

LA RÉGULATION BANCAIRE
ET FINANCIÈRE
FACE AUX CRISES :
ROOSEVELT ET AUJOURD'HUI

77

Franklin D. Roosevelt est investi président des États-Unis le 4 mars 1933. Il prend les rênes du pouvoir au cœur d'une crise économique sans précédent, qui avait déjà mis le quart des travailleurs américains au chômage, et alors que la crise financière enclenchée en octobre 1929, que l'administration Hoover a plus contournée que réglée, menace de faire s'effondrer l'ensemble du système bancaire américain. Dans ce contexte, le nouveau Président parvient à sauver des centaines de banques américaines de la faillite... en l'espace d'une semaine. Pourtant, en 1936, le Président était l'homme le plus détesté par les banquiers américains. Roosevelt aimait, en 1936, en plaisanter en racontant une anecdote : un homme élégant, portant un haut-de-forme, est sauvé de la noyade par un garde-côte et le remercie confusément. Mais, trois ans plus tard, l'homme revient voir son sauveur pour lui demander ce qu'il a fait de son chapeau...

Il est vrai que la politique, au cours de ces trois années-là, s'est, pour la première fois, opposée à la finance. Entre 1933 et 1936, si les banquiers ont oublié leur sauveur, c'est qu'ils se sont vu imposer les premières mesures de régulation financière et bancaire de l'histoire américaine.

1929-2009... quatre-vingts ans plus tard, l'histoire semble balbutier. Après un sauvetage en urgence de la planète financière, par les contribuables, et au prix d'un endettement public géant, il n'aura même pas fallu six ans après la crise financière la plus destructrice depuis 1929 pour que toutes les forces de la finance n'entrent dans un combat acharné

contre les régulations mises en œuvre de part et d'autre de l'Atlantique. Même crise de la cupidité, même calendrier d'ingratitude. La régulation bancaire et financière reste, à quatre-vingts ans d'intervalle, confrontée aux mêmes enjeux.

Au moment où la réforme américaine s'enlise dans la complexité, où les Britanniques annoncent une réforme ambitieuse pour 2019 qui porte le risque de ne jamais être mise en œuvre, le gouvernement français a fait le choix d'avancer le premier dans une réforme progressive, cohérente, inscrite dans le projet européen dessiné par le rapport Liikanen.

DES CRISES ÉCONOMIQUES ET FINANCIÈRES QUI SE RESSEMBLENT

78 La crise financière de l'automne 2008 est la plus importante crise économique depuis la grande déflation de 1929. Il n'existait pratiquement aucune analyse des mécanismes financiers dans les années 1920. Les principales théories et modélisations économiques portaient sur le fonctionnement des marchés « réels ». C'est bien la crise de 1929 qui a donné naissance à une littérature académique dense sur les mécanismes financiers, leurs interactions avec les marchés réels, et les moyens de les réguler... littérature qui eut par ailleurs l'opportunité de se nourrir de multiples autres exemples de crises financières depuis huit décennies.

Dans *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Carmen Reinhart et Kenneth Rogoff¹, mettent ainsi en perspective les crises bancaires depuis un millénaire. Ils montrent que « les périodes de forte mobilité internationale des capitaux ont de manière répétée produit des crises bancaires internationales » et que, de façon tout aussi récurrente, ces crises bancaires ont presque toujours conduit à une explosion des dettes publiques dans les années qui ont suivi. Toutefois, la crise de 2008 est la seule crise qui soit comparable à la Grande Dépression des années 1930 par son impact sur l'emploi, la production, les marchés et les finances publiques des pays développés. Initialement crise de marché, elle s'étend aux banques puis à l'ensemble de l'économie réelle. En trois ans, elle a provoqué le chômage de 13 millions de personnes dans les pays de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE), détruit quelque mille milliards de dollars de richesses et provoqué une hausse en moyenne de 80 % des déficits publics. Comme

1. Princeton (N. J.), Princeton University Press, 2009; trad. fr. *Cette fois, c'est différent*, Paris, Pearson, 2010.

la crise des années 1930, elle conduit à une remise en cause profonde des mécanismes de régulation. Et comme la crise des années 1930, elle n'a toujours pas été véritablement résolue six ans après son déclenchement.

Le parallèle peut tout autant être tracé entre les racines de la crise financière : comme la crise de 1929, la crise actuelle a son origine dans les dérives qui ont marqué les décennies de libéralisation financière qui les ont précédées : dérives de la finance et explosion des inégalités de revenus ont alimenté une croissance dopée par l'endettement et la prolifération des innovations financières qui a conduit dans les deux cas l'économie mondiale au bord du gouffre.

L'INVENTION DE LA RÉGULATION EN 1929

Après la crise de 1929, Roosevelt fit adopter de nombreuses lois, notamment dans le domaine de la régulation financière et pour le développement de la protection sociale, dont la généralisation aux pays développés après la Seconde Guerre mondiale a structuré l'économie mondiale des Trente Glorieuses. Il a, pour la première fois de l'histoire, utilisé ses pouvoirs politiques pour mener une politique macroéconomique². De nombreux aspects révolutionnaires de cette politique globale peuvent être commentés, comme le fait mon professeur Pierre-Alain Muet dans cette même revue³. Mon propos insistera sur une de ces innovations de politique économique « rooseveltienne » : l'invention de la régulation financière.

79

2. Roosevelt n'a pas été élu sur une promesse de relance de la dépense publique et sa première politique macroéconomique est une politique d'austérité. Ce n'est que deux ans après son élection que le programme de relance, basé sur l'investissement public, va être engagé. Mais, en 1933, Roosevelt s'en tient à ses promesses de campagne électorale : sa priorité absolue est l'équilibre du budget fédéral. L'*Economic Bill*, adoptée en urgence fin mars 1933, va diminuer de 31 % les dépenses de l'État fédéral. Pire : les trois quarts des économies sont faites sur les pensions des vétérans de la guerre de Sécession... tandis que les employés du gouvernement doivent accepter une baisse de 15 % de leur salaire. Il faudra du temps pour qu'il accepte d'abandonner le dogme de l'équilibre budgétaire à tout prix. Lorsque John Maynard Keynes vient s'entretenir avec lui à la Maison Blanche en 1936, Roosevelt confesse à des proches qu'il n'a rien compris de ce que lui a conseillé le grand professeur. Tandis que ce dernier aurait classé le Président américain parmi les illettrés économiques. Roosevelt aurait préféré poursuivre son cap préconisant un budget conservateur... mais il finira par suivre les conseils keynésiens.

3. Cf. aussi Pierre-Alain Muet, « Crise et inégalités : retenons toutes les leçons du *New Deal* », *Le Monde*, 10 mars 2009.

Réguler le secteur privé quand il mène une mission d'intérêt général

Les premiers actes de cette invention géniale seront posés par le *Securities Act* et par le *Glass-Steagall Act* dans les semaines qui suivent l'investiture de Roosevelt en mars 1933. La première loi est portée par l'administration du Président. La seconde est une démarche parlementaire.

Le *Glass-Steagall Act*, notamment, a frappé les esprits et a été beaucoup commenté à partir de 2008 car c'est dans cette loi que figurait le choix de séparer les banques d'affaires des banques de dépôt, choix qui fut abandonné à la fin des années 2000. Nous y reviendrons. Mais l'impact économique et historique de ces deux lois est beaucoup plus vaste que cette seule mesure; ensemble, elles marquent un tournant dans la logique économique et politique américaine: l'introduction d'une régulation stricte du secteur privé financier. Ce tournant est justifié par une conviction forte et simple: les banques, notamment celles qui détiennent des dépôts, exercent une mission d'intérêt général. Elles ne doivent pas faire courir de risques au reste du système économique en spéculant. Elles doivent donc être soumises à une régulation stricte et, en contrepartie, l'État doit garantir qu'elles ne tomberont pas en faillite.

*Cent jours pour prendre le pouvoir,**mais seulement trente pour sauver le système bancaire américain*

Le *Securities Act* est signé en juin 1933. Mais ce n'est pas un président enthousiaste qui tient la plume. Il préfère, de loin, ce jour-là, la signature du *National Industrial Recovery Act*. Car le Roosevelt de 1933 serait certainement qualifié de libéral au regard des critères actuels. Il croit féroce aux marchés libres. Il n'a jamais annoncé dans sa campagne qu'il a l'intention de réguler les marchés... ou Wall Street. D'ailleurs, dans les jours qui précèdent sa prise de pouvoir, la question de la nationalisation des banques américaines est clairement posée par beaucoup: c'est lui qui va refuser la nationalisation.

L'acte fondateur de régulation de Roosevelt se situe dans le sauvetage de la confiance dans le système bancaire américain avec l'*Emergency Banking Act* du 7 mars. La loi donne des pouvoirs exceptionnels au Président sur le système bancaire, entérine la fermeture des banques décidée quelques jours plus tôt, valide leur réouverture le vendredi qui suit et surtout autorise l'intervention massive de la Réserve fédérale dans les bilans bancaires en quasi-faillite. La loi est, il est vrai, appuyée par une action politique forte de Roosevelt: il menace de publier les noms de tous ceux qui ont retiré leur or dans les jours qui suivent... ce qui conduit beaucoup à ramener leurs économies. Un sauvetage en urgence,

une réussite totale... ce qui a justement manqué en septembre 2008 aux États-Unis après la faillite de la banque d'investissement Lehman Brothers, puis de nouveau en 2011 en Europe face à l'effondrement du système bancaire de Chypre.

Gouverner, c'est agir vite quand l'urgence est là. Gouverner, c'est également réformer en profondeur pour ne plus avoir à faire face aux situations d'urgence : les deux lois de régulation financière adoptées en juin 1933 constituent bien des réformes historiques.

L'invention de la transparence financière : le Securities Act de 1933

Le *Securities Act* invente la notion même de régulation financière. Elle pose l'embryon de l'histoire de la transparence financière.

La loi prévoit que les entreprises vendant des titres au grand public ont l'obligation de rendre publique leur situation financière et de se faire enregistrer auprès du gouvernement fédéral (en l'occurrence, la Federal Trade Commission). Les investisseurs doivent avoir à leur disposition les informations financières et toute autre information significative concernant les produits financiers (actions, obligations) faisant appel public à l'épargne. Il s'agit d'interdire la dissimulation, la déformation et autres fraudes dans la vente de produits financiers.

81

Dans la présentation de la proposition de loi devant le Congrès, Roosevelt écrit : « La responsabilité de dire la vérité repose sur le vendeur. » C'est la première fois aux États-Unis que le gouvernement se mêle de transactions privées en voulant protéger un consommateur...

L'invention de la régulation structurelle : le Glass-Steagall Act de 1933

Le *Glass-Steagall Act*, du nom de Henry Steagall, président de la commission banque et monnaie de la Chambre des représentants, et de celui de Carter Glass, démocrate du Sénat, a été négocié point par point entre l'administration Roosevelt et le Congrès. Le bras de fer a notamment porté sur une éventuelle assurance des dépôts que Roosevelt ne souhaitait en aucun cas accorder... il dut céder et la loi créa la Federal Deposit Insurance Corporation sous la pression du Sénat. La loi est surtout connue pour la séparation entre les activités de banques de détail et de banques d'investissement qu'elle imposait.

Le premier gendarme financier :

la Securities and Exchange Commission de 1934

L'invention de la régulation financière par Roosevelt ne s'arrête pas là : si les principes sont posés, les aspects opérationnels restent à construire.

C'est l'objet, un an plus tard, du *Securities and Exchange Act*, qui crée dans son article 4 le premier gendarme financier de l'histoire, la Securities Exchange Commission (SEC) qui disposera de toute autorité sur l'industrie financière en matière de régulation et de supervision... La loi donne notamment à la SEC le droit d'exiger des rapports d'information périodiques de la part des sociétés faisant appel public à l'épargne, ainsi que des pouvoirs disciplinaires sur les entités et les personnes associées.

Un gendarme financier très politique, puisque c'est au père du futur président Kennedy que fut confiée la présidence. La SEC fut principalement créée dans le but de faire appliquer les nouvelles lois financières, de promouvoir la stabilité des marchés et surtout de protéger les investisseurs des abus de certaines sociétés relatifs aux achats et ventes d'actions ainsi qu'aux informations rendues publiques. La loi invente par là même la notion de « délit d'initié » comme « l'utilisation d'une information privilégiée » (« *trading on nonpublic information* »).

Les trois autres lois de régulation de Roosevelt

Trois autres lois de régulation seront adoptées sous l'administration Roosevelt: le *Trust Indenture Act* (1939), l'*Investment Company Act* (1940) et l'*Investment Advisers Act* (1940) qui vont peu à peu réglementer l'organisation de certaines sociétés, telles que les fonds communs de placement, ainsi que la profession des conseillers en investissement.

DES RÉGULATIONS TOUJOURS PLUS NOMBREUSES, DES MARCHÉS FINANCIERS TOUJOURS PLUS SAUVAGES

L'architecture de régulation de la finance rooseveltienne, ou du moins ses mécanismes de régulation prudentielle, sera bien sûr « copiée » un peu partout dans l'OCDE pendant les Trente Glorieuses, puis pendant la grande période d'ouverture des marchés financiers des années 1980 et 1990. Sans empêcher les crises. Au fur et à mesure des crises bancaires et financières qui vont ponctuer cette période de croissance mondiale, ces toutes premières lois de régulation seront enrichies, complétées... complexifiées.

Deux évolutions sont décisives. Tout d'abord, l'élaboration de ratios prudentiels internationaux, qui visent à contraindre le bilan des intervenants financiers. Les critères dits de Bâle I, puis de Bâle II, vont bien au-delà de la simple régulation prudentielle: la gestion actif-passif des banques est mise sous contrainte. La seconde régulation inventée aux États-Unis est le mécanisme de résolution: une banque n'est pas mise

en faillite comme n'importe quelle entreprise. Sa résolution doit être faite suivant des processus particuliers pour protéger l'économie réelle et éviter la propagation.

Cela ne suffira pas. D'un côté, la transparence financière est mise à rude épreuve par les *golden traders* de Wall Street de la décennie 1980, lorsque les délits d'initiés reviennent à la mode. Quant au système de régulation renforcé, il n'interdit pas les crises financières à répétition. On pourrait croire que le bouclier global permet au moins de ne pas revivre la catastrophe des années 1930... Jusqu'à ce que la faillite d'une seule banque, Lehman Brothers, en septembre 2008 ramène tout le système à la case départ.

Ce jour-là, ce sont des mécanismes de régulation prudentielle patiemment élaborés pendant quatre-vingts ans qui échouent. Non seulement parce que les marchés financiers ont su les contourner. Mais également parce que les décisions prises par les régulateurs eux-mêmes, oubliant les principes mêmes des régulations inventées par Roosevelt, ont affaibli leurs propres pouvoirs.

83

COMMENT EXPLIQUER L'ÉCHEC DE LA RÉGULATION EN 2008 ?

La crise financière de l'automne 2008 témoigne de l'échec d'une régulation du secteur bancaire fondée sur la seule réglementation prudentielle. Celle-ci est en effet inadaptée à des crises généralisées de l'ensemble du système bancaire et financier, auxquelles seule l'intervention des pouvoirs publics peut apporter une réponse.

Les activités d'une banque peuvent se décomposer schématiquement en deux groupes :

- l'activité de transformation (l'intermédiation traditionnelle sur le crédit), qui se ferait sans recours aux marchés financiers (dépôts transformés en crédits au logement et à l'entreprise en simplifiant), ou au travers d'achats d'obligations d'État ou d'entreprise – cette activité est celle qui traditionnellement permet l'effet de levier (création d'argent par création de crédit) ;

- l'activité d'intermédiation qui passe par une activité sur les marchés financiers structurés et qui normalement ne produit pas d'effet de levier... sauf si l'information sur les produits financiers est suffisamment hachée et noyée pour être perdue au fur et à mesure des intermédiations.

C'est bien par cette activité d'intermédiation que se construit le schéma des crédits *subprimes* ultra-risqués, qui sont retrouvés en titres AAA dans

les bilans de toutes les banques du monde. D'ailleurs, ceux qui, dans les banques d'affaires, gagnaient le plus avant 2008 n'étaient pas les traders : c'était les vendeurs qui parvenaient à « fourguer » à des institutions des titres au mauvais prix, c'est-à-dire comportant une évaluation incorrecte de leur risque.

84 Lorsque Roosevelt invente la régulation bancaire, l'activité du secteur financier est essentiellement une activité de transformation. L'explosion de la bulle des années 1920 est l'explosion d'une bulle « réelle » : trop de crédit dans une économie qui n'avait pas une croissance de productivité suffisante. Certes, la crise naît d'un effondrement de Wall Street qui entraîne une contraction violente des bilans bancaires, bloquant le crédit et donc l'économie. Mais ce n'est sans doute pas l'effet de levier créé sous couvert d'intermédiation sur les marchés financiers qui est à l'origine de la crise de 1929. C'est en revanche le cœur de la crise de 2008.

La réglementation prudentielle estimait nécessaire de réguler essentiellement le premier groupe d'activités, celles de transformation, par le pilotage des ratios bilanciels de la banque. Elle ne portait que sur le bilan des banques et pas sur les effets de levier issus du « hors-bilan ». C'était ignorer les risques d'effet de levier beaucoup plus puissants « hors bilan » qui transitent par la seconde activité, celle d'intermédiation sur les marchés, au cœur du mécanisme de diffusion de la crise de 2008.

Par exemple, une grande partie des produits financiers était détenue par des organismes de placement, ou *special investment vehicles* (SIV), caractérisés par une double spécificité : ces « conduits » se finançaient par de la dette de court terme, garantie par des lignes de liquidité bancaires, et ces structures n'étaient pas consolidées dans le bilan des banques et des autres établissements financiers. Au moment où la crise éclate, il est donc impossible de déterminer avec précision leur exposition au risque.

De ce point de vue, la réglementation prudentielle mise en œuvre dans les années 1930 ne répondait pas plus à la crise de 2008 que toutes celles développées dans les années 1990 et 2000.

Risque systémique et aléa moral : les nouveaux dangers

Deux autres phénomènes sont venus se greffer à la dérive de l'activité d'intermédiation. La crise bancaire de 2008 a mis en évidence que la régulation du système bancaire ne doit plus être seulement prudentielle mais qu'elle doit également être structurelle. Elle révèle en effet deux dangers majeurs pour la stabilité financière, jusque-là ignorés par la régulation prudentielle : le risque systémique d'une part, et l'aléa moral provoqué par la garantie implicite de l'État d'autre part.

Le risque systémique est généré par la taille et l'interdépendance extrême des établissements financiers. Cette instabilité financière particulière ne pouvait pas être traitée dans les années 1930 puisque aucun établissement n'avait atteint une taille telle qu'il aurait pu, à lui seul, entraîner une crise de confiance générale. C'est pourtant bien ce qui se passe dans la foulée de la faillite du géant Lehman Brothers.

Quant à l'aléa moral, il n'était pas connu dans les années 1930 où aucune garantie de l'État n'avait jamais été envisagée en cas de problème bancaire. Les déposants perdaient leur argent, sans espoir de le récupérer. Et les *bank run* ne faisaient pas, à l'époque, l'objet d'une crainte particulière. Ce n'est plus le cas aujourd'hui : il est implicite que, si trop de déposants devaient perdre leur argent en cas de crise, l'État compenserait partiellement les pertes. Et, à vrai dire, qu'il ne laisserait sans doute pas les difficultés empirer jusqu'à la fermeture d'une banque de dépôt. Cette garantie de l'État non seulement tend à engager les contribuables dans le sauvetage d'activités qui peuvent ne pas être directement liées au financement de l'économie, des activités de spéculation, mais elle a également pour effet d'accroître la prise de risques au sein du secteur bancaire et donc la probabilité de faillites. L'aléa moral incite le système financier à prendre trop de risques, puis prend en otage l'argent public pour sauver des activités de spéculation...

85

L'AFFAIBLISSEMENT DE LA RÉGULATION : UN CHOIX POLITIQUE DANS LES ANNÉES 2000

L'échec de la régulation de 2008 ne s'explique toutefois pas seulement par une insuffisance de la régulation prudentielle faute de connaissance des mécanismes. L'insuffisance de la régulation a également été voulue : tout au long des années 2000, un choix politique américain assumé a conduit à limiter férocement la puissance des régulations mises en œuvre à partir de Roosevelt.

La Réserve fédérale a été poussée par un consensus collectif à baisser ses taux, à rendre le crédit facile. Car qui dit crédit facile dit consommateur euphorique et boom de l'accession à l'immobilier. Les deux se nourrissent réciproquement par le biais du tuyau hypothécaire (on peut s'endetter en s'appuyant sur une dette existante). Bref, qui dit crédit facile dit électeur américain heureux. Certes, Alan Greenspan, président de la Réserve fédérale de 1987 à 2006, concédait un petit « mystère » macroéconomique (le *conundrum*) : autrement dit, tout le monde voyait bien que les taux étaient trop bas et que des bulles s'étaient nécessairement

formées. Mais personne n'avait sérieusement l'intention de s'opposer à l'âge d'or du consommateur américain. La politique monétaire a ainsi été bien trop laxiste au cours des années 2000. Un seul chiffre pour s'en convaincre : la croissance de la masse monétaire est de l'ordre de 30 % entre 2005 et 2008... soit dix fois plus que la croissance de l'économie.

Pire, il fallait donner toujours plus à la machine, ce qui fut fait par deux évolutions majeures des années 2000 en vue de diminuer le pouvoir de régulation financière de part et d'autre de l'Atlantique :

86 - Le développement de la pratique de la titrisation qui a engendré une extrême interdépendance des bilans financiers entre eux et notamment permis le développement et la diffusion de produits financiers liés au marché immobilier américain. Cette technique financière non seulement n'a pas été régulée dans les années 2000 mais a même été encouragée par les régulateurs bancaires américains et européens.

- La complexification des produits financiers conduit à la commercialisation de produits dont le risque est mal appréhendé par les investisseurs. De l'aveu même d'un très grand dirigeant de banque française, en septembre 2008 personne ne sait vraiment comment fonctionnent les *credit default swaps* (CDS) qui étaient pour la plupart des options d'options d'options. L'appréciation du risque de ces produits est quasi impossible en raison notamment de l'agrégation, au sein d'un même produit, d'actifs de qualité très différente. Là encore, cette technique financière avait été encouragée par les régulateurs bancaires américains et européens, notamment pour les dettes souveraines.

Ce ne sont que quelques exemples, car l'ogre a toujours faim. Au milieu de ce mouvement général de dérégulation, la déréglementation du marché des prêts hypothécaires *subprimes* et le triplement du ratio d'effet de levier des banques au milieu des années 2000 avaient été considérés à l'époque comme des décisions anodines. Rétrospectivement, on peut y voir d'énormes erreurs de régulation.

Réinventer la régulation financière : les chantiers ouverts depuis 2008

Face à l'échec de la régulation passée, de nombreuses initiatives ont été lancées partout dans le monde pour réinventer la régulation de la finance.

La plupart du temps, les objectifs de réforme visent à concilier la double finalité d'utilité de la finance à l'économie et de protection contre les dérives de cette même finance. Ils peuvent être résumés ainsi :

- éviter de se retrouver dans la situation de 2008, c'est-à-dire dans une situation où le paysage n'est composé que de banques systémiques ;

- éviter que de l'argent public ne soit mobilisé pour sauver des activités qui n'ont rien à voir avec le financement de l'économie réelle;
- préserver l'argent des épargnants;
- financer l'économie réelle.

Avec ces objectifs, depuis 2008, la reconstruction de la régulation financière porte sur deux grands axes : la contrainte des bilans par les nouveaux ratios de Bâle III et la régulation structurelle, arrière-petite-fille du *Glass-Steagall Act*, qui n'a pas encore abouti au niveau international.

Des critères de Bâle III que les États-Unis refusent d'appliquer

La régulation structurelle la plus lourde est née en dehors des gouvernements, au sein du Comité de Bâle : elle vise à contraindre structurellement la gestion actif-passif des banques pour les empêcher d'accepter dans leurs actifs des titres mal évalués, trop risqués ou pas assez liquides.

87

Tirant les conséquences des crises de liquidité constatées au moment de la crise financière, les règles de Bâle III prévoient des ratios de liquidité destinés à renforcer la capacité des banques à faire face à leurs engagements de court terme en cas de restriction du financement externe :

- le *liquidity coverage ratio* (LCR) est un ratio à un mois, dont l'objectif est de garantir que la banque détient suffisamment d'actifs liquides pour faire face à ses besoins de liquidité en cas de crise pendant un mois ;
- le *net stable funding ratio* (NSFR) doit permettre de s'assurer que les actifs à plus d'un an sont couverts par des ressources à plus d'un an.

Ces deux règles prudentielles ont été fortement critiquées, notamment par les banques françaises, car cela signifie nécessairement de faire un peu moins de profit facile. Mais le problème principal auquel se heurte Bâle III n'est pas européen : le système financier américain n'a aucunement l'intention d'appliquer ces règles telles que voulues par le Comité. Rien de plus simple que de les contourner ; il suffit de se référer à une autre comptabilité que celle qui a permis d'établir les ratios. Ce qu'ont l'intention de faire les institutions financières et de régulation américaines.

La redécouverte de la réforme structurelle rooseveltienne

Roosevelt l'avait inventée dans les années 1930 mais elle avait été abandonnée depuis lors : la question de la séparation des activités de marché et de détail des banques est revenue dans le débat sur la nouvelle régulation financière... adaptée à la réalité d'aujourd'hui. Les propositions Volker pour les États-Unis, Vickers pour le Royaume-Uni, Liikanen pour l'Union européenne s'inspirent toutes de cette philosophie

dans un monde financier qui a profondément changé. Au-delà des différences techniques de chacune de ces réformes, ce qui importe est la dynamique qu'elles sont susceptibles d'engendrer. Car l'enjeu fondamental est de changer profondément le système financier dans les dix ou vingt prochaines années.

Aux États-Unis, la « règle de Volcker » inapplicable

Du nom de l'ancien directeur de la Réserve fédérale américaine Paul Volcker (1979-1987), cette règle est une disposition du *Dodd-Frank Act* du 21 juillet 2010. Elle s'articule autour de quatre principes généraux :

- L'interdiction de la négociation pour compte propre.
 - L'interdiction du sponsoring et de l'investissement dans les *hedge funds* et les fonds de *private equity*.
- 88 - Les exigences spécifiques à certaines sociétés financières non bancaires : l'autorité de supervision peut adopter des règles imposant des exigences additionnelles de capital ainsi que des limitations supplémentaires à destination des sociétés financières non bancaires dès lors que ces dernières sont engagées dans des activités de négociation pour compte propre ou lorsqu'elles investissent dans des *hedge funds* ou dans des fonds de *private equity*.

- La limite de la concentration du secteur bancaire.

Cette règle, qui tente de distinguer entre plusieurs types d'action d'investissement par une même personne, a entraîné des milliers de pages d'interprétation sans grand résultat concret. Des banques comme Goldman Sachs considèrent qu'elle n'a entraîné aucune modification de leur activité. Elle est jugée pratiquement inapplicable en l'état... ou du moins très facilement contournable.

Au Royaume-Uni : le rapport Vickers, ou comment sanctuariser la City

De son côté, le gouvernement britannique a constitué un groupe d'experts chargé de proposer une réforme du système bancaire. Présidé par l'économiste John Vickers, le groupe a rendu ses travaux en septembre 2011.

Il considère possible et nécessaire d'opérer une distinction entre les banques de dépôt et les banques d'investissement ; il propose de filialiser les activités de banque de dépôt sur le territoire britannique au sein d'un groupe bancaire. Dans ces conditions, ce dernier aurait la possibilité de transférer du capital entre les banques de dépôt et les autres activités bancaires.

Une limite importante du rapport Vickers est qu'il n'ajoute aucune contrainte supplémentaire aux banques d'affaires de la City, qui ont été

parmi les principales intermédiaires de la vente des produits toxiques au reste du système financier européen.

Le rapport Liikanen et le débat européen avorté

« Le rapport Vickers cantonne les agneaux tandis que le rapport Liikanen cantonne les lions. » C'est Erkki Liikanen lui-même qui commente en ces mots son rapport remis le 2 octobre 2012. Fruit de la réflexion du groupe d'experts mandatés par la Commission européenne pour réfléchir à la réforme structurelle du secteur bancaire de l'Union européenne, ce rapport s'articule autour de trois grands axes :

- La filialisation de la négociation pour compte propre et de toutes les positions sur actifs ou dérivés résultant d'activités de tenue de marché.
- La mise en place de mécanismes de résolution dans tous les pays européens : les autorités nationales doivent pouvoir imposer à une banque de modifier sa structure juridique ou opérationnelle.
- Le renforcement des fonds propres, au-delà des ratios de Bâle III, notamment pour limiter le crédit immobilier.

89

À ce jour, seule la France a partiellement suivi les recommandations du rapport Liikanen. La loi française de séparation et régulation bancaires de juin 2013 réalise bien ses objectifs, notamment en écartant l'aléa moral et le risque systémique⁴. Elle prévoit en outre la possibilité de séparer la banque de dépôt et la banque d'investissement par décret de la main du ministre de l'Économie.

Toutefois, aucun accord européen n'a été trouvé suite au rapport Liikanen. La seule proposition existante, faite par le commissaire Michel Barnier, plaide pour une régulation « à la carte », n'incluant pas les banques de la City, alors que le mécanisme de résolution bancaire commun (prévu dans l'Union bancaire) ne sera en place que dans huit ans...

QUI SERA À LA HAUTEUR
DE L'HÉRITAGE POLITIQUE DE ROOSEVELT ?

Depuis les années 1930, la régulation financière se heurte à l'arbitrage permanent entre utilité de la finance à l'économie et protection contre les risques excessifs que la finance et les banques pourraient prendre et qui se retourneraient justement contre l'économie... et aux banques

4. Cf. Assemblée nationale, *Rapport sur le projet de loi de séparation et de régulation des activités bancaires fait au nom de la commission des finances, de l'économie générale et du contrôle budgétaire par Karine Berger*, n° 566, décembre 2012.

elles-mêmes. Au nom de l'utilité économique, tous les excès de la finance peuvent être justifiés à court terme. C'est au nom de l'utilité économique que la bulle immobilière s'est formée aux États-Unis entre 2005 et 2008. C'est au nom de l'utilité économique que de puissants *hedge funds* sur les matières premières se sont constitués avant de devenir, parfois, des prédateurs contre les pays producteurs de matières premières. Et c'est au nom de l'utilité mais aussi de l'équilibre économique que des produits de couvertures complexes, les CDS, ont été inventés avant de devenir des armes de spéculation extrêmement déstabilisantes contre les dettes souveraines de nombreux pays, comme la Grèce en 2010.

90 À la grande différence de Roosevelt, les dirigeants actuels n'ont tiré que très peu de conséquences du typhon financier et économique de 2008. Les nouvelles régulations sont en panne, ou déjà en passe d'être contournées. Les mêmes arguments anti-régulation que dans les années 1920 et les années 2000 sont déjà serinés par les milieux patronaux et bancaires : au nom du crédit à l'économie et de la propriété immobilière, de plus en plus de libéraux veulent diminuer les ratios de Bâle III, relancer la titrisation et déréguler. La crise n'a pas cinq ans d'âge que déjà le gouverneur de la Banque centrale de France propose ni plus ni moins de déconsolider une partie des bilans bancaires, la partie immobilière, pour l'envoyer se faire titriser sur les marchés. Dans un silence politique assourdissant.

En 1936-1937, cinq ans après la crise de 1929, ces mêmes milieux patronaux et banquiers réclamaient aussi de l'argent facile, l'abandon de toutes ces règles contraignantes inventées à l'époque. Ces hérauts de l'argent roi avaient trouvé sur leur route un certain Franklin Delano Roosevelt, qui avait accepté au nom de l'intérêt général de devenir l'homme le plus détesté par les milieux de l'argent et de la finance. Et qui avait réussi à placer l'économie américaine sur un chemin glorieux de prospérité durable. Qui aujourd'hui est à la hauteur de son héritage politique historique ?

R É S U M É

1929-2009... l'histoire semble balbutier. Deux crises financières mondiales et historiques. En 1933, en réponse à la première crise, Roosevelt invente l'idée même de régulation financière. À quatre-vingts ans d'intervalle, la régulation bancaire et financière reste pourtant confrontée aux mêmes enjeux. Même crise de la cupidité, même calendrier d'ingratitude. Après un sauvetage en urgence de la planète financière, il n'aura même pas fallu six ans après la crise financière la plus destructrice depuis 1929 pour que toutes les forces de la finance n'entrent dans un combat acharné contre les régulations mises en œuvre de part et d'autre de l'Atlantique. Qui est aujourd'hui à la hauteur de l'héritage politique de Roosevelt ?

