

INTRODUCTION

À QUI PROFITE LA FINANCE ?

ANTOINE MÉRIEUX*

Deux ans après l'effondrement de Lehman Brothers et l'implosion du système financier, nous manquons encore de recul par rapport à l'événement. Si globalement l'économie mondiale est repartie de l'avant, c'est clairement à deux vitesses, les grands pays émergents creusant de plus en plus l'écart avec des pays développés ployant sous le fardeau de leur endettement public et privé. Dans le grand monopoly de l'économie mondiale, la redistribution des cartes est en cours à vitesse accélérée, mais imprégnée des anciennes règles du jeu, nous avons du mal à en prendre la mesure.

Dans le domaine de la finance aussi, des évolutions apparemment contradictoires brouillent la perception. Après avoir été sauvée d'une crise sans

précéder par l'intervention rapide et efficace des États, la finance, stigmatisée pour sa part de responsabilité dans la crise, semblait mûre pour une profonde réforme. Mais le temps érode les meilleures résolutions. Le balancier est clairement aujourd'hui encore du côté du renforcement de la régulation, mais l'épisode de la crise de la dette souveraine grecque a montré que les États restaient plus que jamais exposés au jugement des marchés.

Face à une finance de marché largement perçue par l'opinion publique comme tournée sur elle-même et vivant aux dépens de ses clients, l'un des objectifs premiers de la réforme serait de remettre la finance au service de l'économie réelle. Le *Rapport moral sur l'argent dans le monde 2010* reprend certains éléments de ce débat,

* Délégué général, Association d'économie financière (AEF).

avant de revenir dans sa seconde partie sur trois grands enjeux d'éthique financière.

COMMENT REMETTRE LA FINANCE AU SERVICE DE L'HOMME ET DE LA SOCIÉTÉ ?

Malgré la profondeur de la crise, qui a requis dans certains cas des mesures extrêmes de nationalisation d'établissements de crédit et remis en cause bien des certitudes, la réponse à cette question peut difficilement s'inscrire dans une vision dirigiste dépassée. L'État a cependant une forte légitimité à intervenir : la finance n'est pas une activité économique comme une autre et par ses différentes fonctions, gestion des moyens de paiement, intermédiation de l'épargne vers l'investissement, gestion des risques et des actifs, elle joue un rôle central pour l'économie, capable de la propulser comme de la déstabiliser.

Au-delà de certaines missions d'intérêt général qui peuvent être confiées à des acteurs particuliers, c'est essentiellement à travers un corps de règles précises, une surveillance efficace et la fiscalité que la collectivité peut espérer limiter les dérives et orienter l'activité vers le bien commun. La récente crise a montré la difficulté de cette tâche.

La première partie du *Rapport moral* essaie d'éclairer ce débat sous quatre angles différents : elle revient sur le niveau des prélèvements opérés par la finance de marché sur l'économie réelle,

souvent sans lien direct avec le service rendu ; elle analyse dans un deuxième temps les mesures envisagées pour remédier aux dysfonctionnements des principaux marchés d'actifs financiers, puis évoque la question des hautes rémunérations. Enfin, dans le cadre plus large posé par la double crise de l'endettement public excessif et de l'écologie, elle s'interroge sur la réponse à apporter à la crise de notre modèle de croissance.

Des prélèvements sans rapport avec le service rendu

Pourquoi les prélèvements opérés par la finance sur l'économie réelle au cours des dernières années précédant la crise ont-ils été, de l'avis général, largement supérieurs aux services effectivement rendus ? Le découplage de la sphère financière et de la sphère réelle est depuis longtemps documenté, mais il a pris d'énormes proportions dans les dix années qui ont précédé la crise. Il n'est pas d'exemple plus illustratif que celui de l'explosion des encours des produits dérivés : entre 1999 et 2009, les encours notionnels de ces contrats ont été multipliés par sept, dépassant 690 000 Md\$, soit environ onze fois le PIB mondial, et les encours des dérivés de crédit (CDS - *credit default swaps*) encore insignifiants il y a dix ans s'élèvent aujourd'hui à 40 000 Md\$. Sur les marchés d'actions, la réduction de la durée moyenne de détention des titres, passée au cours des dernières années sur la Bourse de Paris de deux ans à moins de six mois, pour le plus grand profit des intermédiaires,

témoigne aussi du découplage de l'horizon de plus en plus de court terme des marchés par rapport à celui de l'entreprise.

L'appréciation de la création de richesse par le secteur financier est par nature plus difficile. On ne dispose pas en effet d'un instrument de mesure robuste de la création de valeur associée à cette activité très spécifique, la valeur ajoutée calculée en comptabilité nationale n'en rendant que très partiellement compte. Les comptes des entreprises du secteur traduisent de leur côté une progression très forte de la rentabilité dans les années d'avant-crise, symbolisée par un rendement du capital très élevé. En 2007, les activités financières représentaient 35 % des profits de l'ensemble des entreprises aux États-Unis, pour 10 % de la valeur ajoutée et le salaire moyen dans la finance et l'assurance était supérieur de 80 % à la moyenne du secteur privé.

Les causes de cette surrentabilité sont multiples, mais l'une d'entre elles est aisément identifiable : des activités nouvelles de financement pour compte propre, de financement structuré, voire de *private equity*, initialement cantonnées pendant longtemps aux États-Unis par le Glass-Steagall Act dans les banques d'investissement ou dans des fonds, ont progressivement pris une place centrale dans le système financier. Certains grands acteurs, disposant d'une vision privilégiée du marché ou de la capacité à l'influencer par des outils de *trading* sophistiqués, ont pu réaliser d'énormes profits sur des activités essentiellement spéculatives, sans utilité sociale avérée. L'absence d'une véritable concurrence

sur des marchés souvent opaques et des produits complexes a créé de nombreuses situations de rente. Enfin, le recours excessif à l'endettement et à l'effet de levier, facilité par le faible niveau des taux, a permis une forme de prédation à large échelle : les risques accrus qui en ont résulté ont été souvent transférés à d'autres intervenants, sans rémunération adéquate, quand ils n'ont pas été pris en charge par la collectivité à l'occasion de la crise.

Les causes premières de la passivité *a priori* surprenante des régulateurs face à ces dérives sont aujourd'hui largement inventoriées :

- captation idéologique des régulateurs par les financiers notamment de Wall Street tenant de l'autorégulation des marchés ;
- absence des signaux d'alarme traditionnels de l'inflation ;
- souci plus politique de ne pas casser une dynamique miraculeuse qui permettait une ère de prospérité collective et masquait les inégalités et les déséquilibres macroéconomiques croissants.

En amont du chantier actuel de réforme, il est ainsi nécessaire de prendre un peu de distance et de nous interroger sur les objectifs assignés à la finance de marché et sur l'utilité sociale de certaines activités. De nombreuses questions se posent : jusqu'où faut-il encourager l'innovation financière, qui sert souvent au moins autant ses promoteurs que l'efficacité des marchés, quand elle n'est pas directement inspirée par des arbitrages réglementaires ou le souci de contourner la fiscalité ? à partir de quel seuil la spéculation, qui participe au fonctionnement des marchés

notamment en apportant la liquidité, devient-elle excessive et prédatrice, au profit des seuls tenants des « casinos de la finance » ? n'est-on pas allé trop loin dans la « marchéisation » des financements au cours des dernières années ? et quel est le bon équilibre à rechercher, notamment à l'occasion de la mise au point de Bâle III, entre intermédiation financière et financement direct par le marché ?

Des dysfonctionnements des marchés qui persistent

Après avoir présenté les grands traits de la réforme américaine, les contributions abordent un certain nombre de problèmes non résolus révélés par la crise sur les différents marchés d'actifs financiers.

Si la crise n'est pas venue des marchés d'actions, ceux-ci font face aujourd'hui à une véritable crise de confiance : ils ne jouent plus véritablement leur rôle traditionnel de collecte de l'épargne ; la fixation des cours, l'une de leurs principales fonctions, est rendue plus difficile par l'émiettement des lieux d'opérations et la domination de quelques acteurs bien placés pour tirer profit de la volatilité des cours. L'accélération du rythme des transactions traduit la préférence pour le court terme, en l'absence de dispositif encourageant les actionnaires à détenir des actions de l'entreprise dans la durée.

Comme l'a montré le récent flash crack boursier du 6 mai 2010 à Wall Street, de nouveaux risques sur l'intégrité des marchés ou leur transparence sont apparus, associés notam-

ment à l'utilisation à grande échelle du *trading* à haute fréquence ou au rôle des *dark pools* dans la formation des prix. Des réflexions sont en cours, des deux côtés de l'Atlantique, pour tirer les leçons de cet accident emblématique des risques associés à l'innovation et des difficultés rencontrées par le régulateur pour les contenir.

La rénovation du cadre réglementaire des marchés dérivés de gré à gré, justement pointés du doigt pour leur rôle dans la crise, est essentielle. Une contribution présente les intentions du Comité des régulateurs européens, en termes notamment de standardisation des produits, compensation, enregistrement, et la création des infrastructures de marché correspondantes. Une refonte plus ambitieuse pourrait aussi couvrir la lutte contre les abus de marché, les marchés dérivés sur produits de base, et prévoir une définition plus restrictive du champ des opérations de gré à gré.

Enfin, le *Rapport moral* revient sur la responsabilité de la titrisation dans la crise financière, dont les excès ne peuvent être ignorés : perte de la culture du crédit, défaut de modélisation, possibilités de fraudes alimentées par l'absence de transparence des produits, entretenue parfois délibérément, comme l'a montré la transaction Abacus mise en place par Goldman Sachs. Toutes les titrisations n'ont cependant pas entraîné les mêmes dérives et la relance prudente de ce marché est nécessaire pour assurer le refinancement des banques, qui captent une part de plus en plus faible de l'épargne, et permettre ainsi le désengagement des banques centrales.

Des niveaux de rémunération excessifs

L'une des sources d'incompréhension les plus importantes pour l'opinion publique concerne le niveau des rémunérations. Le *Rapport moral* revient d'abord sur le mode de rémunération des *traders*, qui les a encouragés à la prise de risques avant la crise, et sur leur niveau, qu'il essaie d'expliquer par trois facteurs qui se conjuguent : il est, comme on l'a vu, le reflet de profits excessifs liés à une situation de rente dont bénéficient banques, actionnaires et salariés confondus, vis-à-vis de leurs clients ; il reflète aussi la situation de quelques stars, qui, sur des marchés mondialisés, sont en mesure de concentrer les gains, comme dans d'autres activités pratiquées à l'échelle d'un marché mondial ; il traduit enfin le contrôle très spécifique que ces salariés, en situation de quasi-partenaires, exercent sur les actifs de l'entreprise de marché, qui les met en situation très favorable, dans les négociations salariales, pour capter la valeur au détriment des actionnaires, en exerçant un chantage au départ à la concurrence.

Les avancées réalisées par le G20, à l'instigation notamment de la France, pour assurer un meilleur contrôle de ces rémunérations, une plus grande transparence et une plus forte implication des organes dirigeants de l'entreprise, ont porté leurs premiers fruits, mais restent fragiles au regard de l'intense pression concurrentielle qui s'exerce sur ces personnels. C'est sans doute aussi à travers les autres chantiers de la réforme, en particulier les nouveaux ratios de

fonds propres pesant sur la rentabilité des activités de marché, qu'il est permis d'espérer le retour à un peu plus de mesure.

La problématique des rémunérations des mandataires sociaux des grandes sociétés cotées, qui défrayent elles aussi régulièrement la chronique, se pose en termes voisins. Au-delà de l'encadrement temporaire auquel ont été soumis par décret les dirigeants des banques aidées par l'État, c'est essentiellement par la voie de l'auto-régulation, à travers la mise en œuvre du code Afep-Medef sous le contrôle de l'Autorité des marchés financiers (AMF), que la question a été jusqu'ici traitée. Si des progrès importants sont intervenus en matière de transparence, avec la publication sur des bases homogènes de l'ensemble des éléments de la rémunération, de nombreuses questions restent ouvertes, telle l'absence de contrôle sur la rémunération des présidents non exécutifs. Certains éléments de la rémunération réservés à un petit nombre sont par ailleurs de plus en plus contestés, comme les stock-options et les retraites chapeau.

La tendance à la plus grande transparence des rémunérations a pu un temps paradoxalement pousser à l'inflation des rémunérations, lorsqu'elle intervenait sans contrepoids. S'agissant des mandataires sociaux ou des *traders*, elle ne pourra avoir d'effets vertueux que si elle est doublement relayée : par la professionnalisation du travail de comités de rémunération composés d'administrateurs véritablement indépendants et par la mobilisation des actionnaires appelés de plus en plus

souvent à donner leur avis sur ces rémunérations.

Le *Rapport moral* reproduit enfin les premières recommandations remises par le contrôleur des rémunérations des professionnels de marché dans les groupes bancaires français ayant reçu une aide de l'État.

Dette et croissance

La crise actuelle de la dette est une crise d'endettement global des pays développés, additionnant la dette publique et la dette privée, l'importance de cette dernière étant souvent sous-estimée. Elle confronte l'Europe et la coopération monétaire au sein de la zone euro à de redoutables défis, comme l'a montré la crise récente de la dette souveraine, et nous oblige à réinventer notre modèle de croissance. Les contributions du *Rapport moral* explorent différentes voies.

En premier lieu, des nouvelles coopérations sont à établir entre pays européens pour réduire les tensions au sein de la zone euro, qui n'est pas véritablement un espace économique intégré. Parmi les pistes de réformes, une réforme fiscale orientée vers la taxe carbone et un budget européen accru mobilisant l'épargne à long terme. Le *Rapport moral* évoque par ailleurs les réflexions visant à la mise en place en France d'un dispositif permettant de respecter l'objectif d'équilibre des comptes publics gravé en 2008 dans la Constitution. Enfin, il présente une réflexion un peu iconoclaste, mais stimulante, à partir des enseignements de l'histoire, sur une mesure qui

serait susceptible d'éclaircir l'avenir des agents économiques dans les pays développés : la remise de dettes publiques.

Face à cette dette et à la contrainte écologique, nous devons par ailleurs repenser notre modèle de croissance, en recherchant de nouveaux relais pour une croissance verte, prenant en compte la pénurie des ressources. Le *Rapport moral* se fait l'écho des actions engagées par la Caisse des Dépôts pour assurer la promotion de nouvelles activités innovantes et pour bâtir de nouveaux outils en insistant sur l'ancrage territorial.

Il rappelle enfin en conclusion de cette première partie les principaux enjeux de la présidence française du G20.

GRANDS ENJEUX D'ÉTHIQUE FINANCIÈRE

La deuxième partie du *Rapport moral* présente trois dossiers d'actualité sur des thèmes à forts enjeux éthiques qui mobilisent les professionnels de la finance : la protection du consommateur de services financiers, la lutte contre les paradis fiscaux et la nouvelle philanthropie.

La protection du client

La crise des *subprimes* a montré que les mauvaises pratiques de commercialisation des produits financiers pouvaient avoir des conséquences systémiques. De façon plus générale,

la clientèle manifeste un besoin de protection face à l'opacité des marchés et l'asymétrie d'information. Le renforcement du contrôle du respect des obligations professionnelles à l'égard de la clientèle est ainsi à l'ordre du jour. Face au cloisonnement actuel des réglementations selon les différents secteurs d'activité, une approche plus transversale est nécessaire, impliquant une plus grande coordination entre régulateurs et, notamment pour le régulateur bancaire, la définition d'une mission de contrôle des pratiques commerciales distinct du contrôle prudentiel traditionnel.

Les modalités de ce contrôle renforcé restent à préciser, en particulier l'élargissement du contrôle aux intermédiaires. La nature des obligations qui pèseront sur les établissements en matière notamment de loyauté et d'équité, dans ce que le rapport Deletré 2 appelle « la conduite des affaires », est aussi en débat. De même, la mise en œuvre des dispositions de la directive relative aux marchés d'instruments financiers (directive MIF) qui impose à l'intermédiaire de bien connaître le profil de son client et ses préférences en matière de risque soulève certes des difficultés, mais est aussi l'occasion pour les établissements de renforcer la relation-client.

Sous ce même thème de l'amélioration du service rendu au client, le dossier présente les principales mesures prises par la dernière loi sur le crédit à la consommation et se fait l'écho des préconisations ambitieuses contenues dans le récent manifeste d'accessibilité et d'inclusion bancaire du Secours catholique.

La lutte contre les paradis fiscaux

Bien que ne représentant pas la principale cause de la crise, c'est clairement dans le domaine de la coopération fiscale que l'action internationale a connu la plus spectaculaire avancée. Les listes de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) et l'action du Forum mondial sur la transparence ont créé une dynamique. Les contrôles par les pairs représentent une avancée décisive dont les premiers résultats seront suivis avec attention.

Les progrès en matière de lutte contre le blanchiment et de coopération prudentielle ont été plus mesurés. Beaucoup reste à faire dans le cadre du prochain G20, en particulier pour une coordination accrue des instances internationales spécialisées, le renforcement des obligations de transparence pesant sur certaines structures juridiques et la lutte contre l'invocation abusive des secrets professionnels de tous ordres.

La nouvelle philanthropie

Le *Rapport moral* revient enfin une nouvelle fois sur les différentes tendances traversant le monde de la philanthropie, qui tend à se professionnaliser. Il analyse notamment les motivations sous-jacentes à l'acte de donner une partie significative de sa fortune qui diffèrent selon les pays. La mobilisation européenne reste cependant en retrait par rapport au changement d'échelle opéré par la nou-

velle approche américaine, *the giving pledge*, lancée par Bill et Melinda Gates et Warren Buffett, demandant aux représentants des familles les plus fortunées d'Amérique de se mobiliser pour donner de leur vivant la majorité de leur fortune. Sans renier les préoccupations d'efficacité et l'objectif de redistribution des richesses, la démarche, qui rencontre un succès énorme - 40 familles se sont engagées pour un montant de 115 Md\$ - a d'ores et déjà un impact considérable.

Le *Rapport moral* fait enfin un état des lieux des dons déclarés par les Français et constate la faible efficacité du dispositif d'incitation fiscale, qui ne

paraît pas avoir encouragé les Français à donner plus.

Comme chaque année, le *Rapport moral sur l'argent dans le monde 2010* couvre ainsi un large champ, sans crainte de sortir des sentiers battus, grâce à de nombreux témoins venant d'horizons très variés, que nous tenons ici à remercier tout particulièrement. Dans une période très mouvementée où la société est à la recherche de nouveaux équilibres, il reste, conformément à sa vocation, un lieu précieux pour le débat d'idées et la réflexion collective.

Octobre 2010