

Introduction

Par Christophe MOUSSU

ESCP, LabEx ReFi

et Pierre-Charles PRADIER

Université Paris 1 Panthéon-Sorbonne, LabEx ReFi

Le 15 septembre 2008, la banque Lehman Brothers se plaçait sous la protection du régime fédéral des faillites (article 11). Le lendemain, l'État américain prêtait en urgence 85 milliards de dollars à AIG : la crise financière rampante éclatait au grand jour, et ses conséquences allaient se déployer dans les mois suivants, avec des impacts qui se font encore sentir aujourd'hui.

Depuis dix ans, les académiques, les régulateurs et les professionnels de la finance ont analysé la crise financière, débattu parfois durement pour comprendre ce qu'il s'était passé et pour proposer des améliorations au système. L'objectif est bien évidemment d'éviter qu'une nouvelle crise d'une telle ampleur se reproduise. Notamment, la suite logique de la crise fut un durcissement de la réglementation. Mais cette crise fut aussi l'occasion d'un foisonnement d'études visant à mettre en lumière les déterminants de la fragilité du système bancaire et financier mondial. La gouvernance et les modèles économiques des différents intermédiaires financiers, l'articulation entre ces intermédiaires et les marchés de capitaux, l'efficacité de la réglementation sont des questions centrales qui, revisitées dans le sillage de la crise, font encore débat. Enfin, la crise financière et la crise des dettes souveraines ont aussi conduit à questionner le rôle et l'architecture de l'Europe financière et à proposer des avancées institutionnelles.

Qu'avons-nous fait pour prévenir la répétition d'une telle crise ? Que reste-t-il à faire ? Ce sont les deux questions que nous avons posées à un panel d'universitaires et de professionnels qui ont réagi en fonction de leur expertise et de leurs convictions. Certains ont privilégié des approches micro-économiques, voire comportementales, d'autres des approches macroéconomiques ou politiques. Si certaines évolutions réglementaires font consensus, d'autres font toujours l'objet de débats parfois intenses. Il va de soi que ce numéro de *Réalités Industrielles* ne prétend pas être exhaustif, il vise à présenter un panorama des avancées faites et des chantiers encore ouverts dix ans après la crise. L'ambition de ce numéro est de porter le débat d'experts vers un public plus large et faire dialoguer professionnels de la finance, régulateurs et académiques. La réflexion ouverte ici se poursuivra dans le cadre d'une journée d'études au ministère de l'Économie et des Finances, organisée par les Annales des Mines et le LabEx ReFi⁽¹⁾. Nous tenons ici à remercier très sincèrement l'ensemble des contributeurs à ce numéro.

Les contributions correspondantes sont regroupées autour de quatre thèmes.

Le récit de la crise et la réponse réglementaire

Pierre-Cyrille Hautcœur dénoue d'abord l'écheveau des séquences qui ont mené à la crise. Il met également en perspective la crise de 2008 avec la Grande Dépression, et montre comment nous avons pu éviter de reproduire les erreurs du passé, en particulier en matière de politique monétaire. À l'ampleur du problème a répondu une mobilisation mondiale, menée de part et d'autre de l'Atlantique, dans le cadre du G20, qui a dessiné un agenda ambitieux pour mettre fin à la prise de risque excessive, au manque de coordination entre les organismes de supervision et à l'évasion fiscale. Pierre-Charles Pradier nous explique que cette réponse réglementaire est un exemple sans précédent de coordination internationale, en dépit d'une complexité évidente. Il peut sembler toutefois que le souvenir de la crise soit aujourd'hui assez lointain pour que certains États commencent à démanteler les régulations installées au lendemain des événements, et que l'esprit de coopération cède le pas à une nouvelle forme de concurrence. Revenant sur l'ampleur et l'enchaînement des causes de la crise, Jean-François Boulrier en tire les leçons et ouvre des champs de réflexion nouveaux. Enfin, Olivier de Bandt présente les avancées réalisées en matière de réglementation des institutions systémiques, mais aussi les mesures destinées à faciliter leur résolution en cas de crise. Il présente aussi un premier bilan de l'impact des changements réglementaires.

Les acteurs économiques face au défi des nouvelles régulations

Jean Beunardeau fait le point sur les transformations ayant impacté l'activité bancaire au cours des dix dernières années, il considère à ce titre que le cadre réglementaire est désormais plus robuste et les banques plus solides. Il s'interroge toutefois sur la faisabilité et les conséquences de la désintermédiation bancaire sur les modèles de risque et les normes

(1) Cette journée d'études s'inscrit dans le cadre du laboratoire d'excellence ReFi porté par heSam Université, portant la référence ANR-10-LABX-0095. Elle bénéficie d'une aide de l'État gérée par l'Agence nationale de la Recherche au titre du projet Investissements d'Avenir Paris Nouveaux Mondes portant la référence n°ANR-11-IDEX-0006-02.

comptables. Marie-Anne Barbat-Layani insiste sur le rôle joué par les banques françaises dans le financement de l'économie et sur la nécessaire adaptation de la réglementation bancaire aux spécificités européennes. Elle souhaite également qu'interviennent une accélération de l'Union bancaire et une relance de l'Union des marchés de capitaux, en alertant à cet égard sur le risque d'une suprématie des banques américaines sur la stabilité financière de l'Europe. Michala Marcussen ouvre le difficile débat sur l'arbitrage à opérer entre les coûts induits par la réglementation et les bénéfices retirés d'une stabilité financière accrue. Elle insiste sur les coûts directs de la réglementation, sur les coûts indirects en matière de coût du crédit et de liquidité des marchés, ainsi que sur les coûts cachés liés, en particulier, à l'arbitrage réglementaire et au déplacement vers des institutions moins régulées. Examinant la situation de l'assurance, Arnaud Chneiweiss adopte une position plus tranchée. Il explique en effet que ce secteur a fait l'objet d'une avalanche réglementaire, non coordonnée entre les instances nationales, européennes et internationales, qui pourrait parfois s'avérer négative pour la croissance et l'innovation. On pourrait penser que les plateformes de financement participatif échappent à la réglementation. Sur ce point, Héroïse Berkowitz et Antoine Souchaud montrent cependant comment le développement des *fintechs* induit pour ce secteur un besoin de structurer son action collective et, pour le régulateur, un besoin de s'intéresser à cette évolution et de repenser son propre rôle.

Des chantiers importants encore ouverts

Gunther Capelle-Blancard et ses coauteurs nous rappellent, tout d'abord, que malgré l'activisme du G20 à l'égard des paradis fiscaux, ceux-ci continuent de constituer une anomalie considérable. Les nouvelles exigences de transparence de la réglementation européenne permettent d'affiner le diagnostic : les profits et l'activité bancaire dans les pays les moins régulés ne sont pas en ligne avec les effectifs correspondants. Ces paradis fiscaux se présentent donc comme des attracteurs étranges et comme des foyers de déstabilisation potentielle pour le système financier mondial. L'effort de restructuration qui a suivi la crise n'a pas entamé les travers structurels de l'industrie, comme le montrent deux études. Ainsi, Christophe Moussu insiste sur la persistance de fausses croyances au niveau de la gouvernance bancaire. En particulier, la représentation des banques quant à leur niveau de capital optimal et au pilotage de leur performance va à l'encontre des preuves empiriques apportées par les études académiques. Il considère que ces croyances sont infondées, nuisent à la stabilité financière et qu'il n'y a finalement pas d'antagonisme entre les intérêts des actionnaires des banques et ceux de la société. Michael Trøge invite pour sa part à réformer le biais fiscal existant en faveur de l'endettement, qui induit des incitations perverses à maintenir des niveaux de levier élevés, ce qui fragilise le système financier. Il propose des réformes fiscales ou comptables simples qui permettraient d'éliminer ce biais et inciteraient les banques à aller dans le sens des objectifs de la régulation financière, tout en leur donnant un avantage concurrentiel important. Jean-François Lepetit explique, quant à lui, que la réglementation bancaire, en écartant le risque d'une crise de crédit classique, a poussé les banques vers une intermédiation de marché, qui est par nature bien plus systémique. Il considère que ce choix fait par l'Union européenne, sous influence du modèle américain, détourne d'un modèle traditionnel de banques fondé sur la confiance et le long terme pour aller vers une intermédiation de marché, dont les incitations sont bien plus perverses pour la stabilité financière. De manière cohérente, Pierre-Emmanuel Darpeix et Laurent Grillet-Aubert nous expliquent que la croissance des financements de marché a conduit, de fait, à une interconnexion très forte des risques bancaires et non bancaires, loin de la vision traditionnelle d'un clivage entre banques et marchés. Ils invitent à avoir une vision d'ensemble des sources de financement et de leurs interconnexions, pour tendre vers un système de financement de l'économie plus efficace et plus résilient.

Une Europe financière encore en construction

La question européenne n'était apparue qu'indirectement jusqu'ici, mais il paraît difficile d'évoquer l'avenir selon une autre modalité que la poursuite de l'intégration européenne. Bien sûr, la crise financière a révélé les incohérences de la politique économique européenne, comme le rappelle Jérôme Creel. Il n'y a en particulier pas de coordination des politiques monétaires et budgétaires entre elles, ce qui place l'Europe dans un équilibre sous-optimal. La crise a aussi fait naître une nouvelle institution de gestion de crise, le Mécanisme européen de stabilité (MES), qui ne règle pas pour autant le problème du risque moral. Agnès Bénassy-Quéré revient sur l'architecture de la politique économique avant crise et sa fragilité révélée dans la crise. Elle présente les innovations intervenues dans l'architecture des politiques économiques en Europe, notamment les politiques macroprudentielles et la procédure pour déséquilibres macroéconomiques. Elle montre comment l'articulation des différents dispositifs de coordination et de surveillance n'est pas optimale et comment des améliorations sont possibles et souhaitables. C'est dans cette Europe à la surveillance macroéconomique améliorée que s'inscrit le projet d'Union des marchés de capitaux. Christian de Boissieu en rappelle les objectifs en matière de développement de marchés financiers à la fois plus intégrés et plus compétitifs, de lutte contre la fragmentation de l'Europe financière et de financement de long terme de la croissance et de l'emploi dans un contexte de désintermédiation. Il rappelle également les différents volets de l'UMC et les défis que pose sa mise en œuvre. Enfin, Luca Enriques et Gerard Hertig reviennent sur le cas de la gestion d'actifs, que le G20 avait oublié de mettre à son agenda. L'existence de fonds gigantesques, parfois très endettés et sujets à des comportements moutonniers, a conduit à s'interroger sur les risques systémiques qu'ils peuvent induire. De manière intéressante, ce sont les autorités européennes qui sont les premières à avoir réagi et à demander la production de guides de bonnes pratiques pour prévenir le risque systémique, même s'il est bien évidemment bien trop tôt pour en connaître l'efficacité. L'Europe est également en avance par rapport aux États-Unis en ce qui concerne la protection des investisseurs individuels, en contraignant les fonds à des exigences de transparence accrues. Comme sur les sujets européens précédemment évoqués, des progrès ont été réalisés, mais de nombreux chantiers restent encore ouverts.