



Pourquoi de si hauts salaires dans la finance ?

Parfois jugés extravagants, les salaires de la finance font débat. À partir d'une large base de données portant sur 23 pays au cours de la période 1970-2011, l'étude reprise dans cette *Lettre* examine leur évolution relative et les déterminants de l'écart observé par rapport à ceux des autres secteurs. En France, les salaires étaient 30 % plus élevés dans le secteur financier que dans le secteur privé non financier au début des années 1980. En 2008, l'écart atteignait 60 %. Aux États-Unis, cet écart a atteint jusqu'à 90 % en 2008 ! Ces évolutions reflètent la meilleure rémunération des travailleurs les plus qualifiés du secteur financier, en particulier ceux qui occupent des fonctions liées à la prise de risque (comme les traders). Est-ce dû à un usage plus intensif des talents à rémunérer ou à l'accroissement de la rente de l'industrie bancaire que les talents parviennent à s'accaparer ? Telle est la question de fond de cette étude, qui montre que la déréglementation financière – en modifiant la portée et l'éventail des activités exercées – constitue le facteur clé de la dynamique des salaires dans la finance. Une histoire de rente donc plus que de talents, accrue par la déréglementation.

La crise financière globale de 2007-2008 et la grande dépression qui s'est ensuivie sont largement attribuées aux excès du secteur bancaire et financier. Les salaires, parfois extravagants, versés dans ce secteur, font partie de ces excès et, en tant que tels, font l'objet d'une attention croissante. Au moins quatre raisons justifient d'en examiner plus profondément les causes.

Tout d'abord, les salaires élevés dans le secteur financier contribuent fortement aux inégalités de revenus en renforçant la part du revenu détenue par les 1 % les plus riches. Aux États-Unis, cette part a aussi augmenté de 10 % en 1980 à 20 % en 2010. En France, cette part a aussi augmenté mais dans des proportions moindres, passant de 7,5 % en 1980 à 9 % en 2010¹.

Ensuite, bien que le développement de la finance ait largement contribué au développement économique de nombreux pays (Levine, 2005), son ampleur et les rémunérations accordées dans le secteur ne sont pas ou plus corrélées avec la croissance économique au sein des économies avancées (Philippon & Reshef, 2013). Cela accentue les inquiétudes quant aux ressources accaparées par la finance, toujours

plus importantes, en dépit d'une croissance obstinément atone au cours des dernières années².

Troisièmement, dans le même ordre d'idées, les hauts salaires de la finance sont susceptibles de priver d'autres pans de l'économie, plus productifs, de certains talents (Baumol, 1990 ; Murphy, Shleifer & Vishney, 1991)³. Cela peut constituer un frein supplémentaire à la croissance économique (Cecchetti & Kharroubi, 2012 ; Arcand, Berkes & Panizza, 2012)⁴.

Enfin, le secteur financier permet une accumulation des richesses financières, concentrées dans quelques mains et, dans certains cas, leur soustraction à l'impôt. Cette concentration, notamment des richesses financières liquides, pourrait déstabiliser le pouvoir politique (Hacker & Pierson, 2010 ; Winters, 2011)⁵.

À partir d'une large base de données portant sur 23 pays au cours de la période 1970-2011 (données extraites de EU KLEMS et complétées par la base STAN de l'OCDE), nous proposons dans une étude d'examiner l'évolution des salaires dans la finance relativement à ceux des autres secteurs et les déterminants de l'écart observé⁶ (Boustanifar, Grant & Reshef, 2017). Cette *Lettre* en retrace les principaux résultats.

1. Chiffres extraits de la World Wealth and Income database (WID.world).

2. R. Levine (2005), « Finance and Growth: Theory and Evidence », dans *Handbook of Economic Growth*, publié par P. Aghion & S. N. Durlauf, vol. 1A, pp. 865-934, Elsevier, Amsterdam.

T. Philippon & A. Reshef (2013), « An international look at the growth of modern finance », *The Journal of Economic Perspectives*, 27(2), pp. 73-96.

3. W. J. Baumol, « Entrepreneurship: Productive, Unproductive, and Destructive », *Journal of Political Economy*, 98, pp. 893-921. K. M. Murphy, A. Shleifer & R. W. Vishny (1991), « The Allocation of Talent: Implications for Growth », *The Quarterly Journal of Economics*, 106, pp. 503-530.

4. S. G. Cecchetti & E. Kharroubi (2012), « Reassessing the impact of finance on growth », Bank of International Settlements, Conference Draft. J. L. Arcand, E. Berkes & U. Panizza (2012), « Too much finance? », *IMF Working Paper*, WP/12/161.

5. J. S. Hacker & P. Pierson (2010), *Winner-Take-All Politics: How Washington Made the Rich Richer—and Turned Its Back on the Middle Class*. Simon & Schuster. J. A. Winters (2011), *Oligarchy*, Cambridge University Press.

6. H. Boustanifar, E. Grant & A. Reshef (forthcoming), « Wages and Human Capital in Finance: International Evidence, 1970–2011 », *Review of Finance*.

■ Des salaires bien plus élevés dans la finance

Comparés à ceux du secteur privé non financier, les salaires dans la finance ont progressé de 1970 jusqu'en 2005, dans la plupart des pays mais pas au même rythme partout, avant de plafonner après 2008. C'est ce que montre le graphique 1. En France, par exemple, les salaires étaient 30 % plus élevés dans le secteur financier que dans le secteur privé non financier au début des années 1980. En 2008, l'écart atteignait 60 %. Cette augmentation de 30 points de pourcentage est proche de la moyenne des autres pays, mais très en deçà de l'évolution observée aux États-Unis. Les salaires dans le secteur financier américain étaient 10 % plus élevés que dans les autres secteurs au début des années 1980. En 2008, ils étaient jusqu'à 90 % plus élevés !

Comprendre les causes profondes de ces évolutions peut aider à déterminer si elles sont tolérables ou non. Ces écarts de salaires entre le secteur financier et les autres secteurs privés sont à examiner sous deux angles : celles des compétences des salariés du secteur financier et celle des fonctions qu'ils occupent, en particulier celles qui ont trait à la prise de risque (comme les activités de trading).

Dans Boustanifar, Grant & Reshef (2017), nous montrons que l'évolution de ces écarts de salaires entre secteur financier et non financier est en majeure partie imputable aux salaires des travailleurs financiers qualifiés, et non pas à une plus grande part de travailleurs qualifiés dans le secteur financier : 20 % seulement de l'augmentation plus rapide des salaires dans la finance est attribuable à une augmentation de la différence d'intensité en travailleurs qualifiés entre la finance et les autres secteurs.

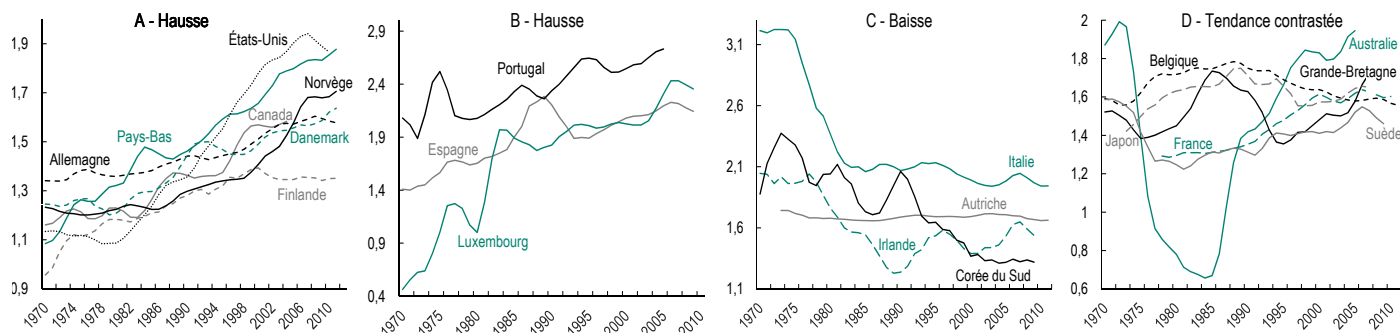
La progression des salaires des travailleurs qualifiés dans la finance explique à elle seule 31 % de l'augmentation moyenne des salaires de tous les travailleurs qualifiés dans l'ensemble des économies entre 1980 et 2005, alors que 6 % seulement des travailleurs qualifiés travaillent dans le secteur financier. Enfin, la hausse des salaires relatifs de la finance est pour moitié imputable aux activités de trading, qui ne représentent pourtant que 13 % des emplois du secteur. Ce

chiffre grimpe même à 70 % si l'on omet la Slovénie et l'Irlande. Ces évolutions ont donc principalement à voir avec la rémunération des travailleurs qualifiés, et tout particulièrement ceux employés dans les activités de prise de risques. C'est pour beaucoup la prise de risque qui a été rémunérée, principalement sous forme de primes et bonus pour des performances de court terme, sans prise en compte de l'effet à plus long terme de ces activités sur la stabilité du secteur.

Au niveau micro-économique, des études empiriques récentes s'efforcent d'évaluer si la hausse des salaires de la finance est due à celle de la rentabilité des talents ou bien à une hausse des rentes. À titre d'exemple, Célérier et Vallée (2015) estiment que la hausse des salaires des diplômés des meilleures écoles d'ingénieurs françaises (telles que Polytechnique, Centrale, les Mines, P&C, etc.) dans la finance résulte entièrement d'une augmentation de la rentabilité des talents. Toutefois, le fait de mieux rémunérer les talents pourrait tout autant refléter la plus grande capacité des travailleurs les plus talentueux à accéder aux fonctions qui leur permettent de capter une plus grande part des rentes de l'industrie financière, notamment dans les fonds d'investissement.

D'ailleurs, les analyses menées par Bohm, Metzger et Stromberg (2015) pour la Suède et par Lindley et McIntosh (2014) pour la City de Londres n'établissent pas de lien entre la hausse des salaires de la finance et l'évolution de la rentabilité des talents, ni ne concluent à un relèvement du niveau moyen des compétences dans le secteur (c'est-à-dire à un changement dans la composition des compétences)⁷. Ces études, à l'inverse de celle de Célérier et Vallée (2015), laissent ainsi penser que le rôle de la rentabilité des talents est moindre. Auquel cas, le déterminant important de la hausse des salaires dans la finance serait plutôt la hausse des rentes. Cela étant, aucune de ces études, lorsqu'elles examinent l'écart de salaires sous l'angle des compétences, ne se penche sur les facteurs propres au secteur financier, notamment les fonctions occupées par les travailleurs qualifiés de ce secteur ou l'évolution des rentes dans ce secteur précisément. En d'autres termes, elles s'attachent à expliquer l'évolution des salaires dans la finance par les caractéristiques des travailleurs plutôt que par celles du secteur lui-même. Nous nous y intéressons dans ce qui suit.

Graphique 1 – Salaires relatifs de la finance pour plusieurs groupes de pays



Note : Évolution des salaires de la finance relativement au secteur privé non financier (moyenne mobile sur trois ans).

Source : Boustanifar, Grant & Reshef (2017).

7. M. Bohm, D. Metzger & P. Stromberg (2015), « 'Since you're so rich, you must be really smart': Talent and the finance wage premium », *Working Paper Series 313*, Central Bank of Sweden.
J. Lindley & S. McIntosh (2014), « Finance Sector Wage Growth and the role of Human Capital », *Sheffield Economic Research Paper Series No. 2014002*.

■ L'effet de la déréglementation financière

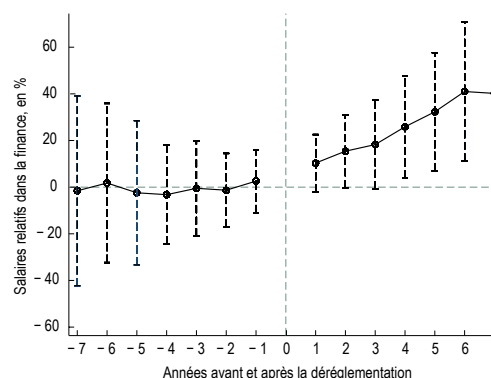
Plusieurs hypothèses ont été avancées pour expliquer la hausse des salaires de la finance. Tout d'abord, l'explication technologique. Comme la finance implique d'intenses flux d'informations, la baisse du coût des technologies de l'information et de la communication (TIC) devrait affecter le secteur de manière disproportionnée. Effectivement, la finance a plus que les autres investi dans les TIC. Si l'on en croit cette hypothèse, la hausse des salaires de la finance reflèterait principalement un secteur financier mieux organisé, plus efficace et plus transparent, où quelques travailleurs gagnent plus, de par leur exceptionnelle capacité à exploiter les TIC. Nos tests empiriques tendent toutefois à rejeter cette explication.

La déréglementation financière est une autre explication et c'est celle que nous privilégions. En France, l'écart entre les salaires de la finance et ceux des autres secteurs a commencé à se creuser vers 1985, à l'heure de la grande déréglementation du secteur bancaire. Nettement plus marquée aux États-Unis, la libéralisation financière a permis aux salaires relatifs du secteur d'y progresser bien plus. Ce constat suggère une forte influence de la déréglementation financière sur le rythme et l'ampleur des hausses des salaires relatifs de la finance.

La déréglementation financière peut affecter les salaires du secteur en modifiant la portée et l'éventail des activités exercées (Philippon & Reshef, 2012)⁸. Une réglementation stricte réduit la capacité du secteur financier à exploiter les talents des personnes hautement qualifiées, en soumettant l'organisation de leurs activités à de nombreuses règles et restrictions. Une réglementation rigoureuse réduit aussi les asymétries d'information et la complexité des activités : elle peut, par exemple, limiter les activités risquées, souvent opaques pour les clients, et obliger à une plus grande transparence des risques encourus. À l'inverse, la déréglementation peut engendrer une asymétrie d'information au détriment des clients, en raison de l'opacité des activités comme des risques et de la complexité des activités, d'où une possible surtarification des services. Elle implique également une supervision moins stricte et moins efficace, permettant aux sociétés financières de masquer (en toute légalité) les risques et là encore de facturer plus cher leurs produits. Par ailleurs, elle induit généralement une concentration du secteur, un véritable accroissement du pouvoir monopolistique et donc des rentes sectorielles. On peut donc s'attendre à ce que la libéralisation financière fasse progresser les salaires, le secteur partageant cette manne avec ses salariés, du moins quelques-uns d'entre eux.

En exploitant dans notre étude les grandes dates de la déréglementation financière dans différents pays sur une longue période, nous montrons qu'il s'agit bien du facteur prépondérant et que les autres facteurs (développement des TIC, volume du crédit domestique et international en tant qu'indicateur du développement financier) ont une incidence plus négligeable pour expliquer la dynamique des salaires dans la finance. Pour cela, nous comparons les salaires relatifs des travailleurs qualifiés

Graphique 2 – Croissance du salaire relatif des travailleurs qualifiés de la finance avant et après un mouvement de déréglementation (élasticité)



Note : L'axe horizontal indique les années précédant (négatif) et suivant (positif) la principale mesure de déréglementation (temps zéro) pour un pays, qui initie le mouvement de déréglementation. L'axe vertical exprime la variation du salaire relatif des travailleurs qualifiés de la finance, par rapport au temps zéro.

Source : Boustanifar, Grant & Reshef (2017).

de la finance avant et après un mouvement de déréglementation financière. Ces mouvements sont généralement initiés, pour un pays donné, par une mesure phare de libéralisation, suivie par quelques autres mesures de moindre ampleur. Cette approche événementielle contrôle les facteurs propres à chaque pays, les tendances globales et d'autres variables. Le graphique 2 présente un des résultats importants obtenus. Avant le début de la déréglementation, les salaires relatifs ne marquent aucune tendance. C'est après la principale mesure de déréglementation que débute la hausse. Six ans après que le mouvement de dérégulation a été initié, les salaires augmentent de 40 % de plus que ceux du reste de l'économie. Cela montre qu'il faut quelques années pour que la déréglementation influe sur les salaires. Les effets sont du même ordre de grandeur, que l'on considère les salaires moyens relatifs de l'ensemble des travailleurs de la finance ou ceux des travailleurs qualifiés de la finance. Si le processus de déréglementation financière l'interrompt, au moins sur le plan juridique, les résultats suggèrent que les salaires restent au niveau qu'ils ont atteint : ils demeurent élevés mais ne progressent plus.

La déréglementation financière est le seul facteur déterminant qui prédit l'augmentation des salaires relatifs de la finance ; les autres facteurs de contrôle n'ont pas ce pouvoir prédictif.

■ L'incidence des activités de trading

Outre les effets sur la répartition globale des revenus se pose la question des éventuels effets négatifs de la hausse des salaires relatifs de la finance. La déréglementation financière tend à modifier la composition de l'intermédiation financière, en augmentant notamment la part des activités de trading, qui sont à la fois plus opaques et plus exposées aux asymétries d'information. D'après nos estimations, les effets de la déréglementation sur les salaires relatifs de la finance sont d'autant

8. T. Philippon & A. Reshef (2012), « Human Capital in the U.S. Financial Sector: 1909-2006 », *The Quarterly Journal of Economics*, 127(4), pp. 1551-1609.

plus importants que le secteur financier d'un pays est caractérisé par (1) un crédit non bancaire élevé (en pourcentage du PIB), (2) une part des revenus hors intérêts élevée dans le total des revenus bancaires, (3) une capitalisation boursière importante (en pourcentage du PIB), (4) un trading sur dérivés de gré à gré pesant lourd dans l'activité boursière globale, et (5) un chiffre d'affaires associé aux dérivés de gré à gré élevé (en pourcentage du PIB).

Dans l'ensemble, ces conclusions confirment l'idée que la hausse des salaires relatifs de la finance est en grande partie due à une orientation vers une activité financière éloignée de l'intermédiation bancaire traditionnelle, se caractérisant par des revenus bancaires hors intérêts et des activités sensiblement plus complexes, opaques et plus exposées aux asymétries d'information, également plus difficiles à superviser, augmentant les risques cachés et rendant la tarification moins transparente. Globalement, ce changement peut être associé à une rente accrue du secteur bancaire.

Par ailleurs, la déréglementation peut affecter les salaires par l'incidence qu'elle exerce sur la concurrence au sein du secteur financier. Bien que la déréglementation soit associée à un abaissement des barrières à l'entrée, la pression concurrentielle peut entraîner des réponses stratégiques, telles que la concentration. Historiquement, la déréglementation financière a, en effet, induit une concentration du secteur, réduisant de ce fait la concurrence effective. Cela peut affecter les salaires de la finance puisque cela peut induire de fortes rentes sectorielles que certains salariés, les plus expérimentés, parviennent à capter. D'après nos estimations, les effets de la déréglementation sur les salaires relatifs de la finance sont ainsi d'autant plus forts que le secteur financier d'un pays est peu concurrentiel. Que l'on mesure le degré de concurrence par la part des actifs bancaires globaux des trois principaux établissements (concentration), par un indice de concurrence en fonction des revenus (statistique H), ou bien encore par un indice de concurrence en fonction des bénéfices (élasticité de Boone), la conclusion reste la même : la déréglementation financière affecte plus fortement les salaires dans des situations de moindre concurrence. Dans ce contexte, les salaires reflètent des rentes plus

importantes. En bref, ces conclusions suggèrent que les salaires de la finance progressent le plus là où les rentes informationnelles et la prise de risque sont les plus élevées.

■ Le cas français

En France, la déréglementation financière a débuté en 1985. Cela a fait augmenter les salaires de la finance et probablement décuplé la prise de risque. Mais les effets sur les salaires français, quoiqu'importants, ne sont pas aussi extravagants qu'aux États-Unis notamment, où la libéralisation financière a été particulièrement forte après 1980. Philippon (2014) estime ainsi que le coût unitaire de l'intermédiation financière (qui inclut les salaires de la finance) a progressé aux États-Unis depuis le milieu des années 1980⁹. Une grande partie de cette hausse découle d'un changement de composition de l'intermédiation financière, au profit des activités de trading et d'autres activités complexes et donc opaques. À l'inverse, Bazot (2015) conclut, en appliquant une méthode similaire, que ce coût unitaire a en réalité baissé en France après 1985, bien qu'il reste relativement élevé¹⁰. Le coût du travail représentant le plus important des coûts du secteur financier, cela semble suggérer que la déréglementation financière en France, malgré son influence sur la hausse des salaires, peut avoir entraîné un gain d'efficacité global, grâce à une réduction de l'utilisation globale du travail dans les activités financières. Cela aurait contribué à une convergence vers les niveaux de productivité du secteur de la finance du reste de l'Europe. Il n'en demeure pas moins que les salaires élevés du secteur financier français, tout particulièrement quand ils se rapportent à des activités risquées, contribuent à creuser l'écart entre les 1 % les plus riches et le reste de la population. C'est donc aussi sous l'angle des inégalités de revenus auxquels ils contribuent que les excès du secteur financier sont à corriger.

Ariell Reshef*
ariell.reshef@cepil.fr

9. T. Philippon (2015), « Has the U.S. Finance Industry Become Less Efficient? On the Theory and Measurement of Financial Intermediation », *American Economic Review*, 105(4), pp. 1408-1438.
10. G. Bazot (2014), « Financial Consumption and the Cost of Finance: Measuring Financial Efficiency in Europe (1950-2007) », *Document de travail*, École d'Économie de Paris.

* Ariell Reshef est conseiller scientifique au CEPIL, directeur de recherche CNRS au Centre d'Économie de la Sorbonne et membre associé à l'École d'Économie de Paris.

La Lettre du

CEPIL

© CEPIL, PARIS, 2017

RÉDACTION :
Centre d'études prospectives
et d'informations internationales
113, rue de Grenelle
75700 Paris SP 07

Tél. : 01 53 68 55 00
www.cepil.fr

DIRECTEUR DE LA PUBLICATION :
Sébastien Jean

RÉDACTION EN CHEF :
Jézabel Couppey-Soubeyran
& Sophie Piton

RÉALISATION :
Laure Boivin

La Lettre du CEPIL
est disponible en version électronique
à l'adresse :
<http://www.cepil.fr/LaLettreDuCEPIL>

Pour être informé de chaque nouvelle parution,
s'inscrire à l'adresse :
<http://www.cepil.fr/Resterinforme>

ISSN 0243-1947 (imprimé)
ISSN 2493-3813 (en ligne)
CCP n° 1462 AD

Juin 2017
Imprimé en France par le CGSP
Service Reprographie

Cette lettre est publiée sous la
responsabilité de la direction du CEPIL.
Les opinions qui y sont exprimées sont
celles des auteurs.

RECHERCHE ET EXPERTISE
SUR L'ÉCONOMIE MONDIALE

