

## PRÉFACE

La crise bancaire de 2007, devenue financière, puis économique et enfin monétaire, coûta plus de 4 000 milliards de dollars aux institutions financières et provoqua ou accéléra une chute généralisée du prix des actifs. Les effets de la crise des dettes souveraines qu'elle engendra en Europe empêchent encore à l'heure actuelle la plupart des pays européens de retrouver leur potentiel normal de croissance et de réduire le chômage.

Beaucoup d'économistes se sont penchés sur les causes de cette crise systémique et ont proposé leurs remèdes, laissant parfois échapper quelques *mea culpa*. Quant aux juristes, certains commencent à étudier les mesures prises à travers le monde afin de mieux organiser les marchés et les acteurs de la finance.

L'ouvrage de Margot Sève rattache avec précision ces deux niveaux : les phénomènes économiques et l'action, ou l'inaction, des gouvernements et des administrations. L'auteure éclaire en effet les causes de la crise de 2007 à partir des lacunes de la régulation financière antérieure. Elle analyse également les nouvelles orientations prises par les pouvoirs publics et en étudie le déploiement dans les réglementations mises en place ou en discussion à l'échelle internationale, aux États-Unis et en Europe. Pour ce faire, elle relie les phénomènes économiques et les règles juridiques grâce aux outils de la « théorie de la régulation », élaborés, chez les économistes, par George Stigler, Jean-Jacques Laffont et Jean Tirole, et, chez les juristes, par Richard Posner et Marie-Anne Frison-Roche.

Sur le plan politique et juridique, la crise a marqué le coup d'arrêt au mouvement de dérégulation du secteur financier, entamé dans les années 1980, et dans lequel se laissa sans doute trop entraînée l'Europe continentale, qui ne bénéficiait pas de la même culture financière que les américains ou les britanniques. Durant toute cette période, les instances nationales et internationales élaborèrent des réglementations qui laissaient subsister beaucoup de zones d'ombre et de lacunes. De plus, aux règles édictées, faisaient défaut des pouvoirs de police, de contrôle, de supervision. On misait alors sur la *soft law* et l'autorégulation des acteurs, sans s'assurer que ces derniers, auxquels étaient confiées des marges de manœuvre inédites, faisaient usage de leurs privilèges de manière raisonnable.

Ces insuffisances réglementaires d'avant-crise ont pour origine la méconnaissance du défi très particulier que la finance moderne pose aux États et aux régulateurs, sur lequel insiste à de nombreuses reprises Margot Sève. L'économie de marché repose en effet sur la circulation et la qualité de l'information concernant les biens et les services offerts aux agents, en l'espèce les épargnants et les investisseurs.

Or, dans la finance, l'interconnexion des secteurs, – bancaire, financier et assurantiel –, et les innovations permanentes dans les produits et les méthodes de transaction engendrent une complexité et une opacité qui minent les bases mêmes de la théorie des marchés efficients. Cette absence de transparence fait alors planer le risque, au-delà de la faillite d'un acteur isolé, d'un effondrement généralisé du système.

L'ouvrage montre qu'après la crise, les régulations internationales et nationales de la finance ont cherché à se développer sur des périmètres élargis et à des niveaux de contrôle plus profonds. Même si la régulation dite « microprudentielle », opérée au niveau de chaque établissement, ne doit pas être abandonnée, il importe dorénavant qu'elle soit bien articulée à une régulation globale, impliquant un rôle renforcé des banques centrales. Une nouvelle approche « macroprudentielle » s'est ainsi développée, notamment avec la prise en compte des institutions d'importance systémique, bancaires ou non bancaires, à l'égard desquelles sont instaurés des critères d'identification et des exigences spécifiques en matière de capital et de régime de résolution.

La nouvelle architecture européenne et internationale décrite par l'auteure montre que les pouvoirs publics s'efforcent de « maîtriser la finance » en dépassant des approches seulement « réglementaires » et « microéconomiques », en s'accordant de nouveaux pouvoirs de supervision et de contrôle et en établissant une surveillance des interactions entre les différents secteurs et activités.

La seconde partie du livre est principalement consacrée aux risques et aux coûts susceptibles d'être engendrés par les nouvelles régulations, qui peuvent sembler soumettre les agents économiques à des injonctions parfois contradictoires. Les banques notamment doivent réduire, en application des normes de Bâle III, leur détention d'actifs risqués mais aussi conserver des titres souverains alors que des États en crise peuvent souffrir d'un profil de risque élevé ; renflouer leur capitaux propres, – ressources chères –, en continuant à délivrer

des crédits accessibles, ce qui diminue la profitabilité et retarde le renforcement en fonds propres ; détenir beaucoup de réserves à long terme, alors que le métier de banquier consiste à transformer le court vers le long.

Toutefois les acteurs privés n'ont pas perdu leur liberté. À propos des marchés de dérivés de gré à gré, objets du règlement EMIR en Europe et de la loi Dodd-Frank aux États-Unis, l'auteure montre que l'instauration de chambres de compensation et de registres centraux constituent de formidables outils de transparence et de diffusion d'informations offerts aux régulateurs et aux acteurs du marché. Mais elle signale aussi le risque de transformer ces chambres de compensation, acteurs privés, en de véritables opérateurs systémiques. Ce nouveau statut devrait conduire les pouvoirs publics à réfléchir à une surveillance plus spécifique de ces institutions, ainsi que le Comité de Bâle a commencé à le faire.

Chaque thème abordé appelle ainsi son lot d'interrogations : les régulateurs auront-ils les moyens de contrôler le fonctionnement interne des agences de notation ? Quelles seront leurs capacités à surveiller les ratios de levier des *hedge funds* ? L'absence de guichet unique européen pour de nombreuses réglementations de marché ne risque-t-elle pas de favoriser des juridictions souples ?

L'ouvrage de Margot Sève ne présente pas la régulation comme une science achevée : les acteurs privés ne sont pas dotés d'une rationalité parfaite, comme l'ont crû parfois les dérégulateurs des années 1980-2000, et les régulateurs ne sont pas davantage des *dei ex machina*, pas plus que les gouvernements, qui doivent aussi se soucier de leurs agendas électoraux.

La consolidation des objectifs évoqués ne peut être efficace sans revenir aux bases de la régulation économique, qu'il convient de ne pas hésiter à appliquer à la régulation financière : la sanction tout d'abord, pénale et administrative, désormais renforcée, comme le montre la révision de la directive abus de marché ; la fiscalité ou l'encadrement des rémunérations exubérantes ; enfin, l'augmentation des moyens humains et financiers des agences de régulation (AMF et ACP en France), qui sont la clé de voûte de la mise en œuvre des si nombreuses décisions réglementaires post-crise.

Pour cette raison, – et c'est en quelque sorte le message de l'ouvrage –, la régulation de la finance doit faire l'objet d'une vigilance permanente, qui ne devra pas se relâcher avec le retour de la croissance ou le désintérêt des medias. L'effort est toujours à venir : celui de calibrer au mieux

des régulations efficaces, pour prévenir les défaillances de marchés, sans pour autant brider la reprise économique.

Sur ces sujets évolutifs et complexes, la qualité de l'information et du débat publics sont donc essentiels. Le livre de Margot Sève leur apporte une contribution remarquable.

Jean-Pierre Jouyet  
Directeur Général de la Caisse des Dépôts et Consignations