

Vers une nouvelle régulation financière

Le Labex RéFi (ESCP Europe, Paris I, CNAM, ENA) reçoit le Cercle Turgot à la Sorbonne

Le Laboratoire d'Excellence Régulation Financière (Labex RéFi) a reçu le 28 février au centre Panthéon-Sorbonne, des experts du Cercle Turgot, afin de débattre sur la réforme des systèmes de régulation des marchés monétaire et financier. Le professeur Constantin Mellios a d'abord présenté le Labex RéFi, qui réunit des chercheurs de l'Université Paris I, de l'ESCP Europe, du CNAM et de l'ENA. Le Labex RéFi est un centre de recherche dont l'objectif est double : promouvoir la recherche scientifique de haut niveau et contribuer activement au débat sur les politiques de régulation financière. Il vise à faire progresser la connaissance du fonctionnement des systèmes financiers et de leur régulation, à "conseiller" et à "guider" en toute indépendance l'action des pouvoirs publics dans la mise en œuvre des politiques de régulation en apportant une expertise académique. Puis le professeur Jean-Jacques Pluchart et Jean-Louis Chambon (président du Cercle Turgot), ont rappelé qu'à l'occasion du 25^e anniversaire du prix Turgot du meilleur livre d'économie financière, le Cercle Turgot a publié son 4^e ouvrage intitulé « Grandeur et misère de la finance moderne », qui croise les regards de 45 personnalités sur la crise économique et financière actuelle, et notamment sur les dérèglements de l'euro-système. La manifestation a réuni des personnalités des milieux de la banque, de l'industrie et de l'université. Les interventions ont donné lieu à de nombreuses questions.

Yves **Doutriaux** (Conseiller d'Etat) a d'abord rappelé les principales étapes de la construction de la zone euro, puis a présenté les deux nouveaux traités signés en 2012 - instituant un mécanisme européen de stabilité (MES) instauré entre les 17 Etats de la zone euro, et un dispositif visant la stabilité, la coordination et la gouvernance (TSCG), signé par les 25 Etats-membres de l'UEM. En quoi ces traités sont-ils novateurs sur le plan institutionnel ? La première innovation réside dans le fait que les parties à ces deux traités pourront « utiliser » les institutions de l'Union sans l'accord formel de ces dernières et quand bien même au moins le Royaume-Uni s'y est opposé (dans le cas du traité budgétaire). La seconde est que ces traités pourraient entrer en vigueur même si tous leurs signataires ne le ratifient pas. Leur ratification par toutes leurs parties contractantes n'est pas un préalable obligatoire puisque le MES entre en vigueur dès lors que les membres représentant 90% des souscriptions ont déposé leurs instruments. Le TSCG entrera en vigueur dès lors que 12 parties contractantes auront accompli cette procédure. Ces traités rendent encore moins lisible pour les citoyens en proie à l'euro-scepticisme ambiant, l'architecture institutionnelle européenne, laquelle tend à confondre les 27 et les 17 de la zone euro alors même que l'intégration entre les 17 doit nécessairement être renforcée de manière à résoudre durablement la crise de la zone euro. Une réelle avancée, afin d'établir une gouvernance économique plus efficace au regard de la gouvernance monétaire conduite par la BCE, consisterait à désigner un ministre de l'économie et des finances de la zone euro, qui serait à la fois président de l'euro-groupe (ministériel) et vice-président de la Commission chargé de l'euro, à l'instar de ce qui a été fait en matière de politique étrangère et de relations extérieures de l'Union avec le haut représentant à la politique étrangère commune. « Une commission de surveillance de la zone euro », composée de parlementaires européens et de représentants des parlements nationaux des pays de l'euro, pourrait également surveiller l'application par les Etats des nouvelles disciplines budgétaires, le déroulement des procédures de déficits excessifs et les décisions des sommets de la zone euro, lesquels devraient, selon le TSCG, être organisés « chaque fois que nécessaire et au moins deux fois par an ».

Jacques **Mistral** (chercheur à la Brookings Institution à Washington et conseiller spécial de l'IFRI) rappelle que l'histoire économique des Etats Unis a pu être qualifiée de « croissance spéculative ». Créatrices de richesses pendant l'euphorie, les bulles financières finissent par exploser, avec des conséquences plus ou moins sévères, sans toutefois condamner le système. Le quasi-effondrement du système financier à l'automne 2008 a placé Washington devant des choix drastiques. Le sauvetage des banques a été finalement assuré au printemps 2009 par l'opération "stress tests" et les recapitalisations. Mais le sauvetage sur fonds publics des plus grandes institutions financières et la crise du crédit qui s'ensuivit ont ravivé, comme après la grande dépression, l'opposition latente entre « Main street » et « Wall street ». La loi Dodd Frank – de son vrai nom: *Dodd Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* - a étendu la réglementation des activités financières au-delà de ses limites traditionnelles. Elle encadre les activités de marché à haut risque et impose de nouvelles règles aux échanges de produits dérivés qui devront pour une part substantielle

se dérouler sur des marchés organisés. Elle inclut une version atténuée de la règle dite “*Volcker rule*” disposant que les activités de marché pour compte propre seraient prohibées pour les banques couvertes par le mécanisme fédéral d’assurance des dépôts. La loi aborde la question des institutions financières “*too big to fail*” ou “systématiquement importantes” (*SIFIs*), en autorisant les régulateurs à imposer des restrictions supplémentaires à l’activité de ces sociétés ; elle crée une procédure pour organiser la liquidation éventuelle d’institutions en faillite sans coût pour le contribuable. La loi tente de mettre un terme aux pratiques de crédit abusives et crée un nouveau régulateur (abrité par la Fed) chargé de la protection des consommateurs dans le domaine financier. Chacun de ces thèmes a donné lieu à d’intenses tractations, particulièrement vives à propos des responsabilités de la Fed. La loi crée enfin un nouveau Conseil de supervision financière (le *Financial Stability Oversight Board*) présidé par le Secrétaire au Trésor, qui a pour mission de coordonner la détection et le suivi des risques portés par le système financier dans son ensemble.

Toutefois, en mai 2012, JP Morgan annonçait une perte de 2 milliards de dollars localisée dans les activités de la direction financière de la banque (*the chief investment office*). Tout ce que la crise financière avait mis au jour et que Wall Street cherchait à faire oublier depuis quelques années se trouvait à nouveau étalé dans la presse financière ! La nature précise des opérations n’est pas connue ; certains supposent qu’elles étaient structurées pour être profitables dans l’hypothèse où les crédits sous-jacents se détérioreraient dans les mois qui suivaient. JP Morgan les a décrites comme opérations de *hedging* et non de spéculation pour compte propre, une affirmation le plus souvent jugée douteuse. Il est troublant que cette mésaventure se soit produite dans la banque qui avait le mieux résisté aux aléas financiers récents et qui était supposée avoir le meilleur système de contrôle des risques. Les responsabilités de ceux qui ont entraîné l’économie vers l’abîme n’ont jamais été élucidées et les banques ont trop vite été remises en situation de reprendre les mêmes chemins risqués que par le passé. L’actualité la plus récente a illustré le bien-fondé de ces inquiétudes. Au total, on ne prend pas de grand risque en pronostiquant, après le second anniversaire de la loi Dodd Frank, qu’il s’agit d’un chantier encore loin d’être terminé ; il est trop tôt pour établir un bilan coût-bénéfice. La loi a certainement permis de rétablir une certaine confiance dans le système financier et n’a pas fait obstacle à la reprise du crédit. Mais ces résultats demeurent fragiles, l’opinion publique reste en alerte sur les excès de Wall street et le balancier n’est pas encore stabilisé.

Christian **Walter** (professeur à L’IAE de Paris) soutient que la régulation des marchés financiers prend depuis une dizaine d’années la forme d’une martingalisation généralisée des prix, qui a abouti notamment à la notion de juste valeur dans les réglementations Bâle III et Solvabilité 2. En équitation, une martingale est un enrênement particulier : un système de sangles posé sur le cheval qui l’empêche de trop lever sa tête vers le haut ou de trop la baisser vers le bas, et de trop la secouer. En termes financiers, martingaliser les marchés revient à dire que l’on cherche à éviter une trop grande volatilité des cours en enrênant les Bourses au moyen de martingales. Dans le cas de la pensée financière, la gestation de l’idée de bilan au prix de marché et la martingalisation des actifs financiers au taux sans risque, nous nous trouvons face à trois histoires qui coexistent séparément pendant près de soixante ans, en s’ignorant mutuellement jusqu’à leur articulation formelle effectuée dans les années quatre-vingt par une percée conceptuelle majeure. Ces trois aventures intellectuelles sont respectivement la modélisation des variations boursières par des processus aléatoires, c’est-à-dire une recherche de type descriptive (sans explication causale) pour caractériser par une formule mathématique adéquate la forme des trajectoires de cours observées sur les marchés ; l’évaluation des actifs financiers et des entreprises, c’est-à-dire la recherche d’une théorie capable de fournir un cadre conceptuel rigoureux permettant de donner un prix supposé juste à tout objet pouvant être négocié ; enfin, la modélisation de l’équilibre en économie, qui inclut les développements de la théorie économique de l’équilibre général, initialement décrit dans un cadre statique, puis ensuite généralisé dans un cadre dynamique inter-temporel.

L’unification se produit par binôme de théories : la jonction entre l’évaluation financière et les martingales fut faite par Samuelson entre 1965 et 1973 ; la jonction entre les martingales et les modèles économiques d’équilibre fut faite par Le Roy en 1973 et Lucas en 1978 ; la jonction entre la théorie de l’arbitrage et l’évaluation financière fut faite par Ross, Harrison, Kreps et Pliska entre 1976 et 1981. La notion de « noyau d’évaluation », qui est un facteur d’actualisation à un taux aléatoire, permet de synthétiser puis d’unifier ces trois jonctions partielles. La compréhension profonde de l’équivalence entre arbitrage et forme martingale

fut l'étape intellectuelle indispensable, le tournant de la pensée financière qui libéra l'imagination des ingénieurs financiers et des régulateurs. La martingalisation systématique des marchés représente l'équivalent pour la finance du XXe siècle de la moyennisation systématique des variables dans la statistique du XIXe siècle.

François **Meunier** (past-DG de la COFACE) montre que certaines tendances lourdes, venant pour partie d'initiatives réglementaires, mais surtout de dynamiques propres au secteur, sont à l'oeuvre dans l'industrie financière, et notamment, dans la banque d'investissement. Des changements assez profonds sont à attendre dans son organisation. Une des conséquences de ces changements pourrait être la réduction de la rente dégagée par le secteur financier sur le secteur non-financier, et par voie de conséquence, une réduction du niveau de rémunération de ses salariés. François Meunier rappelle les trois explications les plus courantes au phénomène d'hyper-salaires dans la banque. La première consiste à dire que l'industrie de la finance est une des plus sophistiquées qui soient et requiert des talents particuliers ; les rémunérations y sont à la mesure d'une productivité individuelle à la fois élevée et démultipliée par les effets d'échelle propres à cette industrie. La deuxième se concentre sur la relation employé-employeur et identifie une capacité hors du commun de l'employé à capter la valeur créée, au détriment des actionnaires. La troisième identifie une position de rente abusive des banques vis-à-vis de leurs clients, dont profitent solidairement les salariés et les actionnaires.

La crise financière ouverte en 2007 déconsidère quelque peu la première explication. Il apparaît à présent plus facile d'être talentueux dans un marché porté par la bulle de crédit que dans les marchés financiers déprimés que nous connaissons aujourd'hui. Les deux dernières explications relèvent d'anomalies de marchés. Le marché du travail serait à cet égard beaucoup moins efficient que les marchés financiers. Il conduirait à une allocation déplorable des ressources en emploi, drainant une population trop importante d'ingénieurs et autres jeunes de talent vers les métiers de la finance au détriment des autres secteurs de l'économie; et il déréglerait les incitations individuelles au sein des banques d'investissement, conduisant à des prises de risque injustifiées ou à des comportements délictueux.

Deux éléments concourent à renforcer la main des salariés dans l'industrie financière. Tout d'abord, la banque a peu de moyens de conserver pour elle le savoir-faire du salarié, sous la forme de brevets ou de restrictions à la circulation sur le marché du travail. Les produits financiers ou les innovations juridiques, même les plus sophistiqués, ne sont pas brevetables et, une fois mis au point, leur production est facilement transférable. Dans la banque, les mieux payés ne sont pas ceux qui ont le savoir le plus pointu. Le phénomène a été renforcé par la bulle de crédit d'avant la crise financière, comme il l'avait été lors de la bulle de crédit des années vingt. L'abondance des fonds à investir a réduit le poids politique de l'apport de capital. Le deuxième élément propre à la finance est le caractère très fermé du marché du travail, avec des mécanismes de *closed shop*. C'est l'ensemble du management qui est solidaire du niveau de rémunération. Il y a conflit d'intérêts au sein même du management chargé de fixer les conditions salariales. Dernier point, il est très difficile de réduire les coûts salariaux, y compris les bonus, en cas de mauvaise conjoncture, précisément en raison de la concurrence entre banques sur les meilleures équipes. La troisième explication pointe au contraire la convergence d'intérêts entre actionnaires et banquiers salariés. En effet, la banque d'investissement a été, avant les déconvenues de la crise financière, extrêmement rentable pour l'actionnaire. Salariés et actionnaires, sans doute en conflit pour le partage de la rente, sont unis face au client pour avoir la rentabilité la plus grande.

Face à des vendeurs indirectement coalisés ou dont les prix sont indolores ou incompréhensibles, la régulation est très mal armée. D'abord, en raison de la complexité des relations de marché rendant difficiles la détection d'anomalies ou de collusion. Le souci prudentiel consiste à imposer à l'industrie de nouvelles contraintes dont l'effet est d'accroître les barrières à l'entrée pour de nouveaux entrants et donc de réduire la concurrence. De plus, on sait que la concurrence entre banques sur le marché du

crédit et d'une manière générale pour tous les produits à risque, conduit souvent à une course vers le bas qui accroît le risque bancaire. Au total, très peu de nouveaux acteurs apparaissent, ce qui est un paradoxe pour une industrie qui se vante des nombreuses innovations qu'elle fait naître. S'il y a innovation, on ne voit pas les nouvelles firmes pour les porter. En France, la crise a même conduit à réduire de deux le nombre déjà réduit de banques universelles. L'accroissement de la concurrence joue donc de façon ambivalente sur les salaires des banquiers. Il réduit la rente extraite sur le secteur non financier de l'économie, ce qui pousse à la réduction des salaires ; mais il accroît la compétition entre établissements sur le marché du travail, ce qui à l'effet inverse. Il est donc probable qu'on assiste à un processus de déconsolidation de l'industrie de banque d'investissement dans les années à venir.

C. Mellios et J-J. Pluchart

5/3/2013