook of Economic Growth*, North-Holland Elsevier.
- MALMENDIER U. et NAGEL S. (2011), « Depression Babies: Do Macroeconomic Experiences Affect Risk Taking? », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 126, n° 1.
- SHILLER R. (2012), *Finance and the Good Society*, Princeton University Press.
- THE ECONOMIST (2010), « Economist Debate on Financial Innovation », mars.
- ZINGALES L. (2015), « Does Finance Benefit Society? », National Bureau of Economic Research, *Working Paper*, n° 20894.