



La déréglementation est-elle responsable de la crise ?



par Mark Calabria

Selon le récit de plus en plus populaire à Washington, le démantèlement du système de réglementation depuis plusieurs décennies a permis et encouragé Wall Street à l'excès, aboutissant à la crise financière actuelle. S'il n'est pas critiqué, ce récit formera vraisemblablement le fondement de toutes les mesures de réforme financière. Et si ces mesures sont bâties sur une base erronée, les futures crises financières seront plus fréquentes et plus graves.

Un recul de l'Etat réglementateur ?

Bien que ce sont la qualité et la nature de la réglementation qui doivent être au centre de tout débat concernant le rôle de réglementation dans la crise financière, on peut obtenir une mesure directe de la réglementation par la taille des budgets ainsi que par les niveaux d'effectifs des organismes de réglementation financière. Dans une étude du *Mercatus Center*, Véronique de Rugy et Melinda Warren ont conclu que les dépenses pour la réglementation bancaire et financière sont passées de 190 millions de dollars seulement en 1960 à 1,9 milliard de dollars en 2000, et à plus de 2,3 milliards de dollars en 2008 (en dollars constants de 2000).

Si l'on se concentre spécifiquement sur la *Securities and Exchange Commission* (SEC), l'agence au cœur de la réglementation de *Wall Street*, les dépenses budgétaires sous le mandat du président George W. Bush ont augmenté en termes réels de plus de 76 pour cent, passant de 357 millions de dollars à 629 millions de dollars (dollars de 2000).

Toutefois, les crédits budgétaires à eux seuls ne se traduisent pas toujours par davantage de gendarmes sur le terrain ; tous ces dollars supplémentaires auraient pu être consacrés à la construction extravagante du nouveau siège social de la SEC. Cependant, la plupart de l'accroissement du budget de la SEC a été affecté en personnel supplémentaire : l'agence comptait 2841 employés en équivalent temps plein en 2000, 3.568 en 2008 ; soit une augmentation de 26 pour cent en 8 ans. Le niveau d'effectifs de la SEC en 2008 est par exemple plus de huit fois celui de la

Consumer Product Safety Commission, qui passe en revue des milliers de produits de consommation par an.

Les chiffres comparables pour les organismes de réglementation bancaire exhibent une légère baisse : de 13310 en 2000 à 12190 en 2008, bien que cela s'explique par les réductions d'effectifs dans les *Federal Reserve Banks* régionales, en raison de modifications dans leurs activités de compensation des chèques (effectuée désormais essentiellement de manière électronique) et à la *Federal Deposit Insurance Corporation* (FDIC), alors que leur service hébergeant les analystes travaillant sur les faillites bancaires des années 1990 a depuis été démantelé. D'autres agences bancaires de réglementation, telles que le *Comptroller of the Currency*, qui supervise les banques nationales comme Citibank, ont connu une augmentation significative de leurs effectifs entre 2000 et 2008.

Une autre mesure de la réglementation est le nombre absolu de règles édictées par un ministère ou organisme. Le régulateur financier principal, le Département du Trésor, qui inclut à la fois l'*Office of the Comptroller of the Currency* et l'*Office of Thrift Supervision*, a vu sa moyenne annuelle de nouvelles règles proposées passer d'environ 400 dans les années 1990 à plus de 500 dans les années 2000. Durant les années 1990 et 2000, la SEC a émis environ 74 règles par an. Même si on laisse de côté le fait de savoir si les organismes de réglementation des banques et des titres faisaient leur travail de manière « agressive » ou pas, une chose est claire: ces dernières années ont témoigné d'un nombre croissant d'organismes de réglementation exerçant une surveillance ainsi que d'un nombre croissant de réglementations.

La loi Gramm-Leach-Bliley

Au cœur de toutes les affirmations selon lesquelles la déréglementation a entraîné la crise, on trouve le Gramm-Leach-Bliley Act. Le noyau dur de la loi Gramm-Leach-Bliley est une abrogation du Glass-Steagall Act, loi qui datait de l'époque du New Deal et qui interdisait de mélanger la banque d'investissement et la banque commerciale. Les banques d'investissement assistent les entreprises et les États pour la souscription, le marketing, et de conseil sur la dette et les capitaux. Elles réalisent souvent des opérations importantes de trading, achetant et vendant des titres financiers à la fois au nom de leurs clients et pour leur propre compte. Les banques commerciales acceptent les dépôts assurés et accordent des prêts aux ménages et aux entreprises.

La critique de la déréglementation suggère qu'une fois que le Congrès a ouvert la voie pour la fusion des banques d'investissement et des banques commerciales, les banques d'investissement ont été incitées à prendre davantage de risques, tout en réduisant leurs capitaux propres. Mais il y a des questions sur l'effet que cette loi a eu sur les marchés financiers et sur le fait de savoir si elle a eu une quelconque influence sur la crise financière actuelle. Même avant d'être adoptée, les banques d'investissement étaient déjà autorisées à commercer et à détenir les actifs financiers au centre de la crise financière : les titres basés sur des prêts hypothécaires, les produits dérivés, les *Credit Default Swaps* (CDS), les *Collateral Debt Obligations* (CDO). Les banques d'investissement se sont tournées vers la détention de portefeuilles de trading substantiels du fait de l'augmentation de leur capital de base,

et cela parce que la plupart des banques d'investissement ont ouvert leur capital au public ce qui était permis par la loi Glass-Steagall.

Deuxièmement, très peu de sociétés financières de type holdings ont décidé de combiner les activités d'investissement et les activités de banque commerciale. Les deux banques d'investissement dont la déroute symbolise la crise financière, Bear Stearns et Lehman Brothers, n'étaient affiliées à aucune institution de dépôt. Au contraire, si Bear Stearns ou Lehman Brothers avait eu une source importante de dépôts assurés, elles auraient probablement survécu à leurs problèmes de liquidité de court terme. Comme l'ancien président américain Bill Clinton l'a déclaré dans *Business Week* en 2008, « je n'ai pas constaté que la signature de ce projet de loi ait eu quoi que ce soit à voir avec la crise actuelle. En effet, l'une des choses qui a aidé à stabiliser la situation actuelle est le rachat de Merrill Lynch par Bank of America, qui s'est fait beaucoup plus en douceur que si ce projet de loi n'avait pas été signé. »

La loi Gramm-Leach-Bliley a été présentée à la fois par ses partisans et ses détracteurs comme une révolution dans les services financiers. Toutefois, la loi elle-même a peu d'impact sur les activités de trading des banques d'investissement. Les activités hors-bilan de Bear Stearns et Lehman étaient autorisées avant l'adoption de la loi. Par ailleurs, ces activités de trading n'ont porté préjudice à aucune banque commerciale affiliée, puisque que Bear Stearns et Lehman n'avaient pas de banques commerciales affiliées. En outre, ces grandes banques qui combinent des activités d'investissement et des activités commerciales ont traversé la crise en meilleure santé que les autres.

La SEC a-t-elle déréglementé les banques d'investissement ?

L'une des « déréglementations » revendiquées, résultant d'un mélange des activités d'investissement et commerciales, a été l'augmentation du ratio d'endettement des banques d'investissement permise par la SEC. Après que de nombreuses banques d'investissement sont devenues des holdings financières, les autorités européennes de réglementation ont tenté de soumettre les succursales européennes de ces sociétés à la réglementation du capital dictée par Bâle II, une série de recommandations sur la réglementation bancaire du capital élaborées par le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, qui est une organisation de réglementation bancaire internationale. Afin de protéger son territoire des régulateurs européens, la SEC a mis en place un plan similaire en 2004.

Toutefois la réduction par la SEC des ratios de capital des banques d'investissement n'était pas simplement un changement dans les règles existantes. La SEC a interprété la règle comme un expansion de son mandat traditionnel au-delà de la protection des investisseurs, vers une surveillance complète des activités des banques d'investissement. L'utilisation volontaire des règles de Bâle sur le capital a été considéré comme une petite partie seulement d'un système de réglementation plus élaboré, comme l'a exprimé John Heine, porte-parole de la SEC: « Les règles de 2004 de la Commission ont intensifié la surveillance des marchés des titres, parce qu'avant leur adoption il n'y avait pas de supervision réglementaire formelle, pas d'exigences de liquidité, et aucune exigence de capital pour les holdings bancaires d'investissement. » Ces exigences accrues ont conféré à la SEC des responsabilités plus larges en termes de surveillance prudentielle des banques d'investissement et de leurs sociétés holding.

La diabolisation des produits dérivés

Après la loi Gramm-Leach-Bliley, l'argument le plus fréquemment utilisé pour accuser la déréglementation est que tant le Congrès que les autorités de réglementation ont ignoré les divers avertissements sur les risques des produits dérivés, notamment les CDS, et ont choisi de ne pas imposer la réglementation nécessaire. En 2003, Warren Buffett appelait les produits dérivés « des armes de destruction financière massive », et avertissait que la concentration des risques attachés aux produits dérivés entre les mains de quelques négociants posait « de graves problèmes systémiques ». Buffett n'a pas été le seul à demander une réglementation accrue des produits dérivés. Mais cette réglementation supplémentaire des produits dérivés aurait-elle empêché la crise financière? Lors de sa présidence de la *Commodity Futures Trading Commission* (CFTC), Brooksley Born a publié un document de réflexion décrivant comment la CFTC devrait aborder la réglementation des produits dérivés. Ses suggestions ont été vertement critiquées par les membres de l'administration Clinton, notamment Robert Rubin et Larry Summers, et par les principaux membres des comités de surveillance de la CFTC du Capitole.

Au premier rang des suggestions de Born, on trouve l'exigence que les produits dérivés soient négociés sur un marché boursier réglementé par une contrepartie centrale, un projet aujourd'hui mis en avant par le secrétaire du Trésor Timothy Geithner. Actuellement, la plupart des produits dérivés sont échangés sous forme de contrats individuels entre deux parties, chacune étant une contrepartie de l'autre, et chaque partie assumant le risque que l'autre pourrait être incapable de remplir ses obligations en vertu du contrat. Une contrepartie centrale se situerait entre les deux parties au contrat sur des produits dérivés, ce qui garantit l'exécution de chaque partie. Les partisans de cette approche soutiennent qu'une contrepartie centrale aurait permis d'éviter la concentration du risque des produits dérivés au sein de quelques entités, comme AIG, et aurait empêché le risque systémique découlant des liens d'AIG avec ses différentes contreparties.

Mais le défaut le plus fondamental d'avoir une contrepartie centralisée est qu'elle ne réduit pas le risque du tout, elle ne fait que l'agréger. Elle augmente aussi la probabilité d'un sauvetage avec l'argent du contribuable, puisque l'État est plus susceptible d'intervenir et de soutenir une chambre de compensation centralisée que de sauver des entreprises privées. Dans le cas d'AIG, le vice-président de la Réserve fédérale Donald Kohn a déclaré au Comité sénatorial américain des banques que le risque pour les contreparties des produits dérivés d'AIG n'avait rien à voir avec la décision de la Fed de renflouer AIG et que toutes ses contreparties auraient pu résister à une défaillance d'AIG.

Le but d'une chambre de compensation centralisée est de permettre aux utilisateurs de produits dérivés de séparer le risque du contrat dérivé du risque de défaillance de l'émetteur de ce contrat dans les cas où l'émetteur est incapable de respecter ses obligations. Un tel arrangement augmenterait en fait la demande et l'utilisation de produits dérivés. Les partisans d'une réglementation accrue des produits dérivés omettent aussi le fait qu'une grande partie de l'utilisation des produits dérivés par les banques est le résultat direct de la réglementation, plutôt que de son absence. Dans la mesure où les produits dérivés tels que les CDS permettent de réduire le risque

attaché aux prêts ou titres détenus par les banques, les règles de Bâle permettent aux banques de réduire le capital nécessaire à la détention de tels prêts.

L'une des propositions de Born était d'imposer des exigences de fonds propres aux utilisateurs de produits dérivés. Ceci ignore le fait que les contreparties exigent déjà le dépôt d'une caution pour l'utilisation de produits dérivés. En fait, ce n'est pas l'échec de la position de ses produits dérivés qui ont conduit à l'effondrement d'AIG, mais une augmentation des appels à une plus grande garantie par ses contreparties. Les produits dérivés ne créent pas de pertes, ils les transfèrent simplement, car pour chaque perte sur une position d'instrument dérivé il y a un gain correspondant de l'autre côté ; les pertes et les gains se compensent toujours. La valeur des produits dérivés réside dans le fait qu'ils permettent la séparation de divers risques et le transfert de ces risques aux parties les plus aptes à les supporter. Transférer ce risque à une contrepartie centralisée avec des exigences de fonds propres n'aurait probablement pas été plus efficace que ne l'était le fait d'agréger la majeure partie des risques sur nos marchés de prêts hypothécaires dans les bilans de Fannie Mae et Freddie Mac. La réglementation ne sera jamais un substitut à l'un des préceptes fondamentaux de la finance: la diversification.

Les agences de notation

Lorsque des exemples supposés de déréglementation ne peuvent être trouvés, les partisans d'une réglementation accrue se replient souvent sur l'affirmation selon laquelle l'échec des autorités à imposer de nouvelles réglementations est la preuve du préjudice causé par la déréglementation. Le statut des agences de notation sur nos marchés financiers est souvent présenté comme un exemple de ce type. Les agences de notation peuvent potentiellement servir de contrôleur indépendant du comportement des entreprises. Qu'elles aient souvent échoué dans ce rôle est généralement reconnu; le vrai débat est plutôt de savoir « pourquoi elles ont échouées ». Les partisans d'une réglementation accrue soutiennent que puisque les agences de notation sont rémunérées par les émetteurs de titres, leur véritable intérêt est de veiller à satisfaire leurs clients en leur fournissant les notes les plus élevées possible. En outre, ils prétendent que les agences de notation ont utilisé leur protection juridique de « free speech » (libre parole) pour éviter toute responsabilité légale ou de contrôle réglementaire quant au contenu de leurs notes.

La réglementation moderne des agences de notation a commencé avec la révision par la SEC de ses règles sur le capital s'appliquant aux courtiers en 1973. En vertu des règles du capital de la SEC, une maison de courtage doit réduire la valeur des titres à risque ou spéculatifs sur son bilan pour tenir compte du niveau de risque. En définissant le risque des titres détenus, la SEC a lié la mesure du risque à la notation de crédit du titre détenu, les titres non notés étant considérés comme les plus risqués. Les autorités de réglementation de la banque ont plus tard étendu cette pratique de sous-traitance de leur supervision du risque des banques commerciales aux agences de notation en vertu de l'application des normes de fonds propres de Bâle.

La SEC, en élaborant ses règles sur le capital, s'est inquiété que, en permettant à des agences de notation externe définir le risque, certaines agences de notation seraient tentés tout simplement de vendre des notes favorables, quel que soit le risque véritable. Pour résoudre ce risque perçu, la SEC a décidé que seules les Organisations nationalement reconnues de notation statistique (Nationally Recognized Statistical

Rating Organizations, NRSRO) auraient leurs notations reconnues par la SEC et utilisées pour la conformité aux exigences de capital réglementaire. En définissant les qualifications d'une NRSRO, la SEC a délibérément exclu les nouveaux entrants et adoubé les entreprises existantes, telles que Moody's et Standard and Poor's.

En essayant de résoudre un problème imaginaire, une prétendue course vers le bas, la SEC a réussi à créer un problème réel, un oligopole accrédité dans le secteur des notations. Une des conséquences de cet oligopole est qu'au début des années 1970, les agences de notation s'écartèrent de leurs pratiques historiques de marketing et de vente de notes à des investisseurs, pour se diriger vers la vente des notes aux émetteurs de dette.

Disposant alors d'une clientèle captive (les émetteurs de dette), les agences de notation ont rapidement adapté leur business model à cette nouvelle réalité. Si la SEC s'en était tenu là, les dégâts auraient déjà été assez grands. Durant les années 1980 et 1990, la SEC a toujours plus ancré le contrôle du marché par les agences de notation reconnues. Par exemple, dans les années 1980, la SEC limitait la souscription des fonds de marché monétaires aux titres qui étaient « investment grade », tels que définis par les NRSRO. Cette exigence a été étendue au papier commercial. Les autorités bancaires et les commissaires contrôleurs des assurances rattachés aux États de l'assurance ont suivi en fondant leurs réglementations de sécurité et de fiabilité sur l'utilisation de titres approuvés par les NRSRO. Le conflit d'intérêt entre les évaluateurs et les émetteurs n'est pas le résultat de l'absence de réglementation, mais la conséquence directe et prévisible de la réglementation. La solution à ce problème consiste à supprimer les privilèges des NRSRO et de rétablir la concurrence sur le marché.

Prêts prédateurs ou emprunts prédateurs?

Comme une grande partie des pertes dans la crise financière ont été concentrés sur le marché hypothécaire, et en particulier sur les titres subprimes, les partisans d'une réglementation accrue ont fait valoir que la crise financière aurait pu être évitée si les autorités fédérales de réglementation avaient éliminé les pratiques prédatrices de prêt hypothécaire. Un tel argument ne tient pas compte du fait que la grande majorité des prêts hypothécaires défaillants pouvaient concerner des spéculateurs ou s'expliquer par les raisons traditionnelles qui entraînent le défaut de paiement sur des crédits : perte d'emploi, dépenses de santé, ou divorce.

La caractéristique du crédit hypothécaire la plus étroitement associée à la défaillance est le ratio des capitaux propres de l'emprunteur. Plutôt que d'aider à renforcer les normes de souscription, le gouvernement fédéral a mené la charge pour les réduire. Au fil des ans, la Federal Housing Administration a réduit ses exigences en termes d'apport personnel : alors qu'il était de 20 pour cent dans les années 1930, aujourd'hui l'on peut obtenir un prêt de la FHA avec seulement 3,5 pour cent.

L'argument des prêts prédateurs consiste à dire que les emprunteurs ont été attirés vers des prêts intenables, souvent en raison de taux « teaser » faibles (« taux aguicheurs »), qui ont été défaillant en masse, provoquant des baisses de valeur des maisons, ce qui conduit à une baisse globale du marché du logement. Pour que cet argument tienne, l'augmentation du taux de *foreclosures* (maison rendue ou saisie en cas de défaut de paiement du prêt hypothécaire) aurait dû précéder la baisse des prix

des logements. En fait, c'est le contraire qui s'est produit, avec le *taux* national d'appréciation des prix des logements qui a atteint un sommet au deuxième trimestre de 2005 et le niveau absolu des prix qui a atteint un sommet au deuxième trimestre de 2007; l'augmentation spectaculaire des nouvelles *foreclosures* n'a pas été atteint avant le deuxième trimestre de 2007. Alors qu'une influence réciproque entre les prix et les *foreclosures* doit être prévu, les preuves empiriques confirment la thèse que les déclin initiaux dans l'appréciation des prix et, plus tard, les baisses absolues des prix ont entraîné une augmentation des *foreclosures*, et non pas que des prêts non viables auraient conduit aux baisses de prix.

Normalement, on s'attendrait à ce que les investisseurs finaux dans des titres basés sur des crédits hypothécaires imposent une discipline de marché aux prêteurs, en assurant que les pertes restent conformes aux anticipations. La discipline de marché a commencé à implorer en 2005 lorsque Fannie Mae et Freddie Mac sont devenus le plus grand acheteur unique des titres subprime. Au plus haut du marché, Fannie et Freddie ont acheté plus de 40 pour cent des titres subprime. Ce sont également ces millésimes qui ont connu les pires performances ; les prêts subprime d'avant 2005 se conformant très largement aux anticipations. Fannie et Freddie entrant sur ce marché en force ont considérablement augmenté la demande pour les titres subprime, et comme ils seraient finalement en mesure de répercuter leurs pertes sur le contribuable, ils n'étaient guère incités à surveiller efficacement la qualité de la souscription.

Conclusion

Les dernières décennies ont connu une expansion significative du personnel des autorités de réglementation financières et de leurs règlements, contrairement à la croyance largement répandue que notre réglementation des marchés financiers aurait reculé. Alors que de nombreux régulateurs ont pu être myopes et trop confiants dans leurs propres capacités à éviter un effondrement à nos marchés financiers, cette débâcle est celle de la réglementation, et pas de la déréglementation. Quand on gratte sous la surface de l'argument de la « déréglementation », il devient évident que les suspects habituels, comme la loi Gramm-Leach-Bliley, n'ont pas causé la crise actuelle et que le refus prétendu des autorités de réglementation de s'occuper des produits dérivés et des crédits « prédateurs » aurait eu peu d'impact sur le déroulement réel des événements, car ces questions n'étaient pas au cœur de la crise. Pour expliquer la crise financière, et éviter la prochaine, nous devrions nous tourner vers l'échec de la réglementation, et pas vers une déréglementation mythique.

Mark Calabria est analyste au Cato Institute à Washington DC, et y dirige la section d'analyse des réglementations financières.

Cette étude est une traduction de "Did Deregulation Cause the Financial Crisis?" » *Cato Policy Report*, July/August 2009.

http://www.cato.org/pubs/policy_report/v31n4/cpr31n4-1.pdf