

POURQUOI DE TELS SALAIRES DANS LA BANQUE ?

FRANÇOIS MEUNIER*

Depuis l'affaire Kerviel en France, le grand public connaît mieux le très haut niveau de certaines rémunérations dans les banques d'investissement, celles qui s'occupent du financement et du conseil aux entreprises et qui interviennent sur les marchés financiers. Alors que la crise financière ouverte en 2008 semble loin d'être terminée (à la mi-2010), ces rémunérations sont repartiées de plus belle. Selon le Federal Bureau of Economic Analysis aux États-Unis, le salaire moyen annuel à Wall Street s'établit pour 2010 à près de 300 000 dollars, contre 64 000 dollars pour le reste des salariés travaillant à New York. Les salaires dépassant le million de dollars sont légions. Des estimations faites sur les plus grands établissements montrent une hausse de plus de 20 %

en 2009 par rapport à 2008 et, à nouveau sans doute, une croissance similaire en 2010. Le phénomène est moindre en France, mais on comptait plusieurs salariés avant la crise qui gagnaient autant que le sportif le mieux payé (Thierry Henry, qui opérait dans un club anglais avec 13 M€), trois fois plus que le PDG le mieux rémunéré et 400 fois plus qu'un enseignant dans le secondaire avec vingt ans d'expérience.

Comment expliquer ce phénomène qui ne touche à ce degré que le secteur de la finance ? Comment, dans des conditions de marché supposées normales et pour des personnes travaillant dans une relation salarié/employeur traditionnelle, de tels niveaux de salaire peuvent-ils être atteints ?

Ce n'est que depuis peu que paraissent les premiers travaux cherchant à expliquer le phénomène. À ce jour,

* Professeur associé, École nationale de la statistique et de l'administration économique (ENSAE).

Cet article actualise un premier texte écrit sur le sujet avant la crise financière ouverte en 2007. Voir : Meunier, 2007.

la question avait plutôt été abordée sous le chapeau plus général de l'inégalité croissante des revenus que l'on constate depuis une génération, ou bien sous l'angle de ses conséquences économiques, sociales ou éthiques. Par exemple, un excès de rentabilité des banques et de la rémunération des banquiers affecte l'économie s'il occasionne un surinvestissement dans le secteur financier et assèche les autres secteurs économiques en diplômés qualifiés. Ou bien, les systèmes de bonus ont des effets pervers s'ils occasionnent des prises de risques excessives.

Cet article passe en revue trois grandes pistes d'explication, chacune cernant un aspect d'un phénomène très complexe. La première consiste à dire que l'industrie de la finance est l'une des plus sophistiquées qui soit et requiert des talents particuliers; les rémunérations y sont très hautes parce que la productivité individuelle y est 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 fait reposer l'explication sur une position de rente abusive des banques vis-à-vis de leurs clients, dont profitent solidairement les salariés et les actionnaires.

Rien dans la première des explications n'appellerait en soi des mesures spécifiques : si des employeurs sont prêts à payer très cher leurs employés et si, à ce niveau de coûts, il y a des clients pour acheter le service, où est le problème ? Si l'inégalité qui en résulte

est jugée inacceptable, qu'elle soit traitée en aval par des politiques redistributives appropriées. Les deux derniers cas relèveraient clairement d'anomalies de marchés, tant du marché du travail que du marché des services bancaires, appelant des mesures correctrices.

UNE INDUSTRIE COMPLEXE À LA RECHERCHE DE TALENTS UNIQUES

Les salaires de la finance s'inscrivent dans un contexte où les changements technologiques et la mondialisation croissante ont des effets d'élargissement de l'éventail des revenus : tassement des salaires les plus bas et récompense donnée aux métiers de la connaissance. Certaines particularités de la finance renforcent ces effets : il s'agit d'un métier de services complexe, en demande croissante, au cœur du système économique parce qu'il traite du financement, de la gestion du risque et des échanges de droits de propriété. Il est maintenant bien documenté qu'à un stade de développement avancé, la finance stimule la croissance économique en dépit de la performance très médiocre de la décennie passée. De même, la mondialisation fait bondir les échanges de biens et de capitaux dans un monde où la recherche de l'information et du prix résulte d'échanges répétés sur les marchés financiers. Enfin, et pour diverses raisons, la vague de mondialisation d'avant la crise de 2008 s'est opérée dans une conjoncture d'inflation réprimée pour les biens et les services, mais

de vive inflation pour les prix des actifs financiers. Or il existe une liaison forte entre les prix des actifs et les revenus bancaires, souvent exprimés en pourcentage de la valeur de ces actifs. Ainsi, les salariés seraient largement payés parce qu'ils sont extrêmement qualifiés et opèrent dans un secteur de haut niveau technique, à forte croissance et indispensable à l'économie. Ils recevraient leur juste contribution, égale à la productivité de leur capital humain, extrêmement élevée.

Cette explication ne tient pas en l'état. Par exemple, Goldin et Katz (2009) conduisent des enquêtes qui suivent les trajectoires professionnelles des diplômés de Harvard et de l'université de Chicago. Ils montrent qu'en 2006, ceux qui travaillaient dans la finance gagnaient presque trois fois plus que d'autres, chiffre corrigé d'autres facteurs influençant les rémunérations individuelles. Oyer (2008) regarde, quant à lui, les trajectoires des MBA (*masters of business administration*) de Stanford. Il estime à 60 % la prime salariale à l'embauche accordée à ces diplômés quand ils vont dans la banque plutôt que dans le second meilleur secteur, celui du *consulting*, et à 300 % au bout de quinze ans. Actualisé sur toute la vie professionnelle, cet avantage est compris entre 2 M\$ et 6 M\$, ceci pour un même coût d'étude. En fait, d'autres secteurs que la finance recrutent des personnes de qualification extrême, sans générer de telles rémunérations.

Si d'ailleurs la finance justifiait des talents plus élevés qu'ailleurs, elle aurait depuis toujours connu cet écart salarial avec le reste de l'économie. Or dans deux articles à fort retentissement,

Philippon et Reshef (2008 et 2009) montrent qu'à compétence égale, un salarié du secteur financier gagnait, au début des années 1980, le même salaire que s'il avait travaillé dans un autre secteur. L'écart s'est fait jour à partir de cette date et se creuse continuellement depuis. En 2000, les salaires de la finance étaient de 60 % supérieurs à ceux des autres secteurs. Comme on va le voir, ce pourrait être l'indice d'une rente de situation à l'avantage du secteur bancaire et de ses salariés. Ces deux auteurs la chiffrent autour de 40 % du montant du salaire du banquier, c'est-à-dire des deux tiers du salaire du non-banquier. La dernière fois que l'on a connu un tel écart, c'était en 1929, indice qui montre que les salaires de la banque et donc cette rente évoluent en phase avec la financiarisation de l'économie. Les périodes de « finance réprimée » comme celle mise en place au moment du New Deal aux États-Unis ou dans l'après-guerre européen font retomber les rémunérations bancaires.

De même, l'explication qui voudrait que de telles rémunérations soient élevées uniquement par le mécanisme des bonus ne suffit pas, même s'ils devaient être un système efficace d'incitation pour le salarié. Les banquiers travaillaient-ils moins bien il y a trente ans ? Si la recette des bonus marchait si bien, pourquoi les entreprises non financières seraient-elles assez sottes pour en ignorer les vertus ? Tout un corps de recherche économique, décrit, par exemple, par Akerlof et Kranton (2010), montre au contraire que les systèmes de rémunération variable très individualisés sont souvent à l'opposé de l'*optimum*

de l'entreprise parce qu'ils tendent à détruire ce qui est appelé les « motivations intrinsèques », celles qui font qu'un salarié s'implique dans son travail tout simplement parce qu'il aime le travail bien fait et dans sa communauté de travail.

L'EFFET PAVAROTTI

Cette explication a pourtant connu un regain d'actualité récemment. Certains économistes de l'emploi s'appuient sur un article célèbre de Rosen (1981) pour répondre à cette énigme des très hautes rémunérations par ce que l'on peut appeler l'« effet Pavarotti » (l'article portait initialement sur les rémunérations des superstars du spectacle ou du sport). Ce sera la première piste d'explication.

Supposons que les talents de Pavarotti et de tous les chanteurs lyriques soient mesurables et connus. Il suffit que Pavarotti soit marginalement meilleur, disons de 5 %, que le second meilleur chanteur pour qu'il soit mieux classé par le public et que le consommateur, quand il cherche dans le bac à CD, retienne son interprétation plutôt que celle du chanteur suivant. Ainsi, les ventes de Pavarotti ont toutes les chances de dépasser de bien plus de 5 % celles de son suivant immédiat. Le chanteur fonctionnant à coût fixe, la notoriété donne un fantastique effet de levier : son revenu annuel était estimé à plus de 100 M\$. Cet effet est une illustration sur le marché du travail de ce que l'on appelle communément la prime au gagnant, où le meilleur rafle la mise. Un élément

clé de l'argument est que la prestation rendue par Pavarotti à chaque consommateur qui achète le CD est la même, qu'il y en ait 1 000 ou 1 million. Nous sommes ici dans le domaine de l'économie de l'immatériel : un produit indivisible et un coût marginal de production quasi nul. Ces effets d'échelle croissants invalident la description traditionnelle de l'équilibre économique qui égalise rémunération et productivité marginale du travail.

Gabaix et Landier (2008) appliquent ce modèle et ses variantes à l'explication des rémunérations des PDG¹. Il permet de comprendre pourquoi les salaires les plus élevés des PDG se rencontrent dans les entreprises les plus importantes. Il permet aussi de concilier l'idée d'un paiement du salarié selon sa contribution, même si le talent de ce dernier n'est que marginalement meilleur que celui de ses concurrents possibles pour l'emploi.

Il y a clairement des analogies avec le monde des métiers financiers. Dans les métiers de marchés, on retrouve la logique qu'un *trader* marginalement meilleur qu'un autre doit recevoir une rémunération proportionnellement plus forte. On ne remplace pas un bon *trader* par dix *traders* médiocres, ce qui est moins vrai dans beaucoup de professions. Il y a aussi certains des effets de levier que l'on rencontre pour Pavarotti : les nouveaux moyens de communication permettent au *trader* d'être actif sur tous les marchés à la fois. Il y a un effet heureux d'association du capital au talent. Un bon *trader* aura le même talent, qu'il travaille avec des fonds réduits ou avec les fonds propres que lui alloue une banque ou un gros *hedge fund*. En

revanche, le degré de risque qu'il peut prendre et donc son revenu seront proportionnellement beaucoup plus importants dans le second cas. Il est donc intéressant pour les grandes banques de recruter les très bons *traders*, même à des rémunérations extrêmement élevées.

Le modèle colle donc en première approche. Il aide à déconnecter la productivité ou le talent du salarié et sa rémunération. Avec la même logique que pour les salaires des PDG, il aide aussi à expliquer pourquoi les salaires sont plus réduits sur les places financières moins importantes, comme Paris ou Zurich, par rapport à Londres ou New York. Les banques de marché y sont de plus grande taille.

Mais l'application trouve ses limites. Si Pavarotti acquiert un nom qui le rend incontournable, les *traders* sont beaucoup plus anonymes, même pour leurs clients. Pourquoi les banques ont-elles cette aversion au risque dans la compétition interne des *traders*? Pourquoi de nouveaux établissements n'apparaissent-ils pas en recrutant et en formant ces nouveaux *traders* à des prix moins élevés? C'est une question à laquelle le modèle Pavarotti ne répond pas.

Il en va de même pour la banque d'investissement, au contact du client ou de l'entreprise. Il est difficile de distinguer dans la réputation ce qui vient du nom de la personne et du nom de la firme. Certains banquiers ont leur fonds de commerce et persuadent les grands clients de venir. On les appelle *rainmakers*, des personnes qui peuvent quitter leur entreprise et entraîner avec eux clients et collaborateurs. Mais ils sont rares. Pour le reste, le banquier

est peu de chose sans l'entreprise à laquelle il appartient. De plus, le temps commercial est incompressible : on ne peut pas démultiplier la journée du banquier d'affaires.

Enfin, le modèle explique probablement trop de choses, ce qui lui fait perdre sa pertinence. À titre comparatif, le secteur de la presse écrite génère lui aussi des stars, journalistes qui assurent le renom d'un journal et dont la qualité de plume est extrême. Ce talent est le même pour le lecteur, que l'article soit diffusé à mille ou à un million d'exemplaires. On est bien en économie Pavarotti. Pourtant, les journalistes de la presse écrite restent mal payés et les stars ne sont jamais superstars.

DES SALARIÉS QUI CONTRÔLENT LA RENTE

Une seconde ligne de travaux approche la question à partir d'une réflexion sur le partage des droits de propriété et de contrôle des entreprises. On peut citer : Godechot (2006 et 2007), Hart (1995) et, pour remonter plus loin, Becker (1975) ou même Coase (1937).

Traditionnellement, l'actionnaire est vu comme détenant la majorité des droits politiques sur l'entreprise et ses actifs. Il demande au management d'écrire des contrats avec des tiers, par exemple des contrats de dette avec les créanciers ou des contrats salariaux avec les employés. Sauf en cas de défaut de l'entreprise, salariés ou créanciers ont des droits de contrôle très limités

sur la marche de l'entreprise. L'actionnaire a quant à lui une sorte de contrat ouvert, par lequel il touche ce qui reste après que l'entreprise a acquitté ses obligations avec les tiers, en payant les salaires ou les intérêts de la dette.

Mais ce modèle ne traduit qu'une configuration possible du contrôle sur les actifs de l'entreprise. Que se passe-t-il si celle-ci doit faire de lourds investissements dans la formation des salariés ou dans leur recrutement ? Il se creuse alors un écart entre le salaire plus bas avec lequel le salarié acceptera de travailler et le salaire plus élevé pour lequel l'employeur sera prêt à le payer pour éviter les coûts de remplacement. Si ces coûts que l'on appelle des coûts spécifiques deviennent très élevés, le contrat de travail change de nature, les salariés pouvant être en mesure d'extraire une rente liée à leur position ou à leur longévité dans l'entreprise. Ils partagent d'une certaine manière les droits de contrôle sur l'entreprise aux côtés des actionnaires². On en a une expérience extrême pour les métiers juridiques, où la logique économique pousse à l'abandon de la relation salariale pour une structure partenariale de la propriété. Cette logique partenariale ne pénétrerait-elle pas désormais des fractions nouvelles du salariat ?

Davantage que les coûts de formation, deux éléments concourent à renforcer la main des salariés dans l'industrie financière. Tout d'abord, la banque a peu de moyens de conserver à elle seule le savoir-faire du salarié, sous la forme de brevets ou de restrictions à la circulation sur le marché du travail. Les produits financiers, même les plus sophistiqués, ne sont pas brevetables

et, une fois mis au point, leur production est facilement transférable, pourvu qu'elle soit mise en œuvre par des salariés qui ont le savoir-faire. Il en va de même pour les innovations juridiques ou contractuelles, si importantes pour les produits financiers. Boldrin et Levine (2004) relèvent certaines premières tentatives de l'industrie financière d'introduire des brevets. Mais elles tournent toutes autour de la protection donnée aux États-Unis aux codes informatiques des logiciels. Pour le reste, aucun brevet. Comparez avec les laboratoires pharmaceutiques dont les salariés chercheurs mettent au point des médicaments au succès planétaire. Pour autant, les salaires de ces chercheurs restent dans la norme commune. En effet, la bonne formule n'est rien sans son développement coûteux et elle est brevetable, donc non transférable par le salarié à un autre laboratoire³. Par conséquent, les banquiers acquièrent aussi leur position de force en raison de la facilité à transférer le capital intellectuel de l'entreprise. Godechot fait la comparaison avec le pirate qui a la possibilité de livrer à d'autres la cachette du trésor : sa rémunération n'est plus sa contribution - au mieux marginale - à la constitution du trésor, mais potentiellement tout le trésor. C'est le modèle du *hold-up*, terme consacré par ce courant de recherche. Pour parler cru, le salarié « cambriole » la banque qui l'emploie. Selon un paradoxe bien expliqué par cette théorie des droits de propriété, les mieux payés ne sont d'ailleurs pas ceux qui ont le savoir le plus pointu (le statisticien capable de modéliser les produits financiers, par exemple), parce

que ce savoir, bien codifié, est d'une certaine façon le plus reproductible. Ils vont plutôt au chef de salle qui peut mettre en œuvre l'ensemble complexe de tels actifs, dont le recrutement du spécialiste statisticien ou informaticien. Dans ce cas, il devient difficile à l'actionnaire de capturer toute la rente de l'activité. « Mon fonds de commerce », dit plaisamment le patron de la banque, « prend l'ascenseur le soir en partant. » L'actionnaire devient en quelque sorte l'hôtelier qui héberge et fournit le capital. La concurrence entre établissements s'opère à la limite sur le marché des actifs que constituent des équipes soudées et compétentes de banquiers.

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 1920, pour retrouver l'observation faite par Philippon et Reshef. L'abondance des fonds à investir a réduit le poids politique de l'apport de capital. Les banques font aujourd'hui *lobby* pour que les réformes réglementaires au titre de Bâle III n'alourdissent pas à l'excès les exigences en fonds propres. Leurs actionnaires pourraient se faire l'observation, à titre de consolation, que cette exigence, en accroissant les besoins en capitaux, renforce leur main face aux salariés et au management dans le partage de la valeur créée.

En effet, 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. Le chef de salle dira qu'il paie son *trader* à tel niveau parce que « c'est le

prix de marché et on n'y peut rien ». Mais il en profite lui-même et tout le management au-dessus de lui. Il y a donc conflit d'intérêts au sein même du management chargé de fixer les conditions salariales. Par ailleurs, l'entrée de nouveaux salariés est extrêmement limitée. La France jouit, par exemple, d'une réputation en finance quantitative, bien utile pour être *trader*, et de bonnes écoles de commerce pour les métiers de *corporate finance*. Au pic de la bulle financière, une bonne part des promotions sortantes de Polytechnique, de l'ENSAE ou d'HEC passait dans les métiers financiers. Ils sont recrutés au niveau junior et savent qu'il n'y aura pas ou peu de recrutements non juniors sinon par débauchage entre établissements financiers. Oyer le confirme pour Stanford. Dès leur recrutement, ce sont donc des *happy few*, comme l'a montré en creux l'affaire Kerviel, et les nombreux candidats prêts à embrasser ces métiers restent à la porte sans exercer de pression à la baisse sur les salaires.

Crotty (2009) fait une remarque historique utile. À l'origine des bonus, on trouve les petites maisons de courtage de Wall Street ou les petites boutiques de banque d'affaires. Il s'agissait de ne pas fonctionner avec des coûts fixes trop élevés si l'on voulait maximiser le profit des partenaires. Lors des mauvaises périodes, le coût salarial s'ajustait automatiquement à la baisse. Le système du bonus devenait une assurance contre la volatilité des résultats. Aujourd'hui, les *hedge funds* copient parfaitement ce modèle. Les grandes banques l'ont fait perdurer sous la pression de la concurrence, mais dans le contexte bureaucratique

d'entreprises à effectif très nombreux, soumises bien sûr au droit du travail standard. Leur souhait de pouvoir couper les rémunérations en période défavorable s'est révélé au fil du temps illusoire, la bonne conjoncture faisant certes monter les bonus, mais avec un cliquet à la baisse. La récession de l'industrie financière en 2008 l'a à nouveau démontré, avec AIG comme exemple le plus fâcheux⁴.

L'explication par les droits de propriété est toutefois incomplète. Il y a des freins importants à ce mécanisme de prise d'otage. D'abord, elle s'applique plus à la banque de marché qu'à la banque d'investissement, qui garde mieux le contrôle de son portefeuille de clients. Ensuite, l'industrie de la finance évolue et suppose désormais des investissements « matériels » de plus en plus coûteux qu'il est difficile au nouvel entrant de reproduire, notamment une informatique lourde pour suivre les risques de marché. Certaines barrières à l'entrée sont inscrites dans le modèle économique même : il est difficile pour une banque de second rang d'attirer les mêmes talents sauf à les surpayer ou à prendre le risque de décrocher les salariés sous-performants de la firme de premier rang. Les économies d'échelle dues à la localisation dans une place financière sont massives, ce qui barre pour un temps l'implantation à Mumbai, avec des statisticiens indiens et une stratégie de *low cost*. Enfin, le métier est extrêmement difficile à bien organiser : il faut faire coexister une culture de partage complet de l'information pour servir au mieux le client et pour bien coller au

marché, avec la culture d'extrême individualisme que renforce le mode de rémunération. Le succès de Goldman Sachs vient de son excellence dans cette gestion contradictoire, même si, comme l'actualité l'a montré, il lui arrive de trébucher.

UNE COLLUSION SALARIÉS/ACTIONNAIRES

Au-delà des freins sur la prise d'otage, le modèle des droits de propriété ne dit pas grand-chose sur la taille de la rente. Ni sur qui la paie *in fine*, l'actionnaire ou le client. Parce que la réalité est celle-ci : la banque d'investissement et de marché est en moyenne extrêmement rentable pour l'actionnaire. S'il se fait voler par le salarié, c'est dans des conditions très agréables. L'analyse des salaires ne peut donc s'arrêter aux relations entre actionnaires et salariés. Elle est triangulaire et oblige à une analyse du pouvoir de marché de la banque face à son client.

L'idée dans la troisième explication des hauts salaires en finance est que les clients paient trop cher une batterie de services dont il leur est difficile de se passer. Salariés et actionnaires ne seraient alors pas uniquement en conflit pour le partage de la rente ; ils seraient de connivence vis-à-vis du client pour avoir la rentabilité la plus grande. Moins rentables et la pression sur les salaires serait plus forte. Comme on va le voir aussi, moins payés et la banque serait moins profitable, et pour une raison autre que le caractère incitatif des hautes rémunérations.

Une première preuve de cet alignement face au client vient de l'examen du compte d'exploitation des banques d'investissement. Le montant des rémunérations représente en bonne conjoncture un pourcentage à peu près constant du revenu net avant salaire et bonus (sauf en période de crise, un bonus ne pouvant être négatif). Et la rentabilité est extrêmement élevée. Goldman Sachs a dégagé un rendement sur fonds propres (ROE - *return on equity* - après impôts) de 33 % en 2006 et en 2007, les deux années qui ont précédé la crise. Il en va de même à une échelle moindre pour les banques françaises. En 2006, par exemple, le pôle banque d'investissement de BNP Paribas dégage un ROE avant impôts de 39,9 % ; celui de la Société générale, un ROE après impôts de 55,6 %.

Pour Goldman Sachs, ce ROE reste de 22,5 % en 2009, en dépit du contexte de crise financière. Et ceci, non par baisse des profits, mais parce que les fonds propres ont été fortement accrus. Au premier trimestre 2010, la rémunération de ses 32 500 salariés s'élève à 5,5 Md\$, soit 17 % de plus qu'à la même période de 2009. En 2007, elle atteignait 20,2 Md\$, soit près de 600 000 dollars par salarié.

Dans la ligne de Philippon et Reshef et sur la base de leur estimation d'un élément de rente de 40 % de la rémunération servie aux banquiers, on peut calculer un ROE ajusté, consistant à ajouter à la rémunération des actionnaires la surrémunération prise par les salariés. On obtient alors un ROE de 64 % en 2007 et de 38 % en 2009. Si, pour fixer les idées, on posait à 15 % ce que serait une rémunération

normale d'actionnaire dans ce secteur, il en sortirait une rente ou une taxe extraite par Goldman Sachs sur le secteur non financier de 21 Md\$ en 2007 et encore de 16 Md\$ en 2009. Les chiffres sont bien moindres pour les banques françaises, mais il faut apprécier que l'essentiel de cette taxe, y compris pour les banques françaises, soit perçu hors de France par les places financières dominantes que sont la City et Wall Street. Elles contribuent à assurer l'extraordinaire prospérité de la ville de Londres.

POURQUOI LA CONCURRENCE JOUÉ PEU À RÉDUIRE CES PROFITS

Comment se fait-il que le mécanisme de la concurrence ne fasse pas baisser cette rentabilité ? Plusieurs mécanismes semblent à l'œuvre.

Première raison, le coût du service est souvent facturé en pourcentage d'un montant de transaction, ce qui le rend assez indolore pour le client : de 3 % à 7 % pour une levée de fonds dans le cadre d'une mise en Bourse, 1 % pour une émission d'actions, 0,3 % pour une émission obligataire... Ces pourcentages avaient un peu baissé avec la crise, mais sont remontés depuis à leur niveau antérieur. Ces charges étaient traditionnellement incorporées aux coûts d'acquisition et donc n'apparaissent au compte d'exploitation que de façon très lissée. Les normes comptables IFRS (International Financial Reporting Standards) ont fait faire quelques progrès dans le sens de la

transparence. Si certains directeurs financiers ont renâclé devant ces obligations comptables nouvelles, rien de mieux pourtant que de « sentir la douloureuse » pour faire pression sur les prix plutôt que de cacher les coûts dans les replis du bilan. Par exemple, le conseil à une cession d'entreprise coûte entre 0,5 % et 2 % de la transaction. Mais une commission de 1 % pour le rachat d'une entreprise d'une valeur de 500 M€ représente 5 M€ de charges, c'est-à-dire vingt-huit ans de salaire d'un cadre d'entreprise payé 15 000 euros brut par mois. Ce coût est toléré parce que s'y attache un élément de réputation bien utile pour convaincre un conseil d'administration. On lui dira que la commission de 1 % est bien moindre que l'économie que le recours à l'intermédiaire a permise (au moment où le conseil du vendeur fait valoir le même argument à rebours chez son client, qui paie lui aussi 1 % !). Bien que l'organisation d'enchères pour les cessions d'entreprise prenne une nature toujours plus formalisée, il n'y a à ce jour pas d'impact à la baisse sur le prix de la prestation.

Deuxième raison, les tarifs sont souvent opaques pour le client, même s'il est averti et s'il s'agit de produits relativement simples, typiquement une solution de *cash* management. La finance n'est pas le seul secteur où des prix complexes coïncident avec des contrats complexes. Mais apparaissent normalement des professions intermédiaires, agents artistiques ou courtiers d'assurances, qui aident le client à ce que l'acheteur réduise l'asymétrie d'information propre à la relation commerciale. Ainsi, à côté de l'indus-

trie très concurrentielle de l'assurance, ont émergé des courtiers d'assurances puissants qui renforcent, parfois de façon compliquée, la main de l'acheteur. Les banques résistent efficacement à la venue des courtiers sur leur territoire.

L'innovation financière contribue souvent à une captation du profit par l'industrie bancaire, même quand il s'agit d'une vraie innovation, et non d'un montage marketing, conçue pour renforcer l'opacité. Biais, Rochet et Woolley (2010) ont ainsi formalisé un modèle combinant une asymétrie d'information créée par une innovation financière (le client n'en maîtrise pas encore tous les détails) et une « responsabilité limitée » pour l'intermédiaire bancaire (limitée parce qu'un bonus ne peut pas être négatif). Il en résulte un surprofit pour la banque. Ce résultat est important parce qu'il établit pour la première fois un lien entre le mode de rémunération des banquiers, l'aléa moral qui en résulte à tout niveau et la profitabilité du secteur bancaire, attestant la communauté d'intérêt entre la banque et ses salariés dans la captation du surprofit.

La troisième raison tient à la nature très particulière de la concurrence autour des clients, qui pourrait faciliter indirectement la collusion. La logique est celle-ci : les rémunérations forment le gros des coûts de production d'une banque d'investissement et s'établissent au niveau courant du marché. Une autre banque ne viendrait pas déroger à cette convention, commode puisqu'elle lui permet de connaître à l'avance les coûts de son concurrent et donc de se donner une cible de prix.

Les tarifs prennent alors le caractère quasi réglementé que l'on a vu. La concurrence joue ainsi secondairement sur les prix, principalement sur la prestation commerciale pour obtenir le mandat, ce qui charge les coûts commerciaux et donc à nouveau les tarifs⁵. Ces conventions de tarifs rendent au total très faibles les marges de négociation pour l'entreprise cliente. Un mécanisme proche existe pour les agences immobilières, très concurrentes et aux barrières à l'entrée inexistantes : l'immobilier a doublé en dix ans ; pourtant, les commissions restent au niveau de 5 %. Dans ce cadre, les mesures d'encadrement des bonus proposées récemment à Londres, à Paris et à Francfort, consistant à les payer en instruments autres que du *cash*, par exemple des créances assises sur la rentabilité à venir des établissements bancaires, peuvent avoir de l'effet : elles imposeraient une nouvelle « convention » sur le marché, redonnant du lest aux actionnaires dans les négociations salariales.

UNE STRUCTURE D'OLIGOPOLE PLUS MARQUÉE

Quatrième raison de cette liste, l'industrie de la finance a évolué au fil du temps vers une structure oligopolistique d'un club étroit de grandes banques d'investissement. Loin est l'époque des années 1970 à New York et à Londres, où le métier de *trading* et de banque d'investissement était le domaine des *partners* et des *old boys* dispersés dans une multitude de bou-

tiques, comme le décrit avec nostalgie Augar (2000). Bien que ce soit difficile à documenter, les conventions tarifaires sont plus faciles à établir pour certains services de base, tels une introduction en Bourse ou une émission obligataire.

Ce pouvoir de marché est indirectement attesté par les banques elles-mêmes. Confrontée à l'exigence des normalisateurs bancaires d'un coussin de fonds propres accru au titre de Bâle III, leur communication est axée sur le fait que ces fonds propres vont impliquer un coût du crédit et des services bancaires plus élevés pour les clients, particulièrement pour les PME. Mais c'est implicitement indiquer qu'elles attendent un rendement des fonds propres identique avant et après la réforme (ce qui ne se justifie nullement puisque le moindre levier de dette va réduire le risque des fonds propres) et qu'elles pourront répercuter le coût accru sur les clients.

Pour mettre en évidence la complexité de la relation triangulaire actionnaires/salariés/clients, cette concentration pourrait ironiquement être la bonne réponse stratégique des actionnaires face au pouvoir de leurs salariés, leur permettant des menaces croisées entre établissements pour limiter les débauchages et réduire le phénomène de *hold-up* (et au passage avoir un poids accru sur les clients). C'est vrai, mais c'est oublier deux tendances importantes du secteur : d'abord la venue répétée des banques commerciales dans le métier de banque d'investissement, sur une logique de synergies de réseaux et malgré les nombreux échecs qu'a encore illustrés la crise ; ensuite, la

révolution qui s'est accomplie dans la gestion d'actifs avec l'émergence des fonds d'investissement dits *hedge funds* dans la gestion quantitative d'actifs financiers et dénommés *private equity* sur la gestion d'actifs industriels.

Le trait particulier de ces fonds, c'est leur caractère partenarial. Ils ne sont pas directement opérateurs de marché et conservent les banques comme fournisseurs. En revanche, ils les concurrencent sur le marché du travail. De nombreux banquiers quittent ainsi l'univers salarial pour monter leur société de gestion, d'autant plus aujourd'hui (à la mi-2010) qu'une régulation est annoncée aux États-Unis rendant plus difficile l'établissement de *hedge funds*. Ils préservent le rapport de force des salariés qui y restent. La structure capitaliste lourde que constitue une banque à capital ouvert n'est plus le lieu d'accueil obligé de ces activités. L'apparition récente de nombreuses boutiques financières pourrait indiquer que le même phénomène est à l'œuvre dans les domaines du *corporate finance* et des fusions-acquisitions, tiré ici par la complexité de gestion des conflits d'intérêts dans les grandes maisons. Il n'est pas exclu d'assister après la crise à une fragmentation nouvelle, rappel de celle observée dans les années 1930 aux États-Unis, de l'industrie financière. Il faudra suivre ce que ce mouvement impliquera sur la formation des salaires de cette industrie et sur le niveau de la rente extraite sur le secteur non financier⁶. La réglementation bancaire risque encore d'accélérer le mouvement si elle ne prend pas garde à un traitement équitable entre banques et *hedge funds* dans l'exigence en fonds propres.

UNE RÉGULATION MAL À L'AISE

Face à des vendeurs indirectement coalisés et dont les prix sont indolores ou incompréhensibles, le secteur non financier reste un peu démuni. Les régulateurs ont plusieurs moyens à leur disposition pour les aider. En promouvant d'abord et surtout la transparence. Imposer, par exemple, les marchés organisés plutôt que le gré à gré pour les échanges de contrats financiers et de valeurs mobilières est fait dans un but prudentiel, de façon à sécuriser les flux et à informer les acteurs économiques des positions à risque prises. Mais c'est aussi un moyen de révéler les marges et les prix, ce qui aide à la concurrence. Promouvoir des normes comptables qui forcent les banques et les entreprises à isoler le coût de service de la transaction en capital va dans le même sens. Corriger par la loi les conventions courantes en matière de fixation de bonus également.

Plus directement, les autorités de la concurrence doivent s'intéresser à la formation des prix pour les services financiers. L'Office of Fair Trading, autorité chargée de la concurrence au Royaume-Uni, a indiqué en juin 2010 qu'il lançait une enquête sur la fixation des commissions de levées de capital en Bourse : elles restent fixées à 3,5 % (contre 2 % il y a dix ans), et ce, quelle que soit la conjoncture. Cette initiative vient après qu'un *pool* de banques a pu se faire facturer 1 milliard de livres par Prudential dans le cadre de sa tentative d'OPA (offre publique d'achat), pourtant fina-

lement avortée, sur la filiale d'AIG en Asie.

Malheureusement, les obstacles abondent. Tout d'abord, on a mis en évidence la complexité de certains contrats financiers, qui rend difficile la détection d'un comportement de collusion. On touche aussi très vite au paradoxe de la régulation dans le lien toujours complexe entre ses champs prudentiel et concurrentiel : le souci prudentiel, celui qui veille à une bonne solvabilité des banques et à un risque systémique réduit, consiste à imposer à l'industrie de nouvelles contraintes dont l'effet non recherché est d'accroître les barrières à l'entrée pour de nouveaux entrants. Avec la crise financière, le poids relatif du prudentiel s'est encore accru et les mesures de sauvetage public des banques ont renforcé la concentration du système bancaire dans la plupart des grands pays. Très peu de nouveaux acteurs apparaissent, ce qui est un paradoxe pour une industrie qui se vante des nombreuses innovations qu'elle fait naître (on considère fréquemment qu'un indice de forte innovation dans une industrie est l'émergence continue de nouveaux acteurs qui viennent rebattre les cartes, comme pour le secteur des médias, de l'informatique ou de l'électronique grand public). Les innovations sont peut-être là, mais on ne voit pas les nouvelles firmes pour les porter.

Tout cela implique des effets contradictoires pour les salaires des banquiers : restrictifs en raison du besoin plus important de capital et donc d'un recours accru aux actionnaires ; restrictifs si la régulation va jusqu'à « réprimer » la finance comme elle l'a

fait en 1933, ce qui serait pénalisant pour la croissance ; mais positifs si elle aide à accroître le pouvoir des banques vis-à-vis de leurs clients et donc la rente à partager. Le régulateur prudentiel ne peut plus ignorer le coût de son gardiennage des marchés bancaire et financier sur le secteur non financier. Et encore faut-il qu'il puisse se libérer de l'influence très forte du secteur financier sur ses décisions, comme le constate Rey (2010) à la suite de nombreux économistes : par des moyens financiers colossaux comme aux États-Unis, par l'intimité sociale entre dirigeants et haute administration ailleurs.

À noter la même ambivalence dans les progrès faits depuis une vingtaine d'années en matière de transparence et de gouvernance des entreprises. Ces efforts ont eu pour effet de rendre aux actionnaires une partie des coûts d'agence liés à une gouvernance défectueuse. Mais ils ont eu aussi pour résultat d'accroître très fortement les coûts des intermédiaires financiers, banques d'investissement, conseils indépendants ou évaluateurs qui participent à cette transparence. De sorte que le mouvement n'a souvent fait que transférer de la richesse des sociétés à mauvaise gouvernance vers le secteur des services financiers.

CONCLUSION : UNE NÉCESSAIRE PRESSION SOCIÉTALE

Si difficile que ce soit, les banques doivent s'entendre, avec l'aide du législateur, pour assainir cette question salariale. Les clients des banques et

le grand public peuvent y aider aussi, avec une forme de pression sociale qui a montré son efficacité dans l'exemple - extrême ! - des activités polluantes ou recourant au travail des enfants. À noter l'initiative de l'Institutional Limited Partners Association (ILPA), association qui rassemble certains investisseurs américains et européens dans le *private equity* et qui souhaite une limitation des frais des gérants, immanquablement rivés à leur rémunération du 2 %-20 %⁷. De même en France, celle de la DFCG (Association nationale des directeurs financiers et de contrôle de gestion) qui alerte ses membres sur le fait que ce sont finalement eux et personne d'autre qui paient les bonus des banquiers. Si les banques ne se rendent pas à ces pressions, elles risquent de subir une forme de flétrissure sociale. Le grand public demande où est finalement la valeur ajoutée du secteur financier au regard des rémunérations servies. Aide-t-elle à une bonne allocation de l'épargne, par exemple dans le secteur immobilier ? Réduit-elle le risque pour les ménages et les entreprises ? Et assure-t-elle une croissance économique stable ? Deux tribunes du

Financial Times, l'une avant la crise, l'autre après, font sentir le glissement de l'opinion. Dans la première, Stuttard (2006), lord maire de la City de Londres, prenait la défense des rémunérations de la finance. Il en reconnaissait le caractère choquant pour le grand public. Mais pour remarquer avec attendrissement que les individus en question ont « des talents exceptionnellement rares », qu'ils paient beaucoup d'impôts qui aident à construire des routes et des hôpitaux et que certains donnent même une part de leur bonus aux bonnes œuvres. Dans la seconde, quatre ans plus tard, Hastings (2010) écrit : « Nous savons que l'industrie des services financiers est importante pour le Royaume-Uni. Mais tout respect sera dénié aux banquiers tant qu'ils ne reconnaîtront pas que leurs gains sont facteurs de division sociale moralement et politiquement intolérables. Je considère presque comme un devoir social de tordre le nez quand une voisine de table lors d'un dîner me dit que son mari est banquier, parce que cette caste ne sera conduite à se sentir honteuse que si l'on perce l'armure de sa suffisance. »

NOTES

1. L'article est très technique. Wessel (2006) en a fait un bon résumé dans une tribune dans le *Wall Street Journal* ; disponible sur le site : <http://online.wsj.com/article/SB116242171357310677.html>.

2. Oliver Hart reconnaît la filiation de son approche avec celle de Karl Marx, ironie pour un économiste venant de l'université de Chicago. La même logique, jouant à l'inverse, est en effet à l'œuvre dans l'explication de Marx, faite dans le contexte de la Manchester des années 1840 : la propriété exclusive d'actifs industriels coûteux et peu transférables donne à l'actionnaire qui en a le contrôle (le capitaliste) un levier très fort sur la formation des salaires. Il les réduit au niveau de subsistance du salarié, celui qui permet juste de « reconstituer la force de travail », laissant une rente (ou plus-value) à l'actionnaire.

3. Le modèle des laboratoires pharmaceutiques change lui aussi, peut-être sous l'influence de la finance : certaines équipes de recherche prennent leur autonomie et le risque des phases 1 et 2 dans le développement d'un médicament est transféré à de petites *start-up* qui sont rachetées en cas de succès.
4. La division « Financial Products » de AIG, celle qui en jouant sur les CDS (*credit default swaps*) avait fait perdre plus de 40 Md\$ à l'entreprise, a reçu des bonus pour un montant de 220 M\$ pour ses 377 salariés en 2008, soit plus de 0,5 M\$ par tête et plus de 3 M\$ pour sept d'entre eux. Ceci alors que le gouvernement avait injecté 180 Md\$ dans l'entreprise et contrôlait 80 % des actions.
5. C'est la raison pour laquelle les commerciaux (banquiers conseil) font partie des personnels parmi les mieux payés de la banque.
6. L'Autorité des marchés financiers (AMF) en France a eu pendant longtemps une forte réticence envers le développement de la gestion quantitative de l'épargne *via les hedge funds*. Cela a protégé les banques en place contre leur entrée intempestive, avec l'effet ambigu noté sur les salaires du secteur, mais positif sur la rentabilité des banques en place. Accessoirement, dans le monde très ouvert de la finance, cette industrie naissante est partie à Londres, place pourtant moins bien pourvue initialement que Paris en personnels compétents en finance quantitative.
7. Soit 2 % de frais de gestion sur les sommes confiées et 20 % de la plus-value au-delà d'un taux de rendement plancher.

BIBLIOGRAPHIE

- AKERLOF G. et KRANTON R. (2010), « Faire redescendre Wall Street de son piédestal », Association nationale des directeurs financiers et de contrôle de gestion (DFCG), *Le blog des professions financières*, 5 mars. Disponible sur le site : www.dfcdg.com/blog.
- AUGAR P. (2000), *The Death of Gentlemanly Capitalism : the Rise and Fall of London's Investment Banks*, Penguin.
- BECKER G. (1975), *Human Capital : a Theoretical and Empirical Analysis*, 2^{ème} édition, Columbia University Press.
- BIAIS B., ROCHET J.-C. et WOOLLEY P. (2010), « Rent Capture through Financial Innovation », VOX, 25 mars. Disponible sur le site : www.voxeu.org.
- BOLDRIN M. et LEVINE D. (2004), *Against Intellectual Monopoly*, Cambridge University Press, p. 57.
- COASE R. (1937), « The Nature of the Firm », *Economica, New Series*, vol. 4, n° 16, novembre, pp. 386-405.
- CROTTY J. (2009), « The Bonus-Driven Rainmaker Financial Firm : How these Firms Enrich Top Employees, Destroy Shareholder Value and Create Systemic Financial Instability », University of Massachusetts, Amherst, *Working Paper*, n° 2009-12, octobre.
- GABAIX X. et LANDIER A. (2008), « Why Has CEO Pay Increased So Much ? », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 123, pp. 49-100.
- GODECHOT O. (2006), « Hold-up en finance. Les conditions de possibilité des bonus élevés dans l'industrie financière », *Revue française de sociologie*, vol. 47, n° 2, pp. 341-371.
- GODECHOT O. (2007), *Working rich. Salaires, bonus et appropriation du profit dans l'industrie financière*, La Découverte.
- GOLDIN B. et KATZ L. (2009), « Dynamics of the Gender Gap for Young Professionals in the Corporate and Financial Sectors », National Bureau of Economic Research (NBER), *Working Paper*, n° 14681, juillet.
- HART O. (1995), *Firm Contracts and Financial Structure*, Oxford : Clarendon Press.
- HASTINGS M. (2010), « The War on Greed Begins at the Dinner Table », *Financial Times*, 13 juillet.
- KAPLAN S. et RAUH J. (2007), « Wall Street and Main Street : What Contributes to the Rise in the Highest Incomes ? », National Bureau of Economic Research (NBER), *Working Paper*, n° 13270, juillet.

- MEUNIER F. (2007), « Les hauts salaires dans la banque : talent ou collusion ? », *Revue française d'économie*, vol. 22, n° 1, pp. 49-71.
- OYER P. (2008), « The Making of an Investment Banker : Stock Market Shocks, Career Choice and Lifetime Income », *Journal of Finance*, vol. 63, n° 6, décembre, pp. 2601-2628.
- PHILIPPON T. et RESHEF A. (2008), « Skill Biased Financial Development : Education, Wages and Occupations in the US Financial Sector », New York University, *Working paper*.
- PHILIPPON T. et RESHEF A. (2009), « Wages and Human Capital in the US Financial Industry : 1909-2006 », National Bureau of Economic Research (NBER), *Working Paper*, n° 14644, janvier.
- RAJAN R. (2008), « Bankers' Pay Is Deeply Flawed », *Financial Times*, 9 janvier.
- REY H. (2010), « Le fabuleux lobbying de la finance américaine », *Les Échos*, 10 février.
- ROSEN S. (1981), « The Economics of Superstars », *The American Economic Review*, vol. 71, n° 5, décembre, pp. 845-858.
- STUTTARD J. (2006), « How We All Profit from Million Dollar City Bonuses », *Financial Times*, 20 décembre.
- WESSEL D. (2006), « With CEO Pay, Size Does Matter », *Wall Street Journal*, 2 novembre.