



INTRODUCTION

PANNE DE CONFIANCE

ANTOINE MÉRIEUX*

Depuis l'été 2007, les difficultés rencontrées par un compartiment du marché immobilier américain n'en finissent pas d'ébranler la planète financière. Crédités d'un rôle essentiel dans la croissance de l'économie mondiale des dernières années, les instruments jusqu'ici bien huilés de la finance de marché se sont brusquement grippés dans une crise qui s'annonce durable, malgré les soins prodigués par les banques centrales. Et en ce printemps 2008, les pronostics restent hésitants sur l'horizon de la reprise.

Dopées par un usage excessif du crédit, qui a alimenté une bulle immobilière et soutenu artificiellement la demande des ménages, les économies d'un certain nombre de pays développés sont aujourd'hui fragilisées. Avec

la quasi-paralysie de certains marchés, et la constatation, dans le bilan des banques, des lourdes pertes liées aux financements titrisés, c'est la capacité des établissements de crédit à jouer leur rôle normal dans le financement de l'économie qui est menacée. D'ores et déjà, la quasi-récession américaine fait sentir ses effets sur la croissance de l'économie mondiale.

LA CRISE DE LA FINANCE

La crise a pris comme à l'habitude les observateurs de court. Beaucoup convenaient cependant que les déséquilibres croissants de l'économie mondiale, en particulier aux États-Unis, appelleraient tôt ou tard une forte

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



correction. Sur fond de crise du dollar et de hausse continue des prix de l'énergie, ce sont les équilibres et les règles du jeu de la sphère financière qui sont aujourd'hui en question. De cet ébranlement va émerger progressivement un nouveau paysage pour ce début de siècle, avec de nouveaux acteurs et de nouveaux rapports de force entre grands pays. Et la crise n'est pas que financière : comme le montrent la hausse des matières premières, les effets désormais inflationnistes de la mondialisation et la montée des préoccupations sur le réchauffement climatique, c'est un modèle de développement non généralisable à l'ensemble de la planète qui est plus que jamais en cause. Avec de grands enjeux humains et politiques dans les pays en développement, comme le montre la crise alimentaire suscitée par la hausse des prix des produits agricoles.

La forme de la crise a surpris, car c'est la première crise de la finance globale, cette organisation de la finance centrée sur les marchés qui s'est généralisée partout dans le monde dans le grand mouvement de libéralisation et de désintermédiation des trente dernières années. Une organisation de la finance qui reposait sur la croyance, - d'aucuns diraient la vulgate - dans la capacité des marchés financiers « efficaces » à fournir en toute occasion aux opérateurs des prix et une liquidité minimale. Avec comme présumé l'existence d'une composante difficilement quantifiable, et de ce fait perdue de vue par le plus grand nombre, la confiance entre opérateurs. C'est cet ingrédient de base que les grandes banques, les agences de notation, et les régulateurs n'ont pas su préserver.

Expliquer les raisons de cette « panne de confiance » hors du commun, et esquisser les moyens d'y remédier, c'est l'ambition de cette première partie du *Rapport moral* sur l'argent dans le monde pour 2008.

L'origine première de la crise est-elle à rechercher, comme lors des précédentes, dans une faille de la régulation qu'il s'agirait seulement de diagnostiquer et de colmater, ou a-t-elle une cause plus profonde ? Chacun pressent que ce n'est pas une simple nouvelle strate de règles, dans une industrie qui dispose déjà d'une régulation très sophistiquée, qui peut constituer la seule réponse. L'exemple du dispositif de Bâle II, qui a pu encourager les banques à se dessaisir d'une partie de leurs risques via la titrisation et les dérivés de crédits, incite même à penser que des nouvelles règles suscitent souvent des tentatives de contournement qui peuvent aller directement à l'encontre de l'objectif initialement recherché.

Ces nouvelles règles, esquissées par nos auteurs, toucheront à la prévention et à la gestion des crises, par une meilleure coordination de l'action des superviseurs et des banques centrales, voire un renforcement de leurs moyens d'intervention. Elles s'attaqueront aussi aux multiples raisons techniques qui ont facilité la crise : non-régulation de certains organismes, complexité trop grande et insuffisante transparence des produits, difficultés rencontrées par les agences de notation pour les valoriser, insuffisance des modèles de mesure des risques...

La réforme devra s'intéresser enfin aux causes plus profondes de la crise et d'une perte de confiance qui dépasse

le cercle des institutions pour concerner aussi le grand public. La dimension des pertes affichées par les banques, qui apparaît comme la contrepartie des bénéfices passés, pose plus généralement le problème de la légitimité du modèle économique sur lequel est fondée la finance de marché. Favorisés par de nombreuses innovations financières, les rémunérations et les résultats des banques d'investissement et de marché ont explosé au cours des dernières années, représentant des taux de rentabilité du capital souvent supérieur à 20 %, bien au-dessus de la tendance historique aux États-Unis pour les résultats des entreprises. De bons observateurs expliquent cette situation non pas par des caractéristiques spécifiques du secteur financier qui justifieraient un surcroît de rémunération du capital, ou une insuffisance de concurrence, mais essentiellement par une insuffisante base capitalistique du secteur, rapportée à une forte prise de risques.

Une telle situation n'est possible que parce que les banques bénéficient d'une garantie implicite de l'État ou de la banque centrale, au nom du rôle central que jouent les banques dans l'économie, qui interdirait leur mise en faillite, au nom du célèbre principe « *too big to fail* ». Cette garantie, qui réduit le coût de l'endettement, permet au secteur financier de bénéficier d'une situation asymétrique : il engrange des profits exceptionnels en période favorable et peut mutualiser les pertes en période de crise, via les interventions directes ou indirectes de la banque centrale ou de la puissance publique. La crise a déjà donné de nombreux exemples de cette situation,

avec la nationalisation de Northern Rock, le sauvetage par la Réserve Fédérale de la banque Bear Stearns et plus généralement la mise en place aux États-Unis d'une politique monétaire accommodante, comme au début des années 90. Et le prix collectif que représentera la présente crise reste à mesurer.

La tourmente actuelle aura manifesté une nouvelle fois cette incohérence, donnant l'image d'une finance désintermédiée, déconnectée de l'économie réelle, fonctionnant sur le seul principe du profit maximal et rapide, débarrassé de préoccupations éthiques. Au terme de l'évolution des trente dernières années, la culture bancaire traditionnelle fondée sur la relation longue, rémunérée par une marge, associée aux risques de l'entreprise, aura été progressivement remplacée par une culture de marché privilégiant la transaction ponctuelle et la perception immédiate de commissions, sans véritable souci de la qualité du service rendu.

Les recapitalisations qu'imposeront sans nul doute les régulateurs pèseront peut-être sur les ratios de rentabilité ; elles ne suffiront pas à décourager les dérives actuelles si ne sont pas rétablis dans le même temps des systèmes d'incitation tenant compte du biais naturel des banques de marché à la prise de risques, et les responsabilisant à la qualité du service rendu et à la bonne fin des opérations. De même, les régimes de rémunérations des opérateurs de marché devront être revus pour prendre en compte une meilleure mesure des risques encourus par leur activité. La restauration durable de la confiance est sans doute à ce prix.



UN ACCÈS PLUS FACILE DES PARTICULIERS AUX SERVICES BANCAIRES ?

Si, à l'occasion de la crise financière, c'est l'activité de banque d'investissement et de marché qui est plus directement mise en cause, la banque de détail est aussi depuis plusieurs années, dans un autre registre, sous les feux de l'actualité. La deuxième partie du *Rapport moral* s'intéresse ainsi aux relations, toujours délicates, de la banque avec son client.

Les banques sont régulièrement en position d'accusées : tour à tour suspectées de sélectionner leur clientèle ; critiquées pour leur tarification opaque, peu liée au coût réel du service rendu, ou qui aggraverait, par une facturation lourde des incidents de paiement, la situation des personnes déjà en difficulté ; jugées tantôt trop frileuses dans l'octroi du crédit, tantôt trop laxistes, s'agissant notamment de la distribution de certains crédits à la consommation fortement margés. Chaque jour voit apparaître de nouvelles doléances.

Les témoignages repris dans la deuxième partie du Rapport moral constatent cependant qu'un certain nombre d'avancées significatives ont été enregistrées, qui restent pour certaines à mettre en œuvre :

Sur l'accessibilité bancaire

Grâce à la concertation organisée entre toutes les parties prenantes sous l'égide du Comité consultatif des services financiers (CCSF), les conditions d'accès aux services bancaires de base ont été significativement améliorées

au cours des toutes dernières années : le taux de bancarisation, supérieur à 98 %, est un des plus élevés du monde ; l'utilisation de la carte de paiement se généralise et se banalise progressivement auprès de tous les publics. Le projet de loi sur la modernisation de l'économie prévoit d'améliorer l'effectivité du droit au compte à travers la signature d'une charte par les banques. Enfin une dernière étape va être franchie avec la banalisation de la distribution du livret A.

La notion d'accessibilité s'élargit aussi au domaine financier pour concerner les « exclus du crédit », nombreux en France. Des initiatives ont notamment été prises sous l'impulsion du Fonds de cohésion social, pour permettre l'accès au microcrédit social et l'accompagnement des personnes en difficulté.

Sur la relation banques-clients

La concertation engagée pour améliorer la transparence de la tarification bancaire et limiter la facturation des incidents de paiements a débouché récemment sur deux dispositions législatives obligeant les banques à fournir un récapitulatif annuel des frais et plafonner les frais liés aux incidents. La mise en place des médiateurs depuis cinq ans a fait par ailleurs la preuve de son utilité car elle a contribué à instaurer, en cas de différent, les conditions d'un dialogue plus équilibré entre le client et sa banque.

Sur l'accès au crédit

Avec le recul de la crise, il apparaît

clairement que les conditions de distribution du crédit immobilier, fondées pour l'essentiel sur une analyse de la capacité de remboursement de l'emprunteur à partir de son revenu, ont protégé largement les ménages français des dérives enregistrées avec les *subprimes* aux États-Unis, voire dans un certain nombre d'autres pays européens, ce qui renforce la capacité de notre pays à résister à la crise. Les conditions de distribution de certains prêts à taux variable restent cependant à améliorer.

Pour le crédit à la consommation, les pouvoirs publics doivent concilier deux objectifs qui sont, malgré les apparences, plus complémentaires que contradictoires, renvoyant au caractère ambivalent du crédit :

- l'objectif de développement du recours au crédit, en l'ouvrant plus largement à certaines catégories de population qui en sont exclues, ou en modernisant les instruments, car le crédit consommation constitue un facteur de croissance sous-utilisé en France par rapport à la plupart des autres pays européens ;

- la nécessité d'assurer la protection du consommateur, parfois contre lui-même, contre les dangers du crédit facile, en promouvant une distribution plus responsable du crédit, allant au-delà si possible des règles prévues par la directive Crédit à la consommation récemment adoptée au niveau européen. L'enjeu, dans le domaine de la banque de détail aussi, c'est le maintien de la dimension de la confiance dans les relations entre la banque et son client, à rebours notamment des pratiques actuelles de distribution du crédit dépersonnalisées,

car basées sur le seul *scoring*. C'est aussi un traitement moins automatisé des dossiers de surendettement. C'est peut-être enfin un aménagement à la marge de la réglementation sur l'usure, pour prendre en compte notamment la situation particulière des crédits de faible montant.

Plus généralement, la qualité des services bancaires délivrés passera non seulement par la pertinence des conseils délivrés par la banque, mais de plus en plus par une amélioration de l'éducation financière des particuliers. Confrontés à la complexité croissante des produits financiers, ceux-ci doivent désormais être en mesure de prendre les décisions adéquates pour la préparation de leur retraite, qui sera de moins en moins assurée par des régimes d'assurance collectifs. Le retard pris en France dans ce domaine, pour des raisons historiques, culturelles, voire idéologiques, est de plus en plus handicapant. En parallèle au renforcement du devoir de conseil des banques, réaffirmé notamment pour les produits d'épargne par la directive MIF, doit correspondre une mobilisation d'ampleur des acteurs nationaux concernés par l'éducation financière. Une oeuvre sans doute de longue haleine, tant est bien ancrée en France la méfiance, nourrie souvent d'ignorance ou de préjugés, dans tout ce qui touche à la « finance ».

GRANDS ENJEUX ÉTHIQUES

Sans souci d'exhaustivité, mais pour couvrir comme à l'accoutumée un large champ, le *Rapport moral* aborde plus brièvement dans sa troisième partie



trois thèmes comportant d'importants enjeux de société.

La Responsabilité sociale des entreprises du secteur financier

Si le concept d'investissement responsable est maintenant bien enraciné et a entraîné la mise au point de nombreux instruments de placement à la disposition de l'épargnant, le fait que les entreprises du secteur financier, de par les caractéristiques de leur activité, devaient respecter des critères particuliers de responsabilité sociale, n'est apparu que tardivement, notamment en France. Les engagements pris au niveau international, au titre du « global compact », ou pour le secteur financier, des principes dits « d'Équateur », sont restés jusqu'ici trop flous ou insuffisamment suivis d'effets. Sous l'influence de certaines ONG, comme les Amis de la Terre, l'idée que les outils de la finance peuvent être mis efficacement au service de la protection de l'environnement progresse maintenant rapidement au niveau français et international. Que cela concerne la prise en compte des critères de respect de l'environnement ou des droits de l'homme dans le financement des grands projets, la mise en place des marchés du carbone, ou l'orientation de l'épargne vers des emplois écologiques, notamment dans l'immobilier, beaucoup reste à faire. Comme le montrent les témoignages repris dans le dossier, les banques doivent de plus en plus intégrer cette dimension dans leur « *business model* », une révolution culturelle en perspective.

La participation et l'actionnariat salarié

La vieille idée gaullienne de participation des salariés aux décisions de leur propre entreprise a été pour l'essentiel mise en oeuvre sous forme de rémunération différée, la double résistance du patronat et des syndicats au principe même de participation limitant fortement son impact sur la gouvernance de l'entreprise. Malgré les lois successives, la représentation des salariés dans les conseils est restée trop faible. Les pouvoirs publics ont pu contribuer à détourner les fonds de la participation de leur but premier en favorisant la mobilisation à des fins de régulation conjoncturelle. La question de la réconciliation entre le capital et le travail au sein de l'entreprise peut-elle connaître une nouvelle jeunesse ? Les récentes théories sur la création de valeur dans l'entreprise du 21^{ème} siècle montrent l'importance des éléments immatériels et le levier de compétitivité que représente la valorisation du capital humain. D'ores et déjà les jeunes entreprises à forte croissance ont inventé de nouveaux statuts de salariés actionnaires ou titulaires de *stock-options* qui permettent de mobiliser à moindre coût les talents, en contrepartie d'un intéressement aux bénéfices de la croissance. La Caisse des dépôts a inscrit la promotion de l'actionnariat salarié et de l'intéressement dans les PME parmi les objectifs de son nouveau plan stratégique.

Une tendance de fond émerge en parallèle, avec le développement de l'épargne salariale, qui permet aux salariés, via les fonds communs de placement, d'influencer non pas leur

propre entreprise, mais le comportement de celles dans lesquels ils investissent. Avec le développement du PERCO et des dispositifs permettant aux salariés de compléter leur retraite, le poids de l'épargne salariale investie en actions devrait augmenter considérablement au cours des prochaines années. Les syndicats, à travers notamment la labellisation des produits d'épargne salariale, à l'initiative du Comité intersyndical de l'épargne salariale (CIES), sont en train d'organiser un droit de regard général des salariés sur les entreprises. L'orientation de l'épargne salariale vers les entreprises promouvant des objectifs sociaux et environnementaux pourrait contribuer à faire émerger un modèle social européen. L'exemple américain, qui a vu au contraire l'argent des salariés investi dans les fonds de pension contribuer à accentuer la pression sur les critères de rentabilité dans les entreprises, montre l'enjeu que peut représenter cette question pour l'évolution à long terme de notre système financier.

Lutte contre la corruption

Dix ans après l'adoption de la convention de l'OCDE sur la lutte contre la corruption, le bilan reste en demi-teinte. La pression a certes augmenté sur les pays et les entreprises, mais les enquêtes et poursuites sont encore trop

rarement suivies de condamnation, notamment en France, malgré le renforcement du cadre juridique. Les moyens humains et matériels mis en œuvre restent insuffisants, et l'efficacité de la convention est hypothéquée par l'absence de ratification de nombreux pays émergents. Certains domaines particulièrement sensibles, comme celui des ventes d'armes, ne disposent pas de normes, sous forme de meilleures pratiques, permettant de préserver des règles de concurrence. À noter cependant en France, la récente loi du 13 novembre 2007 qui a élargi le champ d'infraction de corruption d'agents publics étrangers et autorisé le recours aux moyens d'investigation spéciaux, et la novation que représentent les engagements pris dans ce domaine par les candidats aux récentes élections, à l'initiative de Transparency International.

Ainsi, sur ces trois thèmes de la troisième partie, comme sur les pratiques de la finance de marché et celles de la banque de détail, l'actualité de l'année 2008 est riche, à défaut de traduire toujours d'importants progrès. Même si cette année de crise financière pourrait conduire à un certain fatalisme sur le caractère répétitif et inévitable des dérives dans notre système financier, des évolutions fortes sont à l'œuvre pour notre société et c'est le mérite de tous les témoins qui ont contribué à ce *Rapport moral* de s'en être fait l'écho.

Avril 2008

