

À QUELLES CONDITIONS LA FINANCE EST-ELLE UTILE ? ENJEUX D'UNE PLACE FINANCIÈRE PUISSANTE À PARIS

CHRISTIAN SAINT-ÉTIENNE *

Lorsqu'elle est transparente et régulée, la finance est une activité de traitement de l'information et de gestion des risques dont l'argent n'est que la matière première.

317

Mais la finance n'est pas toujours transparente et régulée, comme l'a montré la crise financière de 2008-2009. Il est donc essentiel de distinguer la finance spéculative de la finance au service de l'économie réelle et du progrès social, à supposer que l'on puisse s'appuyer sur des critères objectifs pour distinguer les deux.

La spéculation elle-même n'est pas facilement assimilable à des catégories simples relevant du Bien ou du Mal. L'arbitrage est notamment une condition d'efficience des marchés. Il faut donc pouvoir distinguer les situations dans lesquelles la spéculation fait apparaître des failles préexistantes de celles dans lesquelles la finance produit des failles. Sur ce dernier point et à titre d'exemples, on songe aux crédits *subprimes*, à l'excès de rendement exigé des fonds propres, ou aux manipulations reprochées à Goldman Sachs au printemps 2010. Cette institution est notamment accusée d'avoir pris des positions opposées selon qu'elle intervenait pour compte propre ou qu'elle conseillait ses clients.

C'est d'ailleurs particulièrement dans les opérations pour compte propre que l'on a observé les dérives les plus flagrantes de la finance spéculative, que ces opérations soient apparemment légales - comme

* Professeur, Conservatoire national des arts et métiers, et université Paris-Dauphine.

les ventes à découvert à nu (*naked selling*) d'actions, d'obligations ou de *credit default swaps* (CDS) sur titres souverains -, ou qu'elles soient illégales, ou qu'elles devraient l'être, comme le *trading* de haute fréquence qui aurait pour objectif de déplacer la fourchette de prix du marché afin de permettre des gains sur des positions prises antérieurement.

Les ventes à découvert à nu sur titres souverains ont été au cœur de la crise de la dette grecque en 2010 et ont conduit à l'interdiction par les autorités allemandes, du 19 mai 2010 jusqu'en mars 2011, des ventes à découvert à nu sur les emprunts d'État de la zone euro, certains CDS et les actions de dix institutions financières. Le 2 juin 2010, le gouvernement allemand a adopté un projet de loi visant à interdire ce type de ventes sur toutes les actions et les emprunts d'État de la zone euro négociés sur les marchés réglementés allemands ainsi que les ventes de CDS sur les dettes d'État de cette même zone quand leurs acheteurs ne possèdent pas les titres sous-jacents.

Les réformes en cours, comme la mise en place de Bâle III pour les banques ou Solvabilité II pour les assureurs, ou les réformes des systèmes nationaux de régulation (États-Unis, Royaume-Uni ou France), qui sont détaillées plus loin dans cet article, ont pour objet de mieux réguler l'activité financière et d'encadrer les opérations pour compte propre. Comme le montrent ces projets de réforme, la régulation de la finance reste une entreprise complexe qui requiert beaucoup de lucidité et de courage ainsi qu'une détermination sans faille.

318

À QUOI SERT LA FINANCE ?

L'activité financière a quatre fonctions clés :

- émission de la monnaie et gestion des moyens de paiement dans une économie monétaire de marché ;
- intermédiation de l'épargne vers l'investissement productif (usines, machines, logiciels...) et l'investissement public (infrastructures, universités, centres de recherche, hôpitaux...) : c'est le financement de l'activité économique et sociale ;
- gestion des risques (assurance-dommages, assurance-vie, risques liés à la variabilité des taux d'intérêt et des taux de change, accidents climatiques...) qui contribue à la liquidité des marchés financiers et à la résilience des acteurs économiques face aux fluctuations économiques ;
- gestion d'actifs, particulièrement importante dans les sociétés riches en vieillissement rapide dans lesquelles les personnes actives doivent constituer des patrimoines pour financer leur consommation pendant leur période de retraite et préparer les legs désirés pour leurs enfants.

L'émission de la monnaie et sa régulation sont contrôlées par la

banque centrale, la gestion des moyens de paiement est du ressort des banques commerciales. Les banques et les compagnies d'assurance contribuent, avec les marchés financiers, à l'intermédiation de l'épargne vers l'investissement ainsi qu'à la conception et la gestion de produits et de services permettant aux États, aux entreprises et aux ménages de gérer leurs risques.

Avant de préciser davantage les fonctions de la finance, attardons-nous sur l'incompréhension de base : la finance, pour ce qui est de ses quatre rôles clés évoqués plus haut, est d'abord une activité de traitement de l'information et de gestion des risques. L'argent n'est que la manifestation fugace de l'activité précédente.

Des millions de personnes contractent une police d'assurance pour se couvrir contre des risques aléatoires qui ne se manifesteront qu'au détriment d'un tout petit nombre d'assurés. Le cœur de l'activité de l'assurance est d'établir les lois de probabilité d'occurrence des risques aléatoires.

La gestion des moyens de paiement met en œuvre des chaînes colossales de traitement de l'information pour que les chèques ou les cartes bleues soient débités et crédités des montants exacts dans les comptes appropriés.

L'intermédiation de l'épargne vers l'investissement suppose que les banques et les opérateurs de marché soient capables de comprendre la nature de l'investissement réalisé, de déterminer s'il est justifié par les services attendus et d'évaluer si les gains résultant de l'investissement permettront de rembourser les prêteurs. Telle flotte d'avions achetée par une compagnie aérienne va-t-elle être gérée à des coûts compétitifs pour servir des lignes aériennes présentant au cours des vingt prochaines années un trafic suffisant, avec une facturation par passager assez rémunératrice ?

La variabilité des taux d'intérêt et des taux de change, dans un monde globalisé, perturbe les processus de production et de commercialisation, modifie la rentabilité d'opérations qui se réalisent sur de longues durées et affecte la valorisation des patrimoines. Peut-on développer des produits et des marchés permettant de s'assurer contre les risques de variation des taux ? La gestion des produits d'assurance fait-elle naître de nouveaux risques ? Telles sont les problématiques de la finance.

Il apparaît que l'argent joue presque un rôle secondaire dans le fonctionnement de la finance moderne dans ses quatre rôles clés pour le bon développement de l'économie réelle. L'activité de la finance, la qualité des services rendus et la rentabilité des opérations dépendent quasiment exclusivement de la capacité des opérateurs financiers à gérer l'information et les risques liés à ces opérations.

La finance est donc un métier de traitement de l'information et de gestion des risques. Elle rend possible le fonctionnement de l'économie réelle de production et de distribution de biens et de services. Mais la monnaie - et la finance qui en dérive - fait plus : elle rend également possible l'activité réelle dans une économie moderne. Sans la monnaie, on doit procéder à l'échange de biens physiques contre d'autres biens de même type. La monnaie, en s'intercalant au milieu de l'opération, permet de dissocier l'échange dans le temps et l'espace : « Je vends mon blé à Lyon aujourd'hui et j'achète du tissu à Paris demain ».

La monnaie favorise la spécialisation du travail. Le troc est une opération si lourde à réaliser qu'il ne permet qu'une économie de subsistance dans laquelle chacun fabrique les quelques produits nécessaires à sa survie. Mais avec la monnaie, nous pouvons nous spécialiser dans les activités que nous savons bien faire et vendre notre production sur un marché pour acheter ce dont nous avons besoin pour vivre. La spécialisation devient encore plus efficace avec la division du travail dont l'effet est démultiplié par le salariat. Sans monnaie, point d'économie moderne. Sans finance, point d'accumulation du capital. Sans monnaie et finance, point d'élévation du niveau de vie. Le contrôle du capital permet de contrôler les chaînes de production et de distribution. C'est ici qu'apparaît la notion de place financière qui sera traitée plus loin dans cet article.

La finance, à condition d'être transparente et régulée, joue donc un rôle clé dans le développement des entreprises. Il existe une relation économique forte entre la qualité de la finance (banques et marchés) et la croissance du PIB et de la productivité globale des facteurs (Hamon, Jacquillat et Saint-Étienne, 2007).

LA CINQUIÈME ACTIVITÉ DE LA FINANCE ET SA RÉGULATION

L'activité financière a, comme nous l'avons évoqué plus haut, quatre fonctions clés au service de l'économie réelle et du bien-être social.

Mais avec la révolution financière internationale qui, depuis les années 1970 et avec une très forte accélération depuis le début des années 1990, a permis une forte dérégulation et internationalisation de la finance alors que ses quatre fonctions clés ne sont pas toujours très rémunératrices, la finance a développé des activités pour compte propre, des activités de *private equity* et des activités dites « structurées » à très fort effet de levier. Ces dernières concernent, par exemple, le financement d'agents peu ou pas solvables (*subprimes* d'obligations ou de crédits), le transfert de risques (titrisation), ou la couverture des

risques (dérivés de crédit). Le *private equity* recouvre à la fois le capital-risque - qui joue un rôle décisif dans le financement de l'innovation -, le financement du développement des entreprises et le rachat d'entreprises à effet de levier.

Cette activité, essentiellement spéculative et souvent très rémunératrice, confinée dans les banques dites d'investissement et les fonds d'investissement aux États-Unis pendant l'application du Glass Steagall Act (GSA) de 1933 jusqu'à son abrogation en novembre 1999, est aujourd'hui une activité clé de la finance. Le débat est maintenant ouvert sur la nature de la contribution de cette activité, hors capital-risque, au développement de l'activité réelle et au bien-être social. L'utilité économique et sociale du capital-risque n'est pas remise en cause dans une économie de l'innovation dont il est l'un des principaux ferments.

Le GSA avait été voté à la suite du *krach* boursier de 1929 afin d'obliger les banques commerciales à se séparer de leurs activités spéculatives centrées sur l'utilisation de leurs actifs, financés par les dépôts de leurs clients, pour acheter des titres qu'elles revendaient ensuite au public avec des profits élevés. Des prêts furent accordés aux entreprises dont les banques étaient actionnaires dans un mélange des genres très opaque. Le GSA interdisait aux banques commerciales de dériver plus de 10 % de leurs profits de leurs activités sur titres (hors souscription à des titres publics).

Le Bank Holding Company Act de 1956 avait renforcé l'effet du GSA en interdisant aux banques d'émettre des produits d'assurance, même si elles pouvaient vendre ce même type de produits provenant d'autres émetteurs.

En novembre 1999, le Gramm-Leach-Bliley Act a abrogé le GSA en permettant aux banques commerciales de se développer dans les activités de banque d'investissement. Ceci permit à des banques, comme Citibank qui était en 1999 la première banque commerciale américaine par les actifs, d'émettre des *mortgage-backed securities* (MBS) et des *collateralized debt obligations* (CDO) ou d'établir des *structured investment vehicles* (SIV), tous produits ou instruments au cœur de la crise financière de 2007-2009.

L'une des questions clés de la « re-régulation » des activités financières est donc de savoir s'il faut séparer à nouveau les activités de banque commerciale et de banque d'investissement ou « cantonner » les activités de banque d'investissement au sein des banques commerciales afin d'éviter que les banques utilisent les dépôts de leurs clients pour prendre des risques dont elles s'approprient les bénéfices, notamment sous forme de bonus pour les *traders* et les banquiers d'affaires. Analysons ces deux options.

Le gouverneur de la Banque d'Angleterre, Mervyn King, a déclaré, le 20 octobre 2009 à Édimbourg, que les activités de banque de dépôt et de banque d'investissement devaient être à nouveau séparées, selon l'approche du GSA, car « c'est le moyen le plus sûr pour que les banques ne se servent pas de la garantie implicite que l'État viendra les sauver pour se développer dans des activités risquées »¹.

Faut-il donc des banques « basiques » hyperrégulées et d'autres intermédiaires financiers plus libres ? Dans cette vision, les banques commerciales hyperrégulées seraient les seules à pouvoir s'appeler « banques ». Elles seules pourraient recevoir des dépôts à moins de deux ans bénéficiant d'une garantie publique de remboursement. Elles ne pourraient pas opérer en dehors des marchés régulés ou financer des acteurs non régulés. À côté de ces banques, il y aurait des acteurs financiers beaucoup plus légèrement régulés, mais sans aucune garantie des États, et qui pourraient continuer d'introduire des innovations financières qui feraient néanmoins l'objet d'analyses permanentes des risques encourus par des instances appropriées de contrôle (on peut les appeler les « non-banques »). Les *hedge funds* appartiendraient notamment à cette deuxième catégorie d'acteurs financiers. Les « non-banques » seraient toutefois régulées car la crise récente nous a appris qu'il ne faut pas laisser se développer des trous noirs dans la régulation de types d'institutions ou dans celle de types d'opérations à l'intérieur des institutions régulées. Il faut également généraliser les analyses de risques macroéconomiques sur des secteurs ou des catégories de produits, afin de prévenir la matérialisation de risques systémiques.

Si l'on ne se résout pas à séparer banques et « non-banques », peut-on au moins augmenter massivement la couverture des risques par des fonds propres ? Dans cette optique, les banques d'investissement pourraient être soumises à des ratios de couverture des risques beaucoup plus élevés que les banques commerciales. Mais il faut aussi soumettre toutes les banques (commerciales et d'investissement) à des ratios de transformation élevés, afin d'éviter qu'elles ne financent trop massivement des engagements à long terme avec des financements de court terme. Cette mesure aurait notamment pour effet de réduire la rentabilité immédiate affichée des activités à fort effet de levier dont l'expérience a montré qu'elle est très supérieure à la rentabilité réelle de ces opérations corrigée du coût du risque lorsqu'elle est calculée au terme de celles-ci et que l'on peut dénommer « rentabilité réelle à terme » (RRT). De ce point de vue, la distribution de bonus calculés sur la rentabilité immédiate plutôt que sur la RRT s'apparente à la distribution de revenus fictifs. Il est préférable, du point de vue de l'efficacité de la mesure, de

limiter les bonus en rendant obligatoire leur calcul sur la base de la RRT intégrant une forte hausse des ratios de couverture des risques par des fonds propres, notamment dans les périodes d'euphorie financière, plutôt que par des limites arbitraires qui auront pour effet principal d'entraîner la délocalisation des activités financières (en d'autres termes, il faut limiter les bonus par les fonds propres plutôt que par de telles limites).

L'application de ces règles est toutefois complexe car elles ne peuvent s'appliquer facilement qu'à des opérations que l'on pourrait qualifier de « complètes » au sens où le responsable de l'opération le resterait pour la durée de celle-ci, dans le cadre d'une organisation stabilisée. Or, ces conditions ne sont réunies que dans des cas rarissimes. L'utilisation de la RRT, éventuellement définie par une formule intégrant les risques génériques encourus, selon une méthodologie déterminée par le Collège des régulateurs européens, permettrait de surmonter ces difficultés.

Le Haut Comité de place, une instance française de réflexion réunissant les organismes de régulation, les banques et le ministère de l'Économie, de l'Industrie et de l'Emploi, a proposé en février 2009 un code éthique applicable en 2009 pour les primes versées en 2010 et qui s'inscrit dans la proposition faite ici : la part variable des rémunérations ne serait versée qu'en fonction des gains réels résultant des opérations, en prenant en compte le coût du capital et celui du risque, et après s'être assuré que les intérêts des clients ont été bien servis. Cette proposition est progressivement mise en œuvre. Mais il faut aller plus loin en intégrant l'idée d'un calcul des bonus sur la base de la RRT.

Les ratios de fonds propres sur risques doivent inclure les engagements au bilan et hors bilan et être calculés selon deux approches : l'une mesurant les engagements en fonction de leurs classes de risques selon une approche de type Bâle II, l'autre en retenant les engagements bruts selon une approche américaine. Seule cette double approche, à condition d'être intégrée dans une analyse cohérente des risques encourus par les banques, permet de connaître le levier global d'une banque et d'apprécier son profil de risque. C'est l'objet des discussions en cours concernant Bâle III.

Mais cette réforme est rendue complexe par les risques associés à une éventuelle surrégulation. La traduction de cette double approche en dispositions réglementaires devra être soigneusement calibrée pour tenir compte du fait que si le financement du secteur productif américain s'effectue dans une proportion d'un tiers de crédits et deux tiers de financements de marché, la proportion est inverse dans la zone euro. Le poids de la contrainte de fonds propres sur

l'activité bancaire doit être le même des deux côtés de l'Atlantique pour ne pas freiner le développement de l'économie réelle.

Si l'auteur de cet article est favorable à un très fort encadrement des activités à risque des banques par des exigences de fonds propres, il faut toutefois clairement exposer que ceci exigera que la profitabilité des quatre fonctions clés de la finance soit mieux assurée, dans un cadre régulé et transparent, afin de ne pas gêner le financement de l'économie réelle par un manque de rentabilité de l'activité classique des banques.

*EFFICACITÉ ET RÉGULATION :
LES RÉFORMES NATIONALES AUX ÉTATS-UNIS,
AU ROYAUME-UNI ET EN FRANCE*

L'activité financière est dite « économiquement efficace » si elle opère un système de paiement performant et innovant, si elle intermédie l'épargne vers les investissements offrant le meilleur couple rendement/risque et si elle est capable de développer les produits et les marchés permettant de gérer le maximum de risques. Une telle finance favorise la croissance économique.

324

L'activité financière est dite « financièrement efficace » si elle intègre toutes les informations pertinentes dans la détermination des prix des produits financiers (hypothèse du marché efficient - HME) et si la concurrence entre les acteurs de la finance conduit à réduire continuellement les coûts de l'intermédiation. La HME n'est donc qu'un élément de l'« efficacité financière » de la finance : il faut aussi que les marchés financiers soient réellement « ouverts, transparents et concurrentiels » (OTC). La HME ne peut être vérifiée que dans le cadre de marchés financiers à la fois OTC et liquides. Elle n'est plus valide dans des marchés illiquides et ne reflète la réalité que dans des marchés OTC.

La HME suppose que les agents sont rationnels, au sens où ils font ce qui est bon pour eux, et que les marchés sont complets au sens de Arrow-Debreu, c'est-à-dire que la possibilité existe d'opérer tous les échanges souhaitables sur tous les biens et les actifs pour tous les horizons de temps et donc de se couvrir contre tous les risques. Comme les marchés ne sont pas complets, la finance et l'assurance essaient de fournir des substituts sous forme de produits d'assurance (par exemple, les CDS) ou de transferts de risques (par exemple, la titrisation permet de transférer les risques de crédit et de taux d'intérêt). Le fait que ces substituts aient été au coeur de la crise financière de 2007-2009 montre la complexité du bon fonctionnement des marchés et de leur régulation².

Insistons sur le point que la HME suppose uniquement la prise

en compte des informations pertinentes (y compris, dans sa forme forte, des modèles de fonctionnement de l'économie) pour déterminer les prix des biens et des actifs, mais en aucun cas que les marchés sont parfaits. De plus, la rationalité des agents ne suppose pas qu'ils savent « tout », mais uniquement ce que les hommes connaissent (rationalité limitée, information limitée).

La crise financière provoquée par la faillite de Lehman Brothers le 15 septembre 2008 a rendu les marchés financiers illiquides, forçant les États et les banques centrales à se substituer aux marchés pour rétablir leur liquidité. De plus, l'affaiblissement de nombreux acteurs majeurs de la finance a beaucoup réduit la concurrence sur les marchés financiers de sorte que ces derniers ont été moins ouverts, transparents et concurrentiels qu'avant cet événement.

Il faut dire clairement que le retour rapide à une forte rentabilité des opérations d'investissement en 2009 s'explique par le fait que les marchés financiers ne sont plus OTC, notamment à cause de la disparition ou de l'affaiblissement de nombreux acteurs.

Il est donc essentiel de rétablir les fondements d'une activité financière internationale réellement efficace, par exemple en favorisant le retour à une concurrence forte sur les marchés financiers. Ce retour à une finance « efficace », au sens précis défini ici, représente le grand défi des années 2010-2012. C'est l'un des enjeux des nombreuses réformes en cours de la régulation de la finance.

De façon générale, cette régulation est rendue nécessaire puisque les opérations financières constituent les contreparties de toutes les opérations réelles de production et de distribution, une rupture des chaînes financières entraînant celle des chaînes réelles.

La régulation de la finance poursuit trois objectifs :

- s'assurer que la conception et la gestion des chaînes de paiement, l'élaboration des produits d'épargne, la gestion des fonds d'épargne ainsi que les produits et les marchés de gestion des risques sont intellectuellement cohérents et techniquement opérants ;
- s'assurer que les stratégies et les systèmes de gestion des risques, par l'assurance ou le transfert de ces risques, n'en font pas naître d'autres techniques ou systémiques ;
- s'assurer que les établissements financiers, leurs dirigeants ou leurs employés sont honnêtes et transparents en ne détournant pas les fonds gérés, en ne surfacturant pas les produits et les services rendus, ou en ne s'appropriant pas la valeur créée par l'investissement de ces fonds.

Pour ce faire, sont mises en place des obligations légales très strictes qui obligent les établissements financiers à connaître et à gérer leurs propres risques, à isoler leurs différentes activités pour éviter l'utilisation prédatrice d'informations confidentielles ou pour interdire

l'utilisation des fonds gérés au seul bénéfice de l'établissement ou de ses dirigeants.

La régulation financière, lorsqu'elle est efficace, contribue principalement à l'efficacité financière de la finance. Celle-ci est l'une des rares activités dont l'efficacité dépend intimement de la qualité de sa régulation.

Il est donc crucial de disposer d'une place financière puissante fondée sur une industrie financière efficace et bien régulée.

Il est aujourd'hui admis que les déficiences de la régulation des banques d'investissement, qu'elles soient indépendantes ou intégrées dans des banques universelles et qui ont à la fois opéré avec des effets de levier très élevés (engagements représentant jusqu'à quarante fois les fonds propres) et réalisé des opérations à la limite de la légalité (titrisation de créances « pourries »), ont largement contribué à la crise financière qui a débuté en août 2007 avant de s'aggraver avec la faillite de Lehman Brothers en septembre 2008.

Le G20 de septembre 2009 à Pittsburgh est loin d'avoir reconstruit un cadre de régulation cohérent de la finance. Si le Fonds monétaire international (FMI) voit son rôle et ses moyens financiers renforcés et si le Conseil de stabilité financière a été officiellement installé, beaucoup de questions clés sont restées sans réponses comme la résolution des *global imbalances* (déséquilibres des balances courantes entre pays), l'évolution des taux de change, la séparation entre banques et « non-banques », les paradis réglementaires au-delà des paradis fiscaux, la fonction de prêteur en ressort international (hormis le renforcement du FMI), ou la titrisation.

C'est au niveau national qu'interviennent les réformes les plus novatrices. Prenons les exemples des réformes américaine, anglaise et française.

Le plan de réforme du système de régulation et de supervision financière des États-Unis avait été présenté le 17 juin 2009 par le président Obama. Il était organisé autour de cinq objectifs : renforcer la supervision et la régulation des firmes financières, établir une supervision complète des marchés financiers, protéger les consommateurs et les investisseurs financiers contre les excès, renforcer la capacité de l'État à faire face à une crise et améliorer les normes internationales de régulation. Les élus chargés de finaliser la réforme adoptée par la Chambre des représentants et le Sénat le 16 juin 2010 ont renforcé l'indépendance de la Federal Reserve et accru les pouvoirs de régulation des grands groupes financiers américains.

Au Royaume-Uni, le chancelier de l'Échiquier, George Osborne, a annoncé, le 16 juin 2010, l'abolition de la Financial Services Authority (FSA) instituée en 1997 et le renforcement des pouvoirs de surveillance

des marchés de la Banque d'Angleterre. Les prérogatives de la FSA sont éclatées entre trois nouvelles entités : une agence de protection du consommateur, une agence de lutte contre la criminalité en col blanc et un nouveau comité de politique financière. Mais le chancelier est resté vague sur la régulation des agences de notation et la séparation des activités d'investissement et de dépôt des banques, deux réformes soutenues par les libéraux-démocrates membres de la coalition au pouvoir.

En France, l'Assemblée nationale a adopté le 10 juin 2010 en première lecture le projet de loi de régulation bancaire et financière. Ce projet, qui sera discuté au Sénat à l'automne 2010, ratifie l'ordonnance du 21 janvier 2010 portant sur la fusion des autorités d'agrément et de contrôle de la banque et de l'assurance. Il encadre les ventes à découvert, que l'Autorité des marchés financiers (AMF) pourra désormais interdire en cas de circonstances exceptionnelles, et les ventes à nu par la réduction des délais de règlement-livraison. L'AMF pourra agréer, contrôler et sanctionner les agences de notation, tandis que ses pouvoirs de sanction sont renforcés. Les banques et les compagnies d'assurance devront mettre en place un comité des risques et un comité des rémunérations.

Il apparaît ainsi que la crise financière de 2008-2009 produit des effets majeurs sur le renforcement des capacités de contrôle des autorités nationales sur la finance et particulièrement sur la banque d'investissement et les activités pour compte propre.

327

ENJEUX D'UNE PLACE FINANCIÈRE PUISSANTE À PARIS

Une place financière est la coagulation des centres de décision d'allocation des ressources financières d'un pays, des centres de développement et de gestion des chaînes d'information et des produits de financement et des centres de gestion des risques, et donc le centre nerveux de contrôle du capital productif. Un pays développé, souhaitant exercer une influence même minime sur le monde économique globalisé, doit contrôler les têtes de réseaux industriels et financiers qui commandent le fonctionnement de son économie interne. Posséder une place financière puissante, en termes de capitaux gérés, de capacités à gérer l'information et les risques et à innover pour répondre aux besoins nouveaux de financement et d'assurance contre le risque, est un atout décisif pour garder des leviers d'influence dans un monde global.

Une place financière aura la puissance de ses intermédiaires financiers, banques et assurances, l'agilité de ceux qui conçoivent et gèrent les financements innovants et les produits d'assurance, l'influence de ses autorités de régulation et de ses centres de recherche

et d'enseignement en économie et en finance, et la réputation et la qualité de ses professionnels.

Quel est l'intérêt de disposer d'une grande place financière ? Bien que l'Allemagne pense qu'elle est d'abord une nation industrielle, elle s'applique à consolider son secteur financier même si elle lui assigne pour mission première de financer le développement de l'industrie. À l'inverse, le Royaume-Uni estime que la finance est son secteur d'excellence et de domination stratégique. Mais c'est la position américaine qu'il faut étudier.

Les États-Unis considèrent qu'il y a trois instruments clés de souveraineté et de puissance qu'il faut absolument maîtriser à l'horizon de 2050 : défense, finance et pharmacie. Avec trois secteurs d'approvisionnement qu'il faut contrôler : agroalimentaire, énergie et matières premières.

La finance est un instrument de souveraineté et de puissance en ce qu'elle consiste à recueillir et à traiter des informations permettant d'évaluer les capacités de développement des entreprises et des États et d'identifier leurs leviers de financement. Elle permet également de mesurer les risques pour les assurer ou les transférer. Les États-Unis veulent être sûrs qu'ils pourront financer toutes les politiques stratégiques nécessaires à leur *imperium* politique.

328

Qu'en est-il de la France ? Si la France avait une approche de la finance comparable à celle des États-Unis jusqu'à la guerre de 1914-1918, elle s'en est éloignée depuis la Seconde Guerre mondiale. D'une part, les banques privées ont été considérées comme ayant eu une position ambiguë pendant la guerre ; d'autre part, la reconstruction a été largement financée par un circuit de financement public. Les nationalisations de nombreuses banques en 1982 visaient à contrôler un pouvoir financier dont on se méfiait. Les privatisations qui ont suivi ont été faites au nom de l'efficacité afin d'améliorer la qualité des services offerts par les banques à la collectivité.

Mais jamais de manière centrale, ni la droite, ni la gauche n'ont voulu ou osé envisager le développement de la finance comme un instrument de souveraineté et de puissance dans le monde ou comme un levier décisif de création de richesse. Les discours de tout le spectre de la classe politique de 2008 à 2009 en attestent, alors même que l'affaiblissement temporaire de la City à l'automne 2008 aurait pu permettre de consolider la place financière de Paris. On voudrait une finance au service de l'économie réelle tout en la décrivant comme honteuse, mais on n'imagine pas la finance comme un secteur stratégique à développer, en dépit des initiatives courageuses de quelques personnalités et associations.

Il y a quatre facteurs clés de développement d'une place financière puissante dans un monde globalisé concurrentiel :

- le gouvernement du pays souhaitant construire une telle place doit faire de cet objectif une politique stratégique clairement affirmée et justifiée, tout en instaurant une réglementation appropriée dans un cadre de régulation exigeant ;
- il faut mettre en place une fiscalité compétitive concernant trois acteurs décisifs : les entreprises de l'économie réelle, les entrepreneurs (en tant que personnes physiques dans la mesure où plus de 99 % des entreprises ne sont pas cotées) et les institutions financières ;
- il faut consolider la liquidité de cette place financière avec des sources de finance longue. Or la première de ces sources dans le monde aujourd'hui reste celle résultant de l'accumulation d'épargne pour préparer la retraite, notamment sous la forme de fonds de pension et d'assurance-vie ;
- il faut favoriser l'accumulation des talents et de l'expertise nécessaire, sachant que c'est un facteur très mobile.

Si l'on veut privilégier une croissance équitable dans un contexte de concurrence fiscale³, il est nécessaire de comparer la compétitivité fiscale des pays sur la base de quatre impôts : la fiscalité de l'épargne, la fiscalité du revenu et plus particulièrement le niveau relatif - par rapport aux pays concurrents - du taux marginal de l'impôt sur le revenu, l'impôt sur les sociétés (IS) et l'impôt sur la fortune (ISF).

329

On saura donc que la France pourra se doter d'une place financière puissante à Paris lorsque :

- cet objectif deviendra un axe stratégique affiché du développement économique du pays, cette politique étant partagée par toutes les grandes forces politiques ;
- la fiscalité sera redevenue compétitive (rappelons que la France a le taux d'IS le plus élevé de l'Union européenne depuis 2008 et qu'elle est le seul pays de l'Union à maintenir un ISF) ;
- des fonds de pension seront mis en place en complément du système de répartition. On peut montrer que même si l'on se donnait l'objectif limité d'assurer 20 % des flux de retraite en capitalisation d'ici à vingt ans, cela exigerait de créer des fonds de pension capitalisant l'équivalent de 40 % du PIB, plus de la moitié des sommes recueillies étant investies en actions ;
- une fiscalité compétitive en Europe concernant les quatre impôts clés mentionnés ci-dessus sera adoptée.

Opter pour une telle politique serait d'autant plus judicieux que la France dispose déjà d'une industrie financière puissante avec des banques internationalisées et des marchés efficients.

Selon l'Insee, les activités financières en France ont employé 781 000 personnes en équivalent temps plein en 2008, soit 3,1 % de

la population active, contre 3 % en 1999. En neuf ans, elles ont créé 82 000 emplois.

La valeur ajoutée de la branche « Activités financières » est passée de 4,87 % de la valeur ajoutée de l'ensemble des branches en 1999 - et 4,98 % en 2002 - à 5,61 % en 2008.

La part de l'augmentation de la valeur ajoutée de cette branche dans l'augmentation de la valeur ajoutée de l'ensemble des branches sur la période allant de 2002 à 2008 a été de 11,2 %, soit le double de la part de 2008, ce qui traduit le dynamisme de cette branche par rapport au reste de l'économie.

Si l'on analyse l'activité boursière, la part d'Euronext dans la capitalisation des entreprises cotées en Europe à la fin de l'année 2005 était de 26 %, contre 28 % pour le London Stock Exchange et 12 % pour la Deutsche Börse. Mais, en 2008, la capitalisation des entreprises cotées en Europe sur Euronext dépassait d'un dixième celle de Londres et était le double de celle de la Deutsche Börse. La valeur des transactions boursières sur Euronext a dépassé celle de Londres en 2005 et est restée supérieure en 2008⁴. Ainsi, la position de Paris est forte et s'améliore.

Une analyse de l'industrie de la gestion de fonds en 2008 fait apparaître que la France est en première position en Europe devant l'Allemagne et le Royaume-Uni.

330

La place bancaire de Paris est très internationalisée. Elle comptait 316 banques à la fin de l'année 2008 dont 155 banques étrangères. La France possède aujourd'hui l'une des industries bancaires les plus puissantes, les plus compétitives et les plus internationalisées d'Europe. Les banques françaises sont des acteurs majeurs de la finance de marché et des marchés dérivés mondiaux.

La place financière de Paris est régulée par l'AMF qui est opérationnelle depuis novembre 2003. Elle régule les marchés, tandis que la Commission bancaire assure la surveillance prudentielle des établissements de crédit et des entreprises d'investissement. L'Autorité de contrôle des assurances et des mutuelles (ACAM), créée par la loi de sécurité financière du 1^{er} août 2003 et renommée ainsi par la loi du 15 décembre 2005, est en charge de la supervision des assurances, des mutuelles et des institutions de prévoyance. La loi de modernisation de l'économie du 4 août 2008 a autorisé le gouvernement à effectuer par ordonnance une réforme de la supervision de la banque et de l'assurance. Une consultation sur cette réforme a été organisée jusqu'au 30 octobre 2009. Il s'agit de créer une nouvelle autorité en charge de la supervision de la banque et de l'assurance, née du rapprochement des autorités d'agrément et de contrôle existantes. Cette réforme vise notamment à renforcer l'influence de la France pour peser sur les réformes de la régulation financière internationale.

Comme évoqué dans la section précédente, la loi de régulation bancaire et financière a été adoptée en première lecture à l'Assemblée nationale le 10 juin 2010.

Les marchés financiers, les banques, les assurances, les universités et les centres d'enseignement et de recherche en France sont perçus comme opérant à la frontière scientifique et technologique en termes de développement de produits, de techniques de négociation et de formation des acteurs, tandis que la qualité de la régulation de l'AMF et de la Commission bancaire est reconnue par leurs pairs. La place financière de Paris est aujourd'hui considérée par les financiers comme l'une des meilleures places sur le triple plan de l'expertise, des technologies et de la régulation, en dépit de l'écrasement fiscal relatif des acteurs et de la faiblesse traditionnelle des flux d'épargne à long terme résultant de la défaillance des fonds de pension en proportion des fonds gérés.

Avec un tel acquis technique et scientifique, la place de Paris serait un atout majeur pour l'essor économique du pays si la France adoptait la politique esquissée précédemment. Le développement de la place de Paris ne peut apporter que revenus et emplois à l'économie française.

331

Le monde a besoin d'une finance régulée qui remplit de façon efficace les fonctions clés de l'activité financière.

Les États doivent imposer leur volonté en termes de sécurité et de transparence des transactions. Ils doivent favoriser la concurrence entre les acteurs de la finance afin de réduire les rentes. Le G20 de Pittsburgh montre que l'on est loin d'un accord global entre ces États.

En pratique, les réformes en cours aux États-Unis, au Royaume-Uni et en France montrent que les autorités nationales ont à cœur d'améliorer la régulation de leur système financier.

Si elle est bien régulée, ce qui n'est pas encore acquis, une finance transparente et concurrentielle constitue un atout décisif de la création de richesse.

NOTES

1. *Les Échos* du 22 octobre 2009. Gordon Brown, le Premier ministre britannique, a fait remarquer que Northern Rock était une banque de détail et que Lehman Brothers n'avait pas d'activité de détail. Mais ces deux banques avaient des effets de levier et des ratios de transformation très élevés. La séparation des activités est une question liée au contrôle de l'effet de levier et du ratio de transformation.
2. Voir sur ce point : Trainar, 2009.
3. Voir : Saint-Étienne et Le Cacheux, 2005.
4. Selon le Center for Economic Policy Research (CEPR), dans une étude commandée en 2006 par la City of London, le poids de la France dans les activités financières européennes hors banque commerciale serait de 11 %, contre 35 % pour le Royaume-Uni, sur la base d'une activité financière européenne de 173 Md€. Rapportée au PIB, l'activité financière hors banque commerciale représenterait 1,15 % du PIB en France, contre 3,5 % du PIB au Royaume-Uni. Mais cette comparaison ne tient pas compte de ce que les banques françaises sont plus solides que les banques anglaises.

BIBLIOGRAPHIE

ASSOCIATION D'ÉCONOMIE FINANCIÈRE (2006), *Le devenir des Bourses de valeurs*, *Revue d'économie financière*, n° 82.

332

BECK T. et LEVINE R. (2002), « Industry Growth and Capital Allocation : Does Having a Market or Bank-Based System Matter ? », *Journal of Financial Economics*, vol. 64, n° 2, pp. 147-180.

HAMON J., JACQUILLAT B. et SAINT-ÉTIENNE C. (2007), *Consolidation mondiale des Bourses*, rapport du Conseil d'analyse économique, n° 67, La Documentation française.

LEVINE R. et ZERVOS S. (1998), « Stock Markets, Banks and Economic Growth », *American Economic Review*, vol. 88, n° 3, pp. 537-558.

PAGANO M., RÖELL A. et ZECHNER J. (2002), « Geography of Equity Listing : Why Do Companies List Abroad ? », *Journal of Finance*, vol. 51, n° 6.

RAJAN R. et ZINGALES L. (1998), « Financial Dependence and Growth », *American Economic Review*, vol. 88, n° 3, pp. 559-586.

SAINT-ÉTIENNE C. et LE CACHEUX J. (2005), *Croissance équitable et concurrence fiscale*, rapport du Conseil d'analyse économique, n° 56, La Documentation française.

SYLLA R. (2002), « Financial Systems and Economic Modernization », *Journal of Economic History*, vol. 62, n° 2.

TRAINAR P. (2009), « De l'utilité de la finance et de l'innovation financière », in *Le monde a-t-il besoin de la finance ?*, Cercle des économistes, PUF.