

LA CRISE OFFRE DES OCCASIONS DE REFONDRE LA SUPERVISION FINANCIÈRE



DOMINIQUE LACOUÉ-LABARTHE
Professeur à
l'Université
Montesquieu-
Bordeaux IV

Dominique Lacoue-Labarthe propose une première analyse, axée principalement sur le cas des États-Unis, de certains manquements importants dans la supervision et explore quelques voies de refonte de la politique de stabilité financière.

L'observation de la crise financière exceptionnelle qui se développe depuis l'été 2007 montre que le système de supervision chargé de maintenir la stabilité financière a été incapable de gérer efficacement le risque, d'obtenir la transparence nécessaire des comportements et des instruments financiers et d'assurer le bon fonctionnement des marchés. Il paraît urgent de réviser l'architecture et les missions des autorités de régulation pour superviser les institutions financières dont la défaillance a créé un risque systémique. Il faut notamment une réglementation plus rigoureuse de l'industrie du crédit hypothécaire, des fonds spéculatifs (*hedge funds*) et des produits dérivés structurés complexes. Il est indispensable de limiter l'effet de levier des institutions financières et les excès d'endettement.

En effet, la crise financière a privé d'efficacité les moyens traditionnels employés par les autorités de contrôle et de supervision. Aussi bien les instruments classiques de la politique monétaire que les dispositifs habituels des filets de sécurité prudentielle ont été inefficaces pour empêcher son aggravation et sa persistance. Face à une crise inédite affectant l'actif de bilan des banques et des autres ins-

titutions financières, dans un climat de désendettement forcé accéléré, la politique monétaire et la supervision financière sont confrontées à de nouveaux défis. Dans le seul domaine de la supervision financière, comprendre les raisons de l'inefficacité de la régulation existante peut conduire à déceler des solutions plus efficaces. Vu l'urgence et l'ampleur des difficultés, aucune voie de refonte du contrôle prudentiel et de la supervision financière ne peut être négligée.

Les défaillances de la supervision financière

La longue période de taux d'intérêt très bas qui a suivi la crise Enron et des actions des sociétés de NTIC

entre 2001 et 2005 a placé les institutions financières en situation inédite. Les revenus en intérêts ont baissé et les marges ont été laminées par la concurrence. Avec une surabondance de liquidités, une inflation très faible, il est apparu profitable de créer des occasions d'investissement en actifs financiers qu'il était possible de financer par endettement. Toute demande d'emprunt était satisfaite sans difficulté car la hausse du prix des actifs engagés comme collatéral garantissait les remboursements futurs. Les *spreads* se sont égaillés entre eux et ont diminué ensemble, reflétant une baisse généralisée de l'aversion au risque.

Une culture de la plus-value en capital et des rémunérations par commissions s'est substituée à celle des revenus d'intérêt. Les stratégies de gain ont plus visé les plus-values instantanées que le lissage des intérêts dans le temps. Les commissions ont pratiquement égalé les marges d'intérêts dans les revenus. L'ancienne domination des banques commerciales, assise sur la collecte de dépôts et la transformation qualitative des actifs (transformation de liquidité, de maturité des actifs etc.) a été contestée par la montée des grands conglomerats financiers (*one-*

“ Il paraît urgent de réviser l'architecture et les missions des autorités de régulation pour superviser les institutions financières dont la défaillance a créé un risque systémique. ”

stop shop) déployés par les banques d'investissement, les sociétés de gestion de fonds d'investissement et de structures de titrisation et même les compagnies d'assurances.

Un vaste système financier "fantôme" s'est développé en parallèle au système bancaire. Le modèle financier *originate-to-distribute* a évincé l'art de la banque traditionnelle de type *buy-and-hold*. Les risques pris par les producteurs de prêts ont été sortis des bilans et distribués par morceaux fractionnés et reconditionnés pour aller se loger

“ Le modèle financier *originate-to-distribute* a évincé l'art de la banque traditionnelle de type *buy-and-hold*. ”

dans les patrimoines d'investisseurs non informés qui n'auraient jamais dû les accueillir tant ils étaient opaques. Un appétit vorace pour le profit a balayé toute prudence. Des notations flatteuses (mais techniquement fausses), des mesures de risque (*Value at Risk*) acceptables seulement dans des conditions irréalistes, la fréquence accrue d'événements extrêmes et de moins en moins rares¹, l'aveuglement à la perspective d'un retournement de l'emballage du crédit et au risque d'éclatement de la bulle spéculative, ont créé une euphorie factice et une volatilité fébrile des marchés. La supervision bancaire a été complètement débordée par ce bouillonnement qu'elle n'a pas vu monter et que, surtout, elle a été incapable de contenir.

Les désarrois de la supervision face à la crise systémique

La prise de conscience de la profondeur de la crise² par les supervi-

seurs ne s'est pas faite instantanément. Beaucoup ont d'abord cru, à l'été 2007, à une crise localisée au compartiment des crédits *subprime*, c'est-à-dire à des dysfonctionnements locaux affectant quelque 20 % du seul marché des prêts hypothécaires résidentiels aux États-Unis. La dépréciation des actifs financiers s'élargissant à d'autres titres et affectant d'autres établissements que les producteurs de *subprime*, l'opinion, non démentie par les régulateurs, s'est mise à parler de "contagion" (mais par quel mécanisme?) à l'ensemble des institutions et des marchés financiers. Puis s'est imposée l'idée d'une "propagation" (mais par quel canal?) de la crise financière à l'Europe, l'Asie, aux pays émergents (bien que la chronologie suggère plutôt un déclenchement simultané de la crise). Rapidement, on s'est inquiété d'un risque de récession induite par la crise financière. En fait, le relèvement des taux d'intérêt de la Réserve fédérale depuis 2004 avait précédé le retournement du cycle réel en 2006 et l'éclatement de la bulle des crédits *subprime*. Plus récemment, on en est venu à redouter – suite à la chute des prix de l'immobilier et de l'énergie et des denrées agricole – une nouvelle phase qui serait marquée par une déflation généralisée en 2009.

En réponse au développement de la crise, notamment aux États-Unis et en Angleterre, les régulateurs ont mis en œuvre de nouveaux moyens d'intervention. Les Banques centrales ont réagi les premières en ajustant la politique monétaire rapidement pour alimenter les marchés en liquidités. Leur action a même été coordonnée en plusieurs occasions où les Banques centrales ont agi en véritable prêteur international en dernier ressort. Parmi ces innovations, la Réserve fédérale, la Banque d'Angleterre et la Banque centrale européenne ont allongé la maturité de leurs facilités et elles ont proposé des financements en devises.

La gamme des contreparties éligibles a été élargie. Les procédures d'appel d'offres ont été modifiées pour offrir de la "liquidité Banque centrale" pour des montants illimités. La liste des garanties éligibles aux opérations de refinancement a été également étendue aux obligations, au *commercial paper* d'entreprises, même à des titres adossés à des prêts hypothécaires. L'accès au refinancement a été élargi à des institutions financières qui n'y avaient pas accès (banques d'investissement, compagnies d'assurance, etc.).

L'abondance de liquidités n'a pourtant pas empêché la poursuite de la chute du prix des actifs, la dégradation des bilans et l'érosion des fonds propres des banques. L'efficacité de ces mesures a été limitée puisqu'elles n'ont pu enrayer une contraction généralisée du crédit. La récession s'est installée et, depuis fin 2008, les défaillances d'entreprises ont commencé à déprécier les garanties offertes aux banques et les incidents de remboursement augmentent les provisions que ces dernières doivent constituer. Les taux directeurs des Banques centrales sont au plus bas, proches de zéro, la liquidité est plus abondante que jamais, mais le crédit ne repart pas et des pressions déflationnistes se manifestent, aggravant la charge en termes réels du paiement des dettes accumulées.

La régulation des institutions et des marchés financiers a, elle aussi, été mise à mal. Des défaillances d'institutions de toute nature, taille et spécialisation, se sont succédées depuis février 2007 en plusieurs vagues de plus en plus préoccupantes : Countrywide en février 2007 ; Indy-Mac en juillet 2007 ; Bear Stearns en mars 2008 ; Washington Mutual (WaMu), Assurance International Group (AIG et sa filiale AIG Financial Products), Lehman Brothers, Wachovia, Merrill Lynch en novembre 2008 ; Cigroup, Bank of America, Wells Fargo (voir l'encadré 1) en janvier 2009. Des sauvetages d'urgence et des solutions *ad hoc* ont été improvisés au coup par coup sous la direction de l'entrepreneur secrétaire au Trésor, Henry Paulson. Mais selon quels critères ? Pourquoi avoir sauvé Bear Stearns, la plus petite des ban-

Perspectives, à paraître ; David Greenlaw, Jan Hatzius, Anil K. Kashyap and Hyun Song Shin (2008) Leveraged Losses : Lessons from the Mortgage Market Meltdown paper for the US Monetary Policy Forum, <http://research.chicagogsb.edu/igm/events/docs/MPFReport-final.pdf> ; Jean Tirole, Leçons d'une crise, *Toulouse School of Economics Notes* n°1, 12/2008, www.tse-fr.eu.

1. Sur ces points, voir J.-Ch. Rochet, Le futur de la réglementation bancaire, *Toulouse School of Economics Notes* n° 2, 12/2008, www.tse-fr.eu.

2. Pour une analyse approfondie, voir par exemple : Markus Brunnermeier, (2008) De-Ciphering the Credit Crisis of 2007 *Journal of Economic*

ques d'investissement, mais *primary dealer* au rôle important de spécialiste en valeurs du Trésor, tandis que Lehman Brothers, *primary dealer* deux fois plus gros que Bear, mais aussi *prime broker*, opérateur pivot du marché des *credit default swaps* (CDS), a-t-il été abandonné à la faillite? Pourquoi avoir renfloué AIG, la plus grosse compagnie d'assurance, mais laissé Wachovia, quatrième banque commerciale du pays, faire faillite? Le dispositif des *bailouts* et la sélection de ses bénéficiaires directs et indirects (souvent Goldman Sachs et JPMorgan Chase) posent bien des questions sur le bien fondé, l'impartialité et la cohérence des sauvetages successifs opérés par le Trésor de concert avec la Fed et la Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC).

La stabilité financière a été manifestement ébranlée avec la disparition de la liquidité sur le marché monétaire, l'impossibilité de coter des actifs financiers, la dépréciation continue du collatéral, la fonte des capitalisations boursières, etc. Les sauvetages de septembre 2008, à l'occasion de la faillite de Lehman Brothers – opportuns, mais coûteux pour les fonds publics – n'ont pas arrêté la débâcle et il a fallu les renouveler à peine quelques semaines plus tard. Seul le secteur des banques commerciales a fait l'objet d'une bonne régulation : en 2008, malgré la ruée sur IndyMac et la faillite de la plus grande caisse d'épargne WaMu, la FDIC a su organiser de manière ordonnée le sauvetage par des solutions privées des 25 institutions de dépôt qui ont été fermées (sur un total de 8 300 établissements, dont 156 classés "à

problème"). C'est d'ailleurs dans le système de supervision et de contrôle dont est doté la FDIC que résident des moyens parmi les plus efficaces d'enrayer une crise financière à dimension systémique.

Le fiasco de l'autorégulation financière

La crise des crédits *subprime* est en partie imputable à l'absence de supervision des opérations de titrisation gérées par des institutions financières non bancaires et des fonds d'investissement. Des institutions financières non régulées ont proliféré pour développer la production et la distribution d'actifs hautement rémunérateurs grâce à une utilisation massive des effets de levier.

Ce fut le cas de plusieurs milliers de courtiers, sociétés immobilières et autres *mortgage finance companies*. La crise du *subprime* a commencé dans ce secteur avec les faillites, à partir de février 2007, de sociétés de crédit immobilier comme Ownit Mortgage Solutions, People's Choice, NovaStar Financial, Fremont General, New Century Financial, et de quelque 160 autres distributeurs de prêts hypothécaires de ce type. Ces sociétés de financement n'étaient assujetties à aucune norme de vérification des facultés de remboursement des emprunteurs (*creditworthiness*). En pratique, elles n'observaient que le *loan-to-value ratio*, la valeur de marché des biens hypothéqués servant de garantie au prêt. Le droit américain permet que lorsque la valeur de marché du bien tombe au-dessous de la valeur du prêt restant à courir jusqu'à l'échéance du prêt, c'est-à-dire lorsque l'actif net

(*equity*) devient négatif, l'emprunteur peut se placer sous la protection du régime de la faillite personnelle, abandonner sa maison ou son *condo* en restituant le bien au producteur du prêt qui le saisit alors (*foreclosure*) et le vend aux enchères. On sait que les prêts à taux révisable³, ouvrant la porte à tous les abus, ont aussi donné lieu à un nombre croissant de défaillances avec la hausse des taux d'intérêt culminant à l'été 2006, le véritable déclencheur de l'éclatement de la bulle spéculative et de la chute du prix des logements.

La titrisation des prêts hypothécaires (parfois garantie par des agences spécialisées Fannie Mae, Freddie Mac), celle des crédits à la consommation, des paiements par cartes de débit et de crédit, des prêts étudiants, ont suscité la prolifération de milliers de structures de cantonnement *ad hoc* (*structured investment vehicles* – SIV, conduits), simples copropriétés de créances dépourvues de la personnalité morale et constituées sans fonds propres. La supervision de ces opérations a été soit inexistante, soit source de difficultés inextricables. Ces structures non régulées ont été créées à la fois par des banques commerciales et des banques d'investissement, par des institutions d'épargne contractuelle, les *thrifts* (*savings and loan associations*, *finance companies*, *credit unions* et même compagnies d'assurances), ainsi que par des fonds collectifs (*mutual funds*, *hedge funds*, *pension funds*), eux-mêmes simples partenariats limités, ne disposant souvent d'aucune charte ou licence d'exploitation. Or ces fonds jouaient par leurs prêts le rôle de sponsor des structures de titrisation, et ils les refinançaient quand ces dernières devenaient incapables de faire face aux demandes de remboursements des titres qu'elles avaient émis (*collateralized debt obligations* – CDO, *asset-backed commercial paper* – ABCP) lorsque leur valeur de marché se dépréciait.

1. Défaillance: des banques de toutes sortes

■ Countrywide était une banque nationale avant de devenir une *saving & loan association*, comme Washington Mutual supervisées par l'OTS; IndyMac était une *state-chartered bank*, Wachovia, Citigroup, Bank of America, JPMorgan Chase, Wells Fargo étaient des *bank holding companies* contrôlées par l'OCC et la Fed; AIG est une compagnie d'assurances; Bear Stearns, Lehman Brothers, Merrill Lynch ainsi que

Goldman Sachs et Morgan Stanley formaient le groupe des cinq grandes banques d'investissement et des *primary dealers* sur le marché interbancaire des Fed funds; leur superviseur était la Securities and Exchange Commission (SEC) et, accessoirement, la Banque fédérale de New York. La plupart de ces établissements ont changé de statut à l'occasion de leur rachat ou de leur liquidation.

3. Notamment les *option adjustable rate mortgage loans* (ARM), prêts hypothécaires à taux révisable à trente ans, dits 2/28, qui comprennent une période de deux ans à taux aguicheur (*teaser*) de quelque 2,5 ou 3 % et font l'objet d'un ajustement (*reset*) pour les 28 annuités restantes à un taux atteignant souvent les 8 à 12 % annuels, sinon plus.

Les opérations sur titres sont en principe surveillées par la Securities and Exchange Commission (SEC), l'autorité des marchés financiers, mais elle ne contrôle pas les fonds d'investissement puisqu'elle n'enregistre que les quelques sociétés cotées en bourse (sur plus de 4 000 fonds). En outre, lorsque ces fonds accordent des prêts aux SIV, la SEC n'est plus compétente, puisque ce sont des opérations de crédit, pas plus que les superviseurs bancaires puisqu'ils n'ont pas de charte bancaire. Symétriquement, les banques commerciales et les *thrifts* qui produisent des prêts hypothécaires sont bien contrôlés dans cette activité par leur superviseur bancaire respectif (voir l'encadré 2). Mais la titrisation de ces mêmes prêts leur permet de les sortir de leur bilan pour alléger la base des actifs pondérés des risques assujettie au ratio de fonds propres réglementaires. Dès lors que les SIV qu'elles patronnent émettent des CDO et des ABCP, ces opérations sur titres relèvent de la SEC, mais cette dernière n'en a qu'une vue partielle puisqu'elle n'est pas le superviseur des banques.

D'autres intermédiaires financiers se sont attribué un rôle inattendu dans la crise des crédits *subprime*. Les compagnies d'assurances sont contrôlées seulement par les autorités locales de leur état fédéré d'origine ; or c'est une filiale d'AIG, AIG Financial Products, qui a pu devenir le principal opérateur mondial du marché de gré à gré des *credit default swaps*, et s'est trouvée à l'origine de la faillite de sa maison mère et de la banque d'investissement Lehman Brothers. Les assureurs *monoline* rehausseurs de crédits, comme AMBAC, CIFG, MBIA, FSA et autre Assured Guaranty etc. n'étaient pas mieux surveillés. Tous se sont témérairement aventurés en dehors de leur métier d'assureur des émissions de *municipal bonds* et ont largement contribué à la surévaluation des CDO adossées aux prêts *subprime*, en offrant des garanties qu'ils étaient incapables d'honorer. Les agences de notation se sont aussi autorisées à fournir des *ratings* pour des titres structurés complexes comme les CDO au carré par exemple, sans adapter leurs méthodes traditionnelles d'évaluation des

2. Système financier américain: qui contrôle qui?

■ **Les national banks ont pour superviseur l'Office of the Comptroller of the Currency (OCC), le bureau du contrôleur de la circulation monétaire.** La Réserve fédérale (Fed) et les autorités bancaires des États fédérés contrôlent les *state-chartered banks* membres du Système de réserve fédérale (FRS). La FDIC garantit les dépôts à vue de toutes les banques à charte fédérale ou à charte d'un État fédéré qui

adhèrent à son régime d'assurance. Elle supervise les banques à charte d'État non membres du FRS. Les autorités bancaires des États fédérés contrôlent les *state-chartered banks* non membres du FRS, non assurées à la FDIC. Un régime compliqué de partage des tâches de supervision s'applique aux institutions d'épargne contractuelle (*thrifts*) selon leur nature et leur spécialisation ; le superviseur principal au niveau fédéral, est l'Office of Thrift

Supervision (OTS) ; il partage le contrôle avec les autorités locales de l'État fédéré où a été délivrée la charte de l'établissement ; en outre, certains sont assurés auprès de la FDIC, d'autres pas. Il n'existe plus aujourd'hui de systèmes privés d'assurance dépôt des États fédérés depuis qu'ils ont fait faillite les uns après les autres. Il faudra bien un jour songer à simplifier cette grille particulièrement complexe des organes de supervision.

obligations standard, ce qui ne les a pas empêchées au surplus de reconnaître des erreurs dans leurs évaluations quelques mois plus tard. Le grand nombre de cas où la notation AAA a été attribuée à des émissions de produits structurés opaques par des SIV totalement inconnus ou suspects aurait dû attirer l'attention sur les risques inhérents à ces pratiques et les dérives auxquelles les sponsors s'étaient livrés.

“ Les banques d'investissement ont eu un comportement particulièrement risqué, délibérément encouragé par l'autorité de supervision désireuse de promouvoir l'autorégulation des opérations de marché par les opérateurs eux-mêmes ”

Les banques d'investissement ont eu un comportement particulièrement risqué, délibérément encouragé par l'autorité de supervision désireuse de promouvoir l'autorégulation des opérations de marché par les opérateurs eux-mêmes. Les activités sur contrats futures d'instruments financiers, étaient contrôlées par la commission des marchés à terme, la Commodity Futures Trading Commission (CFTC). Avant son éviction provoquée par de puissantes pressions en 1999, la présidente de la CFTC Brooksley E. Born n'a pas

réussi à obtenir, malgré ses efforts, une compétence comparable pour la supervision des dérivés de crédit (CDS). Au contraire, le Commodity Futures Modernization Act de 2000 (présenté par le sénateur Phil Gramm) a empêché la SEC et la CFTC de réglementer les produits dérivés non encore réglementés

En 2004, la SEC a créé un programme volontaire de supervision des banques d'investissement qui devait lui donner une vue d'ensemble des activités de leurs filiales de trading pour compte propre sur les dérivés non réglementés et les titres adossés à des actifs hypothécaires. En contrepartie, les banques d'investissement, menées par Henry Paulson, alors président de Goldman Sachs, ont obtenu que leurs activités de broker soient exemptées de la règle prudentielle qui limitait leur possibilité d'endettement⁴. Les maisons mères ont alors utilisé ces réserves libérées par leurs filiales pour augmenter considérablement leur levier d'endettement. En quelques mois, le *leverage ratio* de Bear Stearns a bondi à 33 unités d'actifs pour 1 unité de fonds propres ! Or avec un levier de 33 pour 1, une simple baisse de 3 % de la valeur des actifs suffit à mettre en faillite la banque puisque les per-

4. Securities and Exchange Commission, Alternative Net Capital Requirements for Broker-Dealers That Are Part of Consolidated Supervised Entities. Supervised Investment Bank Holding Companies, 17 CFR Part 200 & 240, Final Rules. Federal Register, Vol. 69, No. 118, June 21 2004, p. 34428 5

tes s'élèvent à 0,999. La dépréciation des actifs de Bear Stearns a été bien supérieure à 3 %, ce qui explique la brutalité de sa déconfiture.

Le compromis de 2004 révèle que ce sont bien les banques d'investissement qui ont contribué par leur endettement débridé à l'hypercroissance des instruments financiers les plus dangereux, des CDO au carré aux CDS (multiplication par 9 de leur volume en trois ans) et autres Repo. Cette formidable expansion financière s'est évidemment accompagnée d'une baisse dangereuse des fonds propres des banques d'investissement et, dans leur sillage, de toutes les institutions financières qui se sont lancées dans la course au *leveraging* (voir l'encadré 3). Au vu des résultats des banques d'investissement et leur faillite généralisée, l'autorégulation n'en sort pas nécessairement grandie.

La connivence des régulateurs

Les cas de myopie au désastre ont été nombreux. Les fraudes de *traders* non décelées par les contrôles internes et les superviseurs se sont multipliées, par exemple (parmi bien d'autres), les pertes de Calyon Credit Agricole CIB à New York, celles de la Société générale à Paris avec Jérôme Kerviel. L'escroquerie Madoff avec son réseau compliqué de rabatteurs, de *feeder funds* et ses pratiques sophistiquées de cavalerie, n'a pas été non

plus décelée (ou révélée). Un régulateur, inspecteur *senior*⁵ de l'Office of Thrift Supervision, a falsifié un rapport de contrôle sur la banque IndyMac Bancorp qui surévaluait ses fonds propres, lui évitant ainsi des restrictions et sanctions précoces deux mois avant la ruée dont elle sera l'objet et sa faillite en juillet 2008.

L'arbitrage réglementaire a été favorisé par une déréglementation encouragée par les régulateurs eux-

“ L'arbitrage réglementaire a été favorisé par une déréglementation encouragée par les régulateurs eux-mêmes. Il arrive qu'une autorité de supervision se livre à une surenchère laxiste envers d'autres autorités pour attirer de nouvelles institutions dans son champ de contrôle. ”

mêmes. Il arrive qu'une autorité de supervision se livre à une surenchère laxiste envers d'autres autorités pour attirer de nouvelles institutions dans son champ de contrôle. L'enjeu est l'extension du nombre de régulés qui s'apprécie comme un gain de part du marché de la supervision et des profits associés. Les conflits d'intérêts tournent alors rapidement au désastre. Quand, au printemps 2007, Countrywide National Bank a trouvé son autorité fédérale de supervision, l'Office of the Comptroller of the Currency, un peu trop pressante, les dirigeants de la société de prêts hypothécaires ont simplement choisi de changer de statut et de régulateur en se plaçant sous l'autorité de l'Office of Thrift Supervision. L'OTS en effet promettait un contrôle plus flexible des activités hypothécaires de Countrywide Financial. Mais l'OTS dépend des commissions payées par les établissements dont il devient plus

le consultant expert en montages et innovations de produits que le superviseur. Ce superviseur, parangon de la mode de l'autorégulation prônée par l'administration Bush, agissait comme acteur en concurrence avec les autres régulateurs et il voyait en Countrywide, le troisième distributeur de prêts immobiliers du pays, un “client” de choix.

L'OTS a cependant enregistré la fermeture par les autorités fédérales de trois de ses plus gros “clients”, IndyMac Bancorp, Washington Mutual (qui distribue des prêts hypothécaires à *teaser rates* de 2 % pendant deux ans et les réajuste à 5 % les 28 ans suivants) et Downey S&LA. Trois autres institutions, dont Countrywide, ont été placées sous le chapitre 11 puis rachetées. Les pertes des institutions sous contrôle de l'OTS ont atteint 355,7 milliards de dollars en 2008. Depuis 2004, l'OTS assurait la promotion auprès des S&LA (*savings & loans associations*) qu'il traitait en clients des *option adjustable-rate mortgages*; il acceptait la réduction des provisions pour pertes sur créances douteuses, l'abaissement des standards de prêt et encourageait les institutions d'épargne à opérer “dans un esprit de liberté et d'initiative” sans crainte de l'intrusion des contrôles. Mais en septembre 2006, le capital des *thrifts* avait déjà baissé d'un tiers par rapport à sa moyenne de longue période. L'OTS ne devrait pas survivre à la refonte de l'architecture de la régulation financière par la nouvelle administration Obama.

Des aspirations comparables se sont aussi rencontrées chez le superviseur des agences publiques Fannie Mae (Federal National Mortgage Association) et Freddie Mac (Federal Home Loan Mortgage Corporation), l'Office of Federal Housing Enterprise Oversight (OPHEO), qui, depuis sa création en 2002 était chargé de surveiller les garanties accordées aux titrisations des programmes de prêts hypothécaires développés au sein du ministère du Logement et du Développement urbain (HUD). Les excès de l'OPHEO lui ont valu d'être remplacé depuis juillet 2008 par un nouveau régulateur la Federal Housing Finance Agency.

3. Un indicateur: le *leverage ratio*

■ En 2007, le *leverage ratio* (actif total/fonds propres) de grandes banques européennes était souvent supérieur à celui des banques d'investissement américaines: UBS, 63,9 pour 1; Royal Bank of Scotland, 60; Barclays Bank, 52,7 et même 61,3 en juin 2008; Deutsche Bank, 52,5; Crédit Agricole, 34,8; BNP Paribas, 31,5, etc. On considère généralement qu'un levier de l'ordre de 10 à 12 pour 1 est compatible avec un risque raisonnable.

5. En 1989, Darrel Dochow, à l'époque inspecteur de la Federal Savings and Loan Insurance Corporation, le régulateur fédéral des caisses d'épargne, avait déjà été inquiété pour sa complaisance dans l'instruction du scandale Keating Five consécutif à la faillite de la Lincoln S&LA. Washington Post, 23 décembre 2008.

Ces quelques exemples illustrent les dérives auxquelles aboutit la capture des régulateurs par les régulés. Trop de proximité dans les milieux d'affaires et les réseaux, une âpreté aux gains, une déontologie flottante ont trop souvent conduit à une politique d'indulgence (*forebearance*) et de connivence coupables. Il va sans dire que les États-Unis sont loin d'avoir un monopole en la matière.

Les voies de refonte de la supervision financière

La situation des États-Unis est en un sens exemplaire. Tous les cas de figure s'y rencontrent, en moyenne plus grands, plus graves qu'ailleurs. Mais pour paraphraser Winston Churchill qui fut aussi, en son temps, chancelier de l'Échiquier, "ce qu'il y a de réconfortant avec les États-Unis, c'est qu'ils finissent en général par trouver la bonne solu-

“ La régulation est affaire d'interaction entre des superviseurs qu'il ne suffit pas de simplement juxtaposer les uns à côté des autres. Les fonctions sont interdépendantes et complémentaires. ”

tion... après avoir essayé toutes les autres". Rien n'interdit d'espérer que ce sera vrai aussi en matière de régulation financière, mais ce moment n'est pas encore arrivé à la veille de l'annonce du plan⁶ de l'administration Obama, tandis que les solutions précipitées d'une administration Bush finissant et passablement dépassée par les événements ont fait fiasco les unes après les autres malgré la masse des financements qu'elles engloutissent.

6. La réflexion sur la refonte du système financier se poursuit intensément aux États-Unis, aussi bien dans les organes officiels que chez les économistes, les banquiers etc. Un document intéressant, parmi beaucoup d'autres, est fourni par le Congressional Oversight Panel, Special Report on Regulatory Reform. Modernizing the American financial regulatory system: recommendations for improving oversight, protecting consumers, and ensuring stability, Washington DC, January 2009.

Ailleurs, la réaction des superviseurs semble avoir été aussi brouillonne ou inconsistante, notamment en Angleterre avec les cafouillages autour de la ruée sur Northern Rock, ou en Allemagne, avec les dissensions publiques entre les régulateurs de la Deutsche Bundesbank, la Banque centrale, et ceux de la BaFin, le superviseur financier. La réforme de la supervision n'est manifestement pas encore à l'ordre du jour. Le Royaume-Uni cherche à innover avec le plan Brown en novembre 2008, mais en février 2009, ce plan prend une inflexion sensiblement différente du précédent; l'Allemagne et la Belgique restent engluées dans des systèmes de contrôle obsolètes; la France propose, une réforme de ses institutions qui n'est pas inintéressante mais dont la portée est trop limitée au vu des turbulences bancaires et financières⁷.

Des fermetures bancaires sans indulgence

Parmi les dispositifs prudentiels qui fonctionnent bien pour gérer les défaillances non systémiques, la procédure de fermeture assistée des banques commerciales, gérée d'une main ferme par la présidente Sheila Bair de la Federal Deposit Insurance Corporation, l'assurance fédérale des dépôts, mérite d'être soulignée. Elle a permis en 2008 la fermeture et la reprise ordonnées de 25 banques et caisses d'épargne de taille moyenne ou importante (IndyMac, WaMu). La plupart des cas ont vu la mise en œuvre de la procédure *purchase-and-assumption*, règle de fermeture spéciale aux banques qui se substitue à la faillite commerciale ordinaire (chapitre 11). Ces fermetures ont efficacement réduit l'indulgence, si commune dès qu'il s'agit de fermer une banque de quelque importance, et le risque moral lié aux sauvetages. Le succès de cette gestion précoce des fermetures s'inscrit dans la politique de *prompt corrective action*, l'action coercitive précoce à laquelle est assujettie la FDIC depuis

7. Voir notre note : Une rénovation attendue du contrôle prudentiel, *Revue Banque*, février 2009, sur le projet énoncé dans le rapport Deletré de fusionner la Commission bancaire, le CECEI et l'Acam pour former une nouvelle autorité de contrôle prudentiel.

sa réforme en 1991. Celle-ci tient la liste des banques à problèmes selon un classement dégressif des banques en fonction du niveau de leur capitalisation; si les injonctions successives (*cease-and-desist orders*) adressées aux établissements défaillants ne suffisent pas à les redresser, des sanctions comme la modération des dividendes, la suppression des compensations et des bonus, l'éviction (fréquente) des dirigeants... sont automatiquement appliquées avec une modulation fonction de la gravité des manquements. In fine, la fermeture est décidée par l'organe qui délivre la charte agissant de concert avec la FDIC, en principe dès que le niveau de fonds propres devient inférieur à 2%. La FDIC a eu le temps d'accompagner la banque dans la recherche d'un repreneur et le communiqué n'est publié que quand elle peut annoncer les modalités du rachat de la banque en même temps que sa fermeture. La FDIC garantit en tant que liquidateur (*receiver*) non seulement les dépôts des clients, mais aussi le succès de la reprise. Bien que fort efficace, malheureusement beaucoup d'institutions financières, notamment les banques d'investissement, ne tombent pas dans le champ de supervision de la FDIC. En tout cas, la supériorité de l'action de la FDIC sur celle de la FSA britannique ou de la BaFin allemande ne fait guère de doute.

La régulation est affaire d'interaction entre des superviseurs qu'il ne suffit pas de simplement juxtaposer les uns à côté des autres. Les fonctions sont interdépendantes et complémentaires.

Le rôle majeur de l'assurance dépôt

L'assurance dépôt est la pièce maîtresse du filet de sécurité chargé de maintenir la pérennité du système des paiements et de compenser les externalités négatives entraînées par des défaillances bancaires. Au plan macroprudentiel, l'assurance dépôt a aussi pour fonction de prévenir les ruées et paniques bancaires, qui sont loin de pouvoir être archivées dans le passé comme l'ont montré notamment les ruées sur Northern Rock au Royaume-Uni et IndyMac en Californie. Le rôle très original de la

FDIC permet d'appréhender l'architecture nécessaire de la supervision. La FDIC a deux fonctions liées : elle assure les dépôts et elle supervise la capitalisation (*leverage ratio*, *tier one* et *tier two*) et les défaillances des établissements de dépôt bancaires. La FDIC est aussi tenue de recourir au mode de résolution le moins coûteux en cas de défaillance, ce qui l'incite à rechercher activement un repreneur plutôt que la simple indemnisation des déposants et lui permet d'éviter les pressions exercées par les détenteurs de dépôts non assurés. Bien qu'imparfait, ce système a aussi l'avantage de lier la protection offerte aux banques à leur effort de capitalisation en fonds propres. Il incorpore donc un schéma incitatif. Cependant, il n'élimine pas complètement le risque moral parce que la règle de fermeture qui impose à la FDIC de fermer précocement une banque dont les fonds propres sont encore positifs, mais tombés au-dessous de 2 % est inapplicable en pratique.

Il y a donc deux niveaux d'intervention aux États-Unis ; par comparaison, il y en a trois en France actuellement, ce qui rend plus difficile la coordination entre eux. Au premier niveau, un superviseur qui délivre la charte (l'agrément) et, le cas échéant, la retire (en France, le Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement – CECEI) ; puis un deuxième régulateur, la FDIC (la Commission bancaire – CB) surveille l'évolution et le niveau des fonds propres et exerce un contrôle prudentiel ; il sanctionne les manquements à la réglementation par des sanctions graduées et précoces (ou plus discrétionnairement en France). En cas de défaillance d'un établissement d'importance non systémique, la FDIC, organe d'assurance dépôt, organise avec le régulateur de base le redressement ou la fermeture assistée de l'établissement. En France, la CB devra éventuellement faire appel au Fonds de garantie des dépôts qui n'est pas un organe de supervision et qui obéit à des règles de fermeture des banques qui ne sont pas exactement les mêmes que celles du CECEI lorsqu'il est sollicité par la Commission bancaire. Plus souvent, le CECEI et la CB chercheront un adossement

partiel ou total (qui n'est pas nécessairement une fusion) à un autre établissement. En cas d'acquisition ou de fusion, aussi bien aux États-Unis qu'en France, les autorités de la concurrence auront à contrôler la concentration. Naturellement, si la crise prend une importance systémique, le Trésor intervient pour organiser les sauvetages à grande échelle nécessaires à la survie du système

“ Une solution institutionnelle plus satisfaisante serait relativement simple à mettre en œuvre en France : la nouvelle Autorité de régulation financière préconisée par le rapport Deletré, devrait inclure le FGD pour l'associer étroitement à la supervision bancaire, au même titre que la Commission bancaire et le CECEI. ”

des paiements avec le concours des autres régulateurs.

Ajouter un troisième niveau d'intervention revient implicitement, comme en France, à garantir qu'aucune banque ne sera jamais fermée par les régulateurs et à engager à chaque incident l'argent public puisqu'il faudra toujours sauver toutes les banques. On le voit bien à propos des pertes⁸ de Dexia et, dans une certaine mesure, de Natixis, qui ont mis en cause la poursuite de leur activité : peut-être ces deux établissements n'ont-ils pas l'importance systémique qu'on leur donne (d'autres ne pourraient-ils faire aussi bien ou mieux ce qu'ils font ?) ;

8. Les résultats de Dexia ont été lourdement plombés (3 milliards d'euros de pertes en 2008) par la défaillance de sa filiale américaine, l'assureur *monoline* rehausseur de crédit Financial Security Assurance Inc. (FSA) depuis 1985, à l'époque où FSA n'assurait que des titres municipaux peu risqués. De façon comparable, Natixis s'est emprêtré depuis 2007 dans le naufrage de sa filiale de même nature CDC Ixis Financial Guaranty (CIFG). Il n'existe pas plus d'une dizaine d'assureurs *monoline* américains et on ne peut s'empêcher de se demander pourquoi les maisons mères et leurs superviseurs respectifs ont fait preuve d'un tel aveuglement au désastre en restant ou en s'embarquant dans de telles galères alors que le secteur se lançait dans l'assurance à très haut risque des CDO.

les sauver en les englobant dans un plan de sauvetage qui concerne l'ensemble du secteur bancaire parce qu'on n'ose pas risquer de les désigner à l'opprobre et les fermer, est particulièrement coûteux pour la collectivité. Il faudrait une intervention de niveau intermédiaire qui n'engage pas les finances publiques. Les ressources du Fonds de garantie des dépôts (FGD) sont un moyen de résoudre les défaillances isolées de certains établissements ; ne pas les utiliser conduit à d'autres issues beaucoup plus coûteuses pour la collectivité.

Une solution institutionnelle plus satisfaisante serait relativement simple à mettre en œuvre en France : la nouvelle Autorité de régulation financière préconisée par le rapport Deletré, devrait inclure le FGD pour l'associer étroitement à la supervision bancaire, au même titre que la Commission bancaire et le CECEI. En réalité, la séparation organique de la CB et du FGD est largement illusoire, car le FGD n'a pas d'autonomie de décision par rapport à la Commission bancaire. Il existe en outre un risque de conflit de compétence : le FGD surveille la solvabilité des établissements défaillants en vue d'intervenir le plus tôt possible pour préserver ses ressources et limiter ses dédommagements aux déposants en cas de liquidation, mais la Commission bancaire peut être tentée de faire preuve d'indulgence puisqu'elle n'est soumise ni à une contrainte budgétaire, ni à une règle obligatoire. Or ce qui importe le plus, c'est empêcher que le régulateur puisse devenir otage du régulé. Le FGD semble bien armé à cet égard. Il pourrait intervenir lorsque la situation d'un établissement de crédit laisse craindre à terme une indisponibilité des dépôts ou autres fonds remboursables. Le FGD peut être mis en œuvre à titre curatif sur demande de la Commission bancaire dès que celle-ci constate qu'un établissement de crédit n'est plus en mesure de restituer, immédiatement ou à terme rapproché, les fonds qu'il a reçus du public. L'intervention du FGD entraîne alors la radiation de cet établissement de la liste des établissements de crédit agréés par le CECEI. L'article 52-4 de la loi bancaire modi-

fiée (aujourd'hui inséré dans l'article L. 511 du Code monétaire et financier) permet aussi au FGD des actions en responsabilité contre les dirigeants des établissements auxquels il vient en aide. Il est fort dommage que ces dispositions, tout à fait aptes à limiter le risque moral né de sauvetages trop systématiques, ne soient pas davantage utilisées.

Le sauvetage d'établissements en détresse

Le sauvetage des institutions financières américaines est passé par une très grande diversité de formules. La recapitalisation directe par injection de fonds publics n'a pas été le seul mode d'intervention utilisé comme le montrent les principaux cas d'intervention⁹ :

■ La Réserve fédérale, en concertation avec le Trésor, a facilité la vente de la banque d'investissement Bear Stearns à la banque commerciale JPMorgan Chase en mars 2008 par un prêt de 29 milliards de dollars à Maiden Lane, une nouvelle société à responsabilité limitée (*limited liability company* – LLC)¹⁰. Le prêt est garanti par un portefeuille de 29 milliards de dollars composé des actifs les moins liquides de Bear Stearns. Cependant, la Fed a communiqué ultérieurement que ce portefeuille d'actifs a perdu de sa valeur et ne vaut plus, fin 2008, que 25,8 milliards. Cette perte de 3,2 milliards s'impute évidemment sur le déficit du gouvernement fédéral.

■ La Federal Housing Finance Agency (FHFA), le régulateur des douze Federal Home Loan Banks et des *government sponsored enterprises* qui les garantissent, a placé sous administration judiciaire (*conservatorship*) Fannie Mae and Freddie Mac, et le Trésor a mis en place un engagement de recapitalisation à hauteur de 100 milliards de dollars pour chacune des agences par l'achat d'une action privilégiée.

■ La Réserve fédérale a accordé une ligne de crédit de 60 milliards de dollars à la compagnie d'assurance AIG. En outre, la Federal Reserve Bank of New York a conclu un accord de prêt jusqu'à 52,5 milliards de dollars à deux nouvelles LLC créées spécialement pour acheter des *residential mortgage-backed securities* (RMBS) et des *collateralized debt obligations* détenus en portefeuille par AIG.

“ Le sauvetage des institutions financières américaines est passé par une très grande diversité de formules. La recapitalisation directe par injection de fonds publics n'a pas été le seul mode d'intervention utilisé. ”

■ L'Economic Emergency Stabilization Act (EESA)¹¹, promulgué le 3 octobre 2008, a notamment créé le Troubled Assets Relief Program (TARP) doté d'un montant total de 700 milliards de dollars. Le Trésor, qui gère le TARP, a commencé les achats d'actions de préférence (sans droit de vote mais qui versent un dividende prioritaire) émises par les banques à partir de fin octobre. Fin 2008, 218 institutions financières ont bénéficié du TARP pour un montant total de 247 milliards de dollars.

■ Le Trésor, la Fed et la FDIC ont conjointement annoncé en décembre 2008 des accords conclus avec Citigroup et Bank of America destinés à garantir à chaque banque des blocs d'actifs en portefeuille, des accès à la liquidité et des injections de capital.

■ La FDIC a créé en octobre 2008 le Temporary Liquidity Guarantee Program (TLGP) pour restaurer la confiance et renforcer la liquidité du système bancaire. Le programme

garantit certains titres de dette non garantie émis par les banques, les *thrifts* et certaines sociétés de *holding* financières. Il étend aussi la garantie des dépôts au-delà des plafonds habituels.

Parmi les différentes formules utilisées, l'injection directe de capital au titre du TARP a paru très prometteuse. Le principal avantage de cette approche est qu'elle donne aux banques une plus grande capacité à absorber des pertes à venir, ce qui stabilise le système bancaire, renforce sa résilience et autorise la reprise des prêts à l'économie. En outre, les relations traditionnelles de clientèle sont préservées, les canaux des prêts et emprunts sont sauvegardés. La création de nouveaux canaux prendrait un temps considérable ; l'injection de fonds propres permet une reprise rapide du crédit. Cependant, les banques qui bénéficient des apports en capital sont souvent prises à partie parce qu'elles ne redistribuent pas suffisamment en crédits ces subsides (quand bien même elles ne les distribueraient pas en bonus pour les dirigeants et les *traders*). Pourtant, les banques ont de bonnes raisons de commencer par réduire leur effet de levier et de restaurer leur structure financière. Pour ce faire, elles ont le choix entre prêter moins ou augmenter leurs fonds propres. En fait, elles réduisent moins les crédits qu'elles devraient le faire sans fonds propres supplémentaires, mais elles ne peuvent augmenter trop rapidement les prêts pour ne pas ajouter des risques supplémentaires et des effets de deuxième tour, ni aller au-devant d'une demande de crédit qui se contracte avec la récession. On fait valoir aussi aux États-Unis qu'acheter les actions de préférence des banques pour un dividende promis de 5 % les cinq premières années est une très bonne opération pour ces dernières qui bénéficient d'un coût du capital inférieur au prix auquel elles devraient payer une augmentation de capital sur le marché. Enfin, il faut aussi comprendre que la subvention dont bénéficie chaque banque est variable parce qu'elle dépend de l'estimation par le marché du risque associé à la participation dans chacune d'entre elles.

9. Congressional Budget Office, The troubled Asset Relief Program : Report on transactions through December 31, 2008, Washington DC, January 2009.

10. Comme une société anonyme, une LLC offre une protection des actifs personnels de l'associé contre les dettes de la société.

11. Division A of Public Law 110-343. L'EESA comprend au titre du Troubled Assets Relief Program (TARP) notamment deux volets opérationnels, le Capital Purchase Program (CPP) et le Systemically Significant Failing Institutions Program (SSFI).

En France, l'achat d'actions de préférence n'est pas la solution qui a été initialement choisie par le gouvernement en novembre 2008. Celui-ci a préféré inciter les banques à émettre des titres de dette super subordonnés (TSS) lors de la première recapitalisation de 10,5 milliards d'euros. Pour la deuxième opération prévue en février 2009, les banques auront le choix entre ces mêmes TSS ou des actions de préférence sans droit de vote. Les TSS de la première tranche pourront en outre être transformés en actions de préférence. Ces émissions permettront de relever de 50 points de base le *tier one* du ratio de fonds propres réglementaires pour chacun des bénéficiaires, un renforcement plus significatif que dans le premier cas puisque ces actions entrent dans le *core tier one*, les fonds propres durs, d'après un reclassement permis par la Commission bancaire. La rémunération sera plus élevée que les quelque 8 % des TSS : plafonné à deux fois le taux des TSS, le dividende des actions de préférence sera fixé au niveau le plus haut entre deux valeurs – le taux fixe des TSS augmenté chaque année de 25 pb dès le deuxième exercice et un taux équivalent au dividende versé par action majoré d'un coefficient croissant (allant de 105 % en 2010 à 125 % en 2018). Ces instruments pourront être transformés en actions ordinaires, mais les banques pourront les racheter.

À la différence du Royaume-Uni, ni les États-Unis, ni la France n'envisagent que l'État puisse souscrire des actions ordinaires des banques, c'est-à-dire prendre des participations qui équivalraient à des nationalisations partielles (ou totales, le cas échéant). Il semble bien en effet que le Trésor ait le souci d'éviter toute immixtion dans la gestion des banques en crise et ne veuille à aucun prix engager directement sa responsabilité dans d'éventuels sinistres si les établissements continuaient à accumuler les pertes.

Toutefois, quel que soit le degré de subtilité des montages réalisés pour aider les banques, sans accroître à l'excès leur sentiment d'impunité et d'immortalité, tout en rémunérant à leur prix les apports pour pouvoir rembourser les emprunts publics en

amont, les efforts déployés ne laissent pas de décourager. Il faut, en effet, recommencer des sauvetages dès janvier 2009, notamment pour des banques qui en ont déjà bénéficié, mais qui se trouvent à nouveau en difficulté parce que les pertes des banques en détresse qu'elles ont rachetées en urgence plombent leurs propres résultats : ainsi Bank of America a-t-elle à supporter les pertes de Merrill Lynch qu'elle a rachetée en septembre ; de même Wells Fargo alourdie par les résultats de Wachovia acquise dans des conditions comparables, et aussi JPMorgan Chase bien encombrée de s'être mis sur les bras Countrywide et Washington Mutual. RBS paie très cher (28 milliards de livres de pertes en 2008) son rachat à un prix exorbitant d'ABN Amro en 2006 et Fortis n'y a pas davantage résisté. Espérons que BNP Paribas qui reprend à son tour Fortis ne suivra pas le triste destin de RBS, il n'y a pas si longtemps considérée comme la deuxième plus belle banque d'Europe derrière HSBC.

Le rachat des actifs toxiques par une *bad bank*

La première esquisse de résolution de la crise a consisté dans le projet présenté par JPMorgan, Citigroup et Bank of America le 15 octobre 2007. Les SIV étaient à la peine, déjà, pour obtenir les emprunts à court terme

(ABCP) qui leur permettaient de faire face aux demandes de rachat des CDO antérieurement souscrits par les investisseurs. Les grandes banques cherchaient de leur côté à trouver des alternatives aux prêts qu'elles devaient, en tant que sponsors, renouveler à leurs SIV. Le projet prévoyait de créer un *master liquidity enhancement conduit* (MLEC), dénommé Super SIV, qui serait mieux à même d'emprunter sur le marché que les SIV primaires de plus petite taille dont le collatéral souffrait déjà de substantielles dépréciations (*writes-downs*). En outre, les ABS émis par Super SIV auraient plus de chance de rester bien valorisés que ceux des SIV, ce qui devrait interrompre la spirale baissière des dépréciations. En fait, malgré le soutien actif du Trésor, le projet, qui avait négligé les risques d'entente illégale et d'abus de domination sur les marchés, fut abandonné en décembre.

En octobre 2008, le plan Paulson contenu dans EESA – le TARP – consistait à racheter aux banques les titres adossés à des prêts hypothécaires (CDO, ABMS) qu'elles détenaient en portefeuille et dont la valeur se dépréciait continuellement avec la chute du prix des logements. Fin novembre, le secrétaire au Trésor a annoncé un changement et le projet de rachat des actifs toxiques a été provisoirement mis de côté au profit du Capital Purchase Program. Faute de personnels qualifiés, le Trésor n'avait pas les moyens d'inventorier et d'évaluer des milliers de titres structurés tous plus opaques les uns que les autres, de caractéristiques différentes, émis par plus de 4 000 SIV et conduits. Le Trésor ne savait ni évaluer le prix, ni comment il pourrait mettre en œuvre les enchères inversées qui paraissaient être la seule procédure d'acquisition envisageable. La déception apportée par les recapitalisations directes d'établissements déjà bénéficiaires des aides, mais à nouveau en détresse peu après, a remis à l'ordre du jour l'idée du nettoyage des bilans.

En janvier 2009, l'idée d'une *bad bank*, une grande structure fédérale de défaillance (*encadré 4*) a refait surface sous le nom d'*aggregator bank* ou

4. Les précédents

■ **L'administration Hoover avait eu recours à une *bad bank* en créant la Reconstruction Finance Corporation par une loi du 22 janvier 1932 ; elle n'a terminé sa tâche qu'en 1957.** Pour résoudre la crise des *savings & loan associations*, le Trésor a créé, par le Financial Institutions Reform, Recovery, and Enforcement Act (FIRREA) de 1989, la Resolution Trust Corporation qui a traité avec succès la faillite de 747 institutions pour un montant de 450 milliards de dollars ; elle a été dissoute en 1995, un an avant la fin de son mandat.

d'Agg Bank. Une structure de cantonnement, dont la gestion serait confiée par exemple à la FDIC, rachèterait les actifs risqués qui encombreraient les portefeuilles des banques en détresse. Comme en Suède où ce nettoyage des bilans a été pratiqué dans les années 1990, les banques assainies pourraient reprendre la distribution du crédit. En pratique, la mise en œuvre est évidemment un exercice des plus délicats et elle offre plusieurs options.

Premier problème, à quel prix racheter ces actifs ? Faute de transactions suffisantes, ces titres n'ont plus de valeur de marché observable. Payer trop cher reviendrait à recapitaliser les banques, mais récompenserait la prise de risques excessifs (risque moral maximum). Les contribuables seraient seuls chargés de payer les pertes, une solution socialement désastreuse. Payer le moins cher possible, par exemple à la valeur de casse dans les ventes en catastrophe, inciterait les banques à déclarer des prix extrêmement irréalistes et rendrait les banques encore plus insolubles qu'elles ne sont.

L'État pourrait entrer en partenariat avec des investisseurs privés pour déterminer des prix de marché pour l'achat des actifs. La *bad bank* financerait en partie, par des prêts, l'achat des actifs dépréciés par les investisseurs privés. Comme le profit réalisé par ces derniers dépend de valorisation des actifs, les investisseurs contribueraient à déterminer de justes prix de marché. L'État n'aurait pas à supporter la totalité du coût d'acquisition et les investisseurs devraient engager (risquer) en partie leurs propres fonds dans les transactions, ce qui modérerait à la fois les problèmes d'antisélection et de risque moral.

Pour protéger les contribuables, la *bad bank* pourrait exiger que les investisseurs privés prennent en charge leurs pertes avant l'État en retenant les actifs achetés comme garantie ou en incluant des clauses de recours dans les contrats de prêts. En tout cas, sans aide d'État, les investisseurs privés risqueraient d'avoir du mal à trouver des vendeurs d'actifs dépréciés.

5. Une autre opinion

■ Pour le président de la Banque centrale européenne, J.-C. Trichet, en opposition avec une recommandation du Comité de Bâle, *“relever les normes de fonds propres pour les banques en plein cœur d'une crise financière ne ferait qu'empirer les choses, et les autorités bancaires sont opposées à cette idée... car cela augmenterait la procyclicité de la période actuelle”*.

Au lieu d'acheter des actifs, la *bad bank* pourrait assurer en partie les portefeuilles de titres contre le risque de pertes futures. La garantie des actifs transfère le risque de perte de la banque à l'État dans des conditions comparables au transfert de propriété que permettrait un achat direct de ces actifs par l'État à la banque en détresse. Fortes des garanties accordées, les banques pourraient plus facilement emprunter et lever du capital sur le marché. À nouveau, déterminer le juste prix de la garantie est difficile : trop bas, l'État encourt de grosses pertes ; fixé trop haut, attirer des participants devient très difficile.

L'approche connue sous le nom *good bank/bad bank* s'efforce de cantonner les actifs toxiques de différentes manières. Une banque plombée par une grande quantité d'actifs dépréciés se divise en deux nouvelles banques, une bonne banque qui recueille tous les actifs sains et reprend les opérations de crédit, et une mauvaise banque où sont cantonnés tous les mauvais actifs. C'est ainsi qu'a procédé la Mellon Bank en 1988 pour se défaire de ses actifs compromis dans l'immobilier et l'énergie ; UBS a fait de même en 2008. En janvier 2009, Citigroup qui avait déjà bénéficié de 25 milliards de dollars au titre du TARP, s'est ainsi scindé en Citicorp, une nouvelle banque universelle, et Citi Holdings qui conservera les activités de courtage et la gestion d'actifs, à

la fois pour les clients qui resteront fidèles et pour compte propre (avec les pertes afférentes).

Avec la scission, les actionnaires sont contraints d'absorber les pertes dues aux actifs dépréciés tandis que la banque assainie reprend une activité normale. En principe, l'intervention de l'État n'est pas nécessaire, mais le gouvernement supervise et concourt à la bonne fin de l'opération ne serait-ce qu'en partageant équitablement les charges entre créanciers et actionnaires aux intérêts divergents.

L'administration Obama peaufine ses choix et annoncera une série de programmes concomitants qui n'intéressent pas que le redressement financier (aide à l'industrie automobile, grands travaux, extension de la protection sociale et de l'assurance maladie etc.). La révision des prêts subprime aux conditions abusives est réclamée avec force par la FDIC et elle prendra probablement place aux côtés de la poursuite des recapitalisations, de l'assurance des nouvelles dettes et du rachat des titres toxiques par l'Agg Bank. Une difficulté majeure sera la coordination de ces différents programmes. Une autre sera la réforme des pratiques des financiers, mais des sanctions exemplaires dans les cas de fraude et la réprobation morale pourront atténuer pour un temps les abus les plus criants. La refonte des mécanismes de la titrisation, la modération du levier financier, la réorientation de la réglementation microprudentielle (encadré 5), seront proposés par le groupe de Larosière à l'ordre du jour du second G20 du 4 avril 2009 à Londres. Le plus difficile sera de concevoir une politique macro prudentielle car les États devront ici tout inventer : objectifs, instruments, institutions de supervision, modes de régulation, coordination internationale. Seule la persistance de la crise pourra convaincre les gouvernements qu'ils ne peuvent une fois de plus repousser les choix décisifs. ■