

Les interactions entre innovations financières et réglementaires : causes et conséquences de la crise
ou
Comment la crise a conduit les instances de régulation financière européennes à se réinventer

Après avoir établi un ancrage théorique pour analyser la nature et la dynamique du processus d'innovation en matière financière, ce travail se propose d'étudier les liens entre l'innovation et la crise financière mondiale des années 2007 à 2009.

Pour appréhender les facteurs qui président aux processus de changements au sein des systèmes financiers, nous avons préféré les approches qui proposent une endogénéisation des causes de l'innovation financière, telles que les théories d'E.J Kane et de W.L Silber : les comportements innovants représenteraient une réaction des agents privés aux imperfections des marchés, résultant notamment de la réglementation financière.

Le cadre théorique de la dialectique de la réglementation nous a ensuite permis de mettre en évidence le rôle des interactions entre innovations et réglementation dans le déclenchement et la propagation de la crise : les coûts associés à certaines contraintes réglementaires ont donné lieu au développement de stratégies de contournement reposant largement sur des innovations financières complexes exploitant les lacunes de la réglementation, telles que les crédits *subprime* ou les *credit default swaps*. La dialectique de la réglementation s'est donc illustrée dans le déroulement de la crise financière mondiale dans la mesure où la concentration des risques qui ont mené au déclenchement de la crise résultent, pour partie, des stratégies de contournement de la réglementation développées par les intermédiaires financiers.

Mais l'opposition dynamique entre les agents régulateurs et les agents régulés qui caractérise la dialectique de la réglementation s'est également illustrée à un second niveau : les débordements de l'innovation financière et leur implication dans la crise ont déclenché une réaction adaptative du régulateur, qui a conduit à des réformes affectant l'essentiel du périmètre de la régulation financière. Les trois séquences de la dialectique de la réglementation (réglementation, contournement et reréglementation) se sont donc illustrées dans le déroulement de la crise financière mondiale.

Ces réformes structurelles ayant modifié le fonctionnement des marchés financiers, nous considérons qu'elles entrent dans le champ des définitions extensives de l'innovation financière proposées dans le premier chapitre de ce travail. Nous formulons alors l'hypothèse que l'évolution de la régulation financière peut être considérée comme une innovation à part entière. Cette intuition résulte du caractère endogène de la régulation, à la fois cause et conséquence de l'innovation, mais aussi du caractère innovant des réactions du régulateur aux stratégies de contournement développées par les intermédiaires financiers. Dans cette perspective, l'innovation et la régulation financière représenteraient deux aspects d'un même processus de changement des systèmes financiers, porté par des agents privés (régulés) dans un cas et par des agents publics (régulateur) dans l'autre pour répondre aux contraintes de compétitivité qui les affectent. Le clivage entre ces deux types de comportements innovants, et donc l'existence même de la dialectique de la réglementation, résulterait alors uniquement d'un écart significatif entre les préférences privées et publiques. Finalement, le phénomène d'innovation en matière financière peut être redéfini comme un « processus de changement de la nature ou du fonctionnement des instruments, agents et marchés financiers », mais aussi des normes de régulation qui s'y rapportent.

Ce travail visait donc à proposer une application actuelle de la dialectique de la réglementation formulée par E.J Kane dès 1988 en démontrant le rôle des interactions entre innovation et régulation financière dans les facteurs, le déroulement et les conséquences de la crise financière mondiale. Cette analyse nous a également permis de formuler une approche actualisée des théories de l'innovation financière, qui peut être définie comme un « processus de changement au sein des systèmes financiers », auquel peuvent être incluses les évolutions de la régulation financière. Au delà de leur intérêt académique, ces

considérations soulèvent des enjeux politiques évidents pour les instances de régulation financière : si les mouvements d'opposition successifs qui caractérisent la dialectique de la réglementation conduisent effectivement à un processus séquentiel de recherche de l'efficacité comme le pensait E.J Kane, la question est alors de savoir si la crise a conduit à des effets d'apprentissage et à une amélioration de la régulation financière.