

LE COMMENTAIRE D' **AUGUSTIN LANDIER ET DAVID THESMAR**

Paie des traders : la faute fatale

Haro sur les « golden boys ». Pour les politiques, l'occasion était trop belle, et ils ne l'ont pas manquée : une infime minorité de jeunes gens, touchant des rémunérations exorbitantes, auraient précipité l'économie mondiale dans la récession. Mais avant de régler tous azimuts, il faut réfléchir à l'économie du problème pour esquisser les différentes pistes de réforme.

Avec la crise a grandi l'idée que c'était la structure de ces rémunérations, plus que leur montant, qui était en cause. Pour faire (trop) simple, un opérateur de marché est

Des incitations de long terme sont bien plus faciles à définir dans des entreprises spécialisées que dans des grandes banques.

rémunéré sur la base du profit annuel qu'il réalise. Jugé uniquement sur son chiffre de fin d'année, le trader de banque devient un opérateur ultra-court-termiste, sans aucune considération pour les risques qu'il aura fait courir à son employeur. Pile, il gagne, face, c'est le contribuable qui perd sa chemise.

L'idée n'est pas nouvelle, et certains garde-fous étaient là pour limiter les excès. Le contrôle interne des risques doit mesurer et limiter l'exposition au risque des différents portefeuilles. Il est aussi courant de mesurer la performance du trader non pas dans l'absolu, mais relativement aux risques qu'il a pris. Ce type de calcul est censé limiter l'appétence pour le risque : les positions risquées rapportent plus (en

moyenne), mais la barre à passer pour que la performance soit jugée satisfaisante est plus haute aussi.

Mais ces mécanismes n'ont pas fonctionné. Mesurer le risque d'un portefeuille s'est avéré très difficile, surtout lorsqu'on a affaire au risque de catastrophe. Le coût du risque a été fixé à un niveau trop faible, dans un environnement où le marché lui-même, perturbé par une politique monétaire exceptionnellement accommodante, sous-évaluait les primes de risque. Il est vrai aussi que la taille grandissante des enjeux financiers a rendu la tentation du jackpot rapide

plus grande chez les traders, et donc la « discipline par la réputation » plus fragile.

A première vue, la solution paraît simple : indexer les rémunérations des traders sur les profits qu'ils réalisent à long terme. Par exemple, l'opérateur pourrait recevoir son bonus seulement tous les cinq ans, sur la base de la performance de son activité, un peu comme dans le « private equity ». Malheureusement, cette solution est difficile à mettre en œuvre dans les salles de marché, car les profits d'une activité donnée sont une notion qu'il est difficile de définir légalement sur le long terme : le desk peut être redéfini ou fermé, les positions du trader peuvent être modifiées dans le futur sans son assentiment ou transférées à une autre entité. Bloquer les bonus en

actions de la banque ne résoudrait pas non plus le déficit d'incitations de long terme car les banques sont si grandes que les décisions individuelles d'un trader individuel n'ont qu'un impact marginal. Dans ces conditions, les économistes disent que les contrats de rémunération sont incomplets.

Les incitations de long terme sont bien mieux définies dans des entreprises spécialisées où l'individu contribue à une fraction importante de la valeur actionnariale. Par exemple, les petites entreprises de biotech donnent des incitations en action beaucoup plus fortes à leurs chercheurs que les grosses entreprises pharmaceutiques qui renoncent à définir par des mesures quantitatives la valeur des découvertes de leurs scientifiques. Les hedge funds et les fonds de private equity sont, vis-à-vis des banques, dans une situation similaire aux biotechs. Le fonds étant une entité à la définition légale précise, il est possible d'avoir une mesure peu manipulable de la performance du manager et même de le faire investir à long terme dans le fonds : les contrats sont plus complets.

Incapables de donner des incitations de long terme, les grandes banques subissent donc un handicap fort par rapport aux fonds d'investissement. Dans ces conditions, les grands conglomérats bancaires doivent-ils continuer à s'investir dans le trading pour compte propre ?

Augustin Landier est professeur assistant à l'université de New York (NYU Stern).
David Thesmar est professeur associé à HEC et directeur scientifique du BNP Paribas Hedge Fund Center.