

Après la dérégulation, le sens de la régulation

SABRINA ABIB*

« L'état qui engendre la règle est différent de celui que la règle engendre ».
Nietzsche, *Humain, trop humain*.

INTRODUCTION

Qu'est-ce que réguler aujourd'hui ? Il existe une multitude d'acceptions du terme « régulation » ; nous partirons, pour notre étude, d'une définition que nous proposons ici à titre de suggestion pour l'analyse qui suit. Nous pouvons remarquer, au demeurant, que le lien qui relie toutes les définitions reflète la contrainte ou la normalisation d'un choix face à une prescription ou à des règles. Autrement dit, il s'agit de comprendre quelles sont les interactions entre la *sphère politique* et la *sphère économique et financière* et quels enjeux normatifs émergent à leur croisement. La sphère politique comprend les différentes instances de régulation tant à l'échelle nationale (comme l'Autorité des marchés financiers) qu'à l'échelle européenne avec la Banque centrale européenne. Par *sphère économique et financière*, nous entendons l'espace des activités d'échange de biens et services et de production.

L'État est le point de départ de notre réflexion. Ses fonctions sont aujourd'hui en mutation et elles impliquent une nouvelle approche de la régulation : *la sécurisation*. Cette dernière introduit une tension par rapport aux prérogatives initiales propres au concept de régulation. En effet,

105

*Après la dérégulation,
le sens
de la régulation
Sabrina Abib*

* Je remercie Emmanuel Picavet pour ses encouragements et ses commentaires. Ce travail a aussi profité de nombreux échanges avec Christian Walter, Nicolas Brisset et Hugo Thiefaine.

l'émergence de cette nouvelle prérogative de surveillance, de contrôle, de maîtrise et de cadrage des marchés financiers s'est renforcée en longue période par l'adjonction d'un volet politique. Un questionnement éthique et normatif traverse le rôle de l'État et son interaction avec la sphère financière. Dans quelle mesure assistons-nous aujourd'hui, en rapport avec ces évolutions, à l'émergence d'un nouveau type de régulation ?

FONCTIONS DE L'ÉTAT

L'État est souvent défini comme producteur de biens et services ; en devenant régulateur, il assume comme fonction principale de pouvoir assurer que les acteurs économiques jouent bien le jeu selon les *règles établies*. Si la redistribution des revenus et la stabilisation sont des modes d'intervention dans la sphère économique, la régulation peut être vue comme un troisième mode opératoire d'intervention. Le rôle de garant de l'État est aujourd'hui renforcé et réhabilité. La puissance publique se déploie sous différentes formes et semble désormais prôner un contrôle accru de la sphère économique et financière. La régulation est une des fonctions essentielles de la puissance publique. Le concept de *puissance publique* est ici employé afin de désigner les différents moyens que l'État détient afin d'assurer la sécurité du territoire et des citoyens et de vérifier l'application des lois et règlements. La théorie classique de la puissance publique, largement développée par Maurice Hauriou (1856-1929), s'efforce de mettre en évidence le caractère exorbitant du droit administratif.

La relation entre intérêts publics et marchés financiers nous fait aujourd'hui assister à l'instauration d'un nouvel équilibre. Ce dernier implique que l'intervention de l'État soit *fonction* d'une nouvelle approche des marchés financiers. C'est à la suite des nombreuses crises financières que la question éthique et politique des fonctions de l'État s'est posée¹. Comment pouvons-nous définir de manière collective les règles ou prescriptions auxquelles la sphère économique et financière doit se soumettre ? La principale arme de l'État est l'édiction de *la règle*, et le *contrôle* de cette règle, tout en évoluant entre prérogatives nationales électorales de court terme et évolutions juridiques à long terme (notamment à l'échelon européen).

1. Voir Christian Arnspenger, Philippe Van Parijs, *Éthique économique et sociale*, Paris, La Découverte, Collection Repères, 2003.

PLUSIEURS RÉGULATIONS

Le concept de régulation

Le concept d'équilibre est au centre des prérogatives de l'État et de la sphère politique. En effet, la régulation est l'ensemble des moyens mis en œuvre afin d'atteindre l'équilibre d'un système dans le but d'assurer sa pérennité. Il convient d'envisager la régulation comme le croisement d'une contrainte ou normalisation d'un choix x en présence d'une prescription ou d'un système de règles y .

On distingue une régulation « de premier ordre », dont le but est de superviser les marchés financiers, d'une régulation « de second ordre » dite sociale et politique, qui traite des corrections des aléas de marché. Notons que la signification du terme de *régulation* ne fait pas consensus. Dans la plupart des cas, ce mot est employé comme la transposition du terme anglo-saxon « *regulation* ». Ce dernier renvoie au concept de réglementation. Le concept de régulation, à savoir la mise en place des règles, est également à différencier du concept de « supervision », qui renvoie au contrôle *ex post* de ces mêmes règles. *In fine*, *réguler* et *superviser* font donc partie d'un même système tout en se différenciant. En ce sens, l'État supervise et régule par l'intermédiaire « d'autorités administratives publiques » autonomes et/ou indépendantes².

107

*Après la dérégulation,
le sens
de la régulation
Sabrina Abib*

Un dispositif externe ?

Si la régulation des marchés financiers implique d'assurer la protection des épargnants, le respect des règles de concurrence et la prévention des risques systémiques, l'État est confronté à trois écueils dans sa régulation : les problèmes d'asymétrie d'information, l'existence de monopoles naturels, et enfin les externalités et la fourniture de biens collectifs. Le régulateur appréhende de manière externe la sphère économique et financière par le biais d'un interventionnisme institutionnel à l'échelle tant nationale qu'europeenne. Par exemple, les autorités de régulation bancaire et assurantielle ont été regroupées depuis la dernière grande crise financière au

2. Voir l'ouvrage *Normes et Institutions*, sous la direction de Thomas Boccon-Gibod et de Caterina Gabrielli, Paris, Hermann, 2015.

sein de l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR). Quant à l'Autorité des marchés financiers (AMF), elle est chargée de surveiller les marchés d'actions, ainsi que de protéger les investisseurs. À l'échelle européenne, les autorités monétaires, *via* les banques centrales nationales et européenne, gèrent les risques systémiques – en plus d'émettre la monnaie fiduciaire et de fixer les taux d'intérêt.

À l'échelle européenne, la BCE exerce une mission de supervision supplémentaire depuis le 1^{er} mars 2014 à l'égard des banques de la zone euro dont l'actif dépasse trente milliards d'euros, à travers le renforcement des instruments de supervision : ratios de fonds propres, ratios de liquidité, ratios de levier, etc. Cela s'ajoute aux prérogatives habituelles de la BCE en matière de politique monétaire de la zone euro, de supervision micro-prudentielle des banques de la zone et de politique macroprudentielle. Afin de contourner certaines impasses, la BCE a par exemple lancé le 9 mars 2015 une politique d'« assouplissement quantitatif » (QE) permettant des rachats massifs de la dette publique, soit soixante milliards d'euros par mois, afin de relancer et de stimuler l'économie de la zone euro. Cette politique dite « non conventionnelle » qui s'efforce de créer de la monnaie non plus pour financer l'activité de prêt des banques commerciales, mais plutôt pour acquérir des titres directement sur le marché, s'élabore lorsque les outils traditionnels de la BCE ne sont plus efficaces – ses taux directeurs étant déjà proches de 0 %. Il s'agit de mettre en place une régulation en combinant des mécanismes du marché et des prérogatives habituelles ou exceptionnelles traduisant l'interventionnisme de la puissance publique.

LA SÉCURISATION

Une nouvelle modalité de régulation

Dans le prolongement du renforcement de la législation, avec par exemple la mise en place de la réglementation bancaire de Bâle III, nous assistons ces dernières années à la montée en puissance d'une nouvelle forme de sécurisation des marchés financiers. La sécurisation se présente comme un nouveau type de régulation. Les pouvoirs publics (autrement dit l'État et les différents gouvernements qui se succèdent à sa tête) se doivent de veiller à déjouer les risques systémiques sur les marchés financiers (comportant des impacts négatifs potentiels sur l'économie réelle) ; en cela, nous

pouvons affirmer que cette branche de sécurisation *z'* constitue à son tour *de facto* une régulation.

Le concept de sécurisation implique la mise en place d'un *dispositif procédural* qui se déploie à long terme, afin de contrecarrer les perturbations intempestives. À cet égard, nous pouvons distinguer une approche par la sécurisation *subjective*, où le régulateur anticipe le risque (approche qu'on dira « de bas en haut »), d'une approche par la sécurisation *objective*, qui s'efforce d'appréhender les marchés financiers de manière systémique (approche « de haut en bas »). Il est essentiel de dépasser l'habituelle dichotomie entre une approche interventionniste et une approche néolibérale. Il convient plutôt d'étudier en amont le mode opératoire du système de sécurisation des marchés ; ce que Christian de Boissieu nomme « l'équilibre fragile du triptyque réglementation – discipline de marché – contrôle interne³ ».

« Bâle III » (avec le ratio McDonough instauré en 2008) poursuit en effet le binôme réglementation – contrôle interne, la discipline de marché répondant quant à elle à des exigences de communication financière et aux attentes des différentes parties prenantes, telles que les agences de notation et les investisseurs. Le Comité de Bâle a permis l'instauration et la mise en place de modèles internes d'évaluation des risques de marché comme la *VaR* (*Value at risk*), afin de maîtriser la couverture en fonds propres selon la valeur clé d'exposition au risque. La *VaR* est l'indicateur qui permet d'évaluer le risque de marché pour un portefeuille ou pour la valeur d'un actif, soit le montant des pertes potentielles maximales par rapport à une probabilité donnée d'un événement inscrit dans un certain horizon temporel.

Dans la même perspective, nous pouvons opposer une sécurisation passive, visant à anticiper l'incertain, à une sécurisation active dont le but est de protéger des risques systémiques sur les marchés financiers. Nous pouvons confronter la notion de sécurisation intérieure *via* des instruments financiers tels que les outils de gestion, à la notion de sécurisation extérieure *via* la mise en place d'un système interne normatif et institutionnel. Le lien entre les concepts de *régulation* et de *sécurisation* des marchés financiers par les pouvoirs publics s'inscrit également dans une tension entre les finalités de *protection* (dont l'enjeu est la sécurité) et les finalités de *production* dont l'enjeu est la croissance du capital. Ces finalités relèvent de processus normatifs différenciés, impulsés par les acteurs et les institutions.

3. Voir Christian de Boissieu, Jézabel Couppey – Soubeyran, *Les Systèmes financiers : Mutations, crises, régulations*, Paris, Economica, 2013, p.164.

Un dispositif interne ?

Le régulateur gouverne à travers des instruments construits avec des mesures de risque. La gouvernance prend forme à travers la médiation de ces mesures de risque. Par exemple, le régulateur crée l'instrument réglementaire qui peut mesurer le risque, mais l'instrument crée également le modèle qui se trouve légitimé dans la sphère financière. À cet égard, on peut dire que le modèle met en forme l'incertitude. Cette dernière est à la fois le motif de la mise en place de la régulation, et un vecteur de l'émergence des normes.

Il est important de noter que le dispositif de sécurisation passe par un contrôle interne renforcé et une discipline de marché stricte. Autrement dit, comme l'a souligné Christian de Boissieu, le régulateur instaure un dispositif de sécurisation interne où il revient aux agents d'anticiper l'irréductible incertitude du réel.

CONCLUSION

110

*Dossier
Politiques
du capital*

Si, dans une approche pragmatique, nous pouvons défendre la convergence d'un processus de régulation enraciné dans une approche centrée sur la performance et le contrôle interne, la régulation se révèle être une appréhension extrêmement politique de la sphère financière, dont les tenants et les aboutissants demeurent étroitement liés aux multiples configurations des modèles de gouvernance et de risque.

Il demeure encore des sentiers à explorer tels que les enjeux d'asymétrie informationnelle entre régulé et régulateur. Il faut aussi aborder frontalement la question : « qui peut réguler le régulateur ? ». Le concept de *régulation* est, en lui-même, exposé à de possibles mutations. L'évolution récente vers la « sécurisation » donne déjà l'exemple d'une inflexion significative.