

DODD-FRANK, SAUVETAGE DES INSTITUTIONS FINANCIÈRES ET CRISE FINANCIÈRE : LE PROBLÈME DU *TOO INTERCONNECTED TO FAIL*

JAMES P. HAWLEY*

Un paradoxe important apparaît dans le *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* (nommé DF dans la suite du texte) entre, d'un côté, son intention apparente de prévenir le risque systémique en limitant (partiellement) les risques que les institutions financières *too big to fail* (TBTF) peuvent poser au système et, de l'autre côté, la croissance de ces institutions entre 2009 et le moment où nous écrivons ces lignes. Au cœur de ce paradoxe se trouve la section de la loi DF désignée sous le nom d'*Orderly Liquidation Authority* (OLA) qui est supposée éviter de futurs sauvetages de banques et de banques non-banques (*shadow*). Ainsi, la Commission bancaire du Sénat (Banking US Senate, *nd*) écrit que le DF « met un terme aux sauvetages des TBTF ainsi qu'à l'éventualité que les contribuables puissent être appelés à signer un chèque pour sauver des sociétés financières qui menacent l'économie : en créant une manière sûre de liquider les sociétés défaillantes, en imposant de nouvelles obligations rigoureuses en matière de capital et d'endettement qui rend inintéressant de devenir trop gros, en réaffirmant l'autorité de la Federal Reserve (Fed) pour apporter un soutien au système tout entier, mais sans soutenir individuellement les sociétés, et en instaurant des normes et une supervision rigoureuses pour protéger l'économie et les consommateurs américains, les investisseurs et les entreprises ». Ce-

251

* Professeur, School of Economics and Business, Saint Mary's College of California ; directeur, Elfenworks Center for the Study of Fiduciary Capitalism, Saint Mary's College of California.

pendant, une lecture attentive de la définition de l'OLA donne à penser que les sauvetages (les aides gouvernementales de divers types) sont toujours possibles, mais dans des conditions complexes et compliquées. Alors que l'OLA est le sujet principal de cet article, il est utile de passer en revue un certain nombre des principaux éléments du DF ainsi que l'évolution des banques et des banques non-banques depuis 2009 et leurs rapports avec l'OLA.

HISTOIRE ET CONTEXTE

Wilmarth (2011, pp. 984-985) fait remarquer qu'en 2009, les quatre plus grandes banques américaines contrôlaient 56 % des actifs domestiques, contre 54 % en 2000, et qu'elles dominaient également les marchés des prêts garantis sur les valeurs nettes d'actifs immobiliers résidentiels (*home equity*), des crédits immobiliers résidentiels et des cartes de crédit. Ces banques (Bank of America, Chase, Citigroup et Wells Fargo) ainsi que Goldman Sachs représentaient 97 % des contrats de produits dérivés de gré à gré. Les actifs cumulés de ces cinq banques ainsi que Morgan Stanley représentaient l'équivalent de 64 % du PIB américain en 2009, contre seulement 17 % en 1995, une croissance incroyable de la concentration et de l'importance des banques, attestant de la « financiarisation » de l'économie américaine. Nomi Prins (cité dans Wilmarth, 2011) a fait remarquer qu'à la suite de la crise financière : « Nous avons des acteurs plus gros qui sont plus puissants, plus dépendants des capitaux publics et plus difficiles à réglementer qu'auparavant. (...) Le problème central du système financier [est] l'énorme croissance des toutes premières institutions financières et l'augmentation correspondante de leur pouvoir économique¹ et politique. » Si le DF a tenté d'éliminer les TBTF, il a aussi créé et renforcé un piège à TBTF involontaire : en rendant difficile, mais pas impossible, le sauvetage des institutions financières d'importance systémique (IFIS), comme nous le verrons plus en détail par la suite, il a rendu ces mêmes institutions encore plus importantes sur le plan systémique².

Le DF comporte tant de réformes et couvre des domaines tellement larges qu'il est impossible ne serait-ce que de l'esquisser dans un espace restreint. Même s'il a été voté pendant l'été 2010, nombre des agences de régulation auxquelles a été déléguée la tâche de formuler et de rédiger les règles doivent encore achever ce travail. Il faut y ajouter le fait que de nombreux éléments du DF font, ou feront, l'objet de litiges, si bien que ses effets et son résultat ne seront pas connus avant des années (Eagleman, 2011 ; Protess, 2011). Onze agences de régulation différentes doivent adopter, ou ont adopté, 243 règles qui représentent 2 300 pages (selon les formats) de textes législatifs et procéder à 65 en-

quêtes demandées par les législateurs, dont beaucoup doivent encore être achevées. Il est donc inévitable que le présent article soit assez sélectif et un peu spéculatif (Tett, 2012). En fin de compte, le DF dépendra de la manière dont il sera mis en œuvre et du sort qui sera fait à sa mise en œuvre initiale avec le temps, étant donné les efforts massifs de *lobbying* de la part du secteur financier. Inversement, quelle que soit cette mise en œuvre, une question demeure : le DF atteindra-t-il son objectif initial, c'est-à-dire prévenir la prochaine crise financière ? Deux autres objectifs importants sont la gestion de la prochaine crise si elle se produit et la protection des consommateurs contre les abus des marchés des services financiers (Cluchey, 2011, p. 5).

Le DF n'a pas tenté de restructurer de manière significative le système financier, comme ce fut le cas des réformes des années 1930 qui ont abouti au *Glass-Steagall Act*. Il a introduit des réformes potentiellement significatives du système actuel tout en pariant sur certains éléments essentiels, comme de s'en remettre aux négociations de Bâle III (fondées sur une évaluation pondérée des actifs en fonction des risques, comme nous le verrons ci-dessous).

De nombreux observateurs ont souligné les faiblesses et les manquements du DF. Parmi les plus importants, on note que :

- la Fed (et le Federal Stability Oversight Council – FSOC) est de nature platonique, liée à la sagesse de ses membres, et l'efficacité de leur action dépendra de la manière dont ils feront leur travail et dont cette efficacité sera définie (par eux). Avec le temps, cette structure risque d'être prise en otage sur le plan réglementaire par l'industrie financière. Gordon et Muller (2010) soulignent que lorsque survient une expansion économique, on a tendance à ne pas arrêter de servir à boire, alors que la fête va battre son plein, sous l'effet du *lobbying* politico-économique, des élections... « La prospérité devient l'otage d'une expansion du secteur financier et les objections du secteur à des mesures réglementaires obtiennent le soutien même de ceux qui ne bénéficient pas directement des largesses de ce secteur. » (Gordon et Muller, 2010, p. 27) ;

- le FSOC doit définir et identifier le risque systémique par anticipation ;

- le DF se concentre sur des sociétés individuelles (dans les recherches entreprises par la direction de la recherche du FSOC et par le FSOC lui-même, par exemple), s'attachant aux IFIS parce qu'elles sont sujettes à des normes et des enquêtes plus importantes. Mais cette attention peut très bien négliger, comme le fait généralement le DF, les problèmes de corrélation avec tous – ou la plupart – les prix des actifs (et les difficultés résultant des problèmes de ventes d'actifs à des prix bradés et du mimétisme), comme ce fut le cas en 2008. Au moment où

nous écrivons ce texte, cela est également manifeste dans la crise de la dette souveraine en Europe en termes d'assèchement de la liquidité interbancaire ;

- les normes de capitaux et de liquidité, au nom d'une coordination mondiale, sont déléguées à Bâle III. Mais les performances antérieures (Bâle I et II) ne sont pas encourageantes ;

- le DF ne répond pas au problème du « trop complexe pour réguler » (lié à la fois à la taille, la nature des interconnexions et d'autres questions). Une autre attitude serait d'introduire une législation simplificatrice (comme le *Glass-Steagall Act* dans les années 1930) ;

- la question des produits dérivés et celle de la création de produits « standardisés » sont laissées à une chambre de compensation qui n'a pas encore fait ses preuves, ce qui laisse dans l'obscurité la nature des produits qui y seront négociés, de même que l'ampleur informative de la transparence sur « l'efficience » des marchés.

Plus encore, ce que le DF ne fait pas c'est réduire, ou tenter de dénouer, « l'étroit couplage » du système financier tel qu'il est sorti de la déréglementation des années 1980 à aujourd'hui. Alors que le *Glass-Steagall Act* l'a fait dans les années 1930, le DF n'a « découplé » que quelques éléments du système financier innovant issu des années 1980.

UN RAPIDE APERÇU DE LA FRAGILITÉ FINANCIÈRE

Le contexte de crise financière du DF est bien connu, très complexe et controversé quant à ses causes (comme il le sera pendant des années). En bref, l'auteur estime que la crise financière trouve son origine dans la tendance générale des marchés financiers à l'instabilité tout au long de leur histoire (comme le soutiennent : Minsky, 2008 ; Kindleberger, 2005 ; Reinhart et Rogoff, 2009) et dans des éléments spécifiques apparus dans les années 1980 avec la déréglementation de la structure de régulation financière qui a d'abord commencé au Royaume-Uni et aux États-Unis, avant de se répandre dans le monde entier. À la suite de cela est apparu un système parallèle (ou *shadow*) non régulé et sans supervision, en même temps qu'une foule de produits financiers innovants. Cette situation a permis la forte croissance d'institutions financières importantes, intégrées et complexes qui combinaient les banques de dépôt à l'ancienne et les banques d'investissement et les nouveaux instruments financiers innovants, les marchés et les interconnexions opaques entre les acteurs de marchés (plus) anciens et (plus) nouveaux. La profondeur des changements structurels est mise en évidence par la croissance des secteurs financiers américains et britanniques en particulier, qui s'est révélée bien plus forte que celle de l'économie dans son ensemble et qui a représenté une proportion disproportionnée des bénéfices commerciaux dans le PIB. Le risque des

sociétés individuelles était gravement sous-évalué et mal compris et le risque systémique était absent des écrans radars de la plupart des professionnels, universitaires, régulateurs et responsables des banques centrales. Plus particulièrement, le risque d'interconnexion n'était pas sérieusement pris en compte ou surveillé. La sous-évaluation du risque était fondée sur une foule de modèles et de méthodes qui n'avaient jamais été vérifiés dans le monde réel – par exemple, la *value-at-risk* (VaR) – (Crouhy, Galai et Mark, 2006, pp. 155-156, 161-73 et 336-40).

Le risque d'un système bancaire est inscrit dans le nécessaire décalage entre actifs et engagements. Avant l'assurance des dépôts (quand les banques dépendaient essentiellement des dépôts pour se financer), cette fragilité était, et est actuellement, compensée par une assurance des dépôts par le gouvernement, générant inexorablement une situation (inévitabile) d'aléa moral. Quand les banques sont devenues plus complexes et universelles (aux États-Unis), les sources de financement ont évolué de la traditionnelle dépendance aux dépôts vers des sources plus nouvelles, comme les prises en pension, le papier commercial et les fonds du marché monétaire. Le processus de transformation du crédit (le décalage entre actif et passif) s'est poursuivi, mais sous une forme différente et plus complexe qui a incorporé la croissance des banques non-banques. Pour les banques d'investissement, les fournisseurs de crédits à court terme sont l'équivalent des dépositaires dans les banques de dépôt. Gordon et Muller (2010, pp. 10-12) soulignent que diverses formes de crédits de gros à court terme (par exemple, le papier commercial) sont beaucoup plus volatiles que les dépôts de détail, car elles tombent sous le coup d'un « jugement de crédit corrélé », en ce sens qu'une décision de ne pas reconduire un crédit est aisément contagieuse. Les fonds du marché monétaire (*money market funds* – MMF) sont particulièrement fragiles (comme en témoigne la crise de la dette souveraine européenne en cours) et sont pratiquement ignorés en tant que risque majeur potentiel par le DF (Hilsenrath et McGrane, 2011).

À quelques rares exceptions près (Northern Rock au Royaume-Uni, par exemple), les paniques bancaires ont eu lieu au niveau des institutions, provoquant des problèmes de liquidité et de solvabilité dans l'ensemble du système (2007-2008 et 2011 en Europe, par exemple). Le DF s'efforce de remédier à certains éléments de cette connexion interbancaire, mais sur la base du modèle de la Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC), une institution créée dans les années 1930 pour parer aux défaillances des banques commerciales individuelles et de détail. En fait, il reconnaît que le risque systémique est la principale préoccupation à la fois pour les TBTF et les *too interconnected to fail* (TITF), mais les solutions sont aptes à éteindre un

incendie dans une ou tout au plus dans quelques banque(s) commerciale(s), mais pas dans le système bancaire tout entier, ni dans les banques universelles particulièrement complexes. C'est encore plus vrai en ce qui concerne l'OLA, qui devrait apparemment (mais pas réellement) éviter le sauvetage d'institutions TBTF.

La promesse d'éviter les sauvetages des grandes banques s'explique principalement par l'anathème politique, aussi bien à droite qu'à gauche, du spectre politique. C'est pourquoi dans l'analyse du DF, il faut se demander : (1) si les sauvetages sont véritablement exclus ; (2) si c'est bien le cas, quelles sont, ou peuvent être, les conséquences probables des processus du DF dans la prochaine crise financière ; et (3) si l'existence de l'OLA et de ses processus, qui doivent encore être évidemment mis à l'épreuve, peut contribuer de manière perverse au risque systémique dans certaines situations.

Un élément essentiel du DF qui avait pour objectif de réduire et d'atténuer le risque systémique est l'OLA. Il se penche également sur d'autres éléments importants du risque systémique et notamment sa définition et sa mesure, les normes de fonds propres, de fonds propres conditionnels et de liquidité, sur les opérations pour compte propre (*Volcker Rule*) et le rôle des banques non-banques dans le risque systémique (y compris les *hedge funds* et les compagnies d'assurances) (Acharya et al., 2011). Mais l'OLA reste un élément essentiel dans la manière dont le DF propose à la fois de mettre en œuvre et réaliser les sauvetages et de réduire les risques ou d'empêcher le risque systémique d'une défaillance d'une institution financière importante.

256

Notre hypothèse est simple : tout en s'efforçant de réduire le risque systémique par un certain nombre de délégations (tout comme en s'appuyant sur des normes extérieures, comme les normes plus élevées de capitaux pondérés par les risques de Bâle III), l'autorité de résolution du DF fournit ce qui, paradoxalement, pourrait bien avoir pour conséquence involontaire d'accroître le risque systémique³.

Il y a deux manières d'atténuer une crise financière : la régulation et l'assurance. Le DF s'efforce de faire un peu des deux, bien que la partie assurance de l'autorité publique de résolution soit limitée (et aussi en partie vague, non expérimentée et plutôt complexe, ce qui la rend problématique). La régulation, par exemple, place certains éléments de la banque de l'ombre (par exemple, les *repos*) dans une plus grande clarté à travers le mécanisme des chambres de compensation. On ne sait pas pour autant si la transparence en tant que telle diminuera le risque systémique, car elle pourrait avoir pour effet dans certaines circonstances de réduire la liquidité des actifs de haute qualité⁴ (Evans, 2011).

Un élément important dans le débat sur les causes de la crise financière de 2007-2008 qui reste d'actualité pour la structure finan-

cière actuelle est la relation entre les TBTF et les TITF. Le DF s'intéresse clairement aux premières (nous en parlerons ci-dessous), mais, dans l'ensemble, ignore les secondes. Cela pourrait se révéler être une grave erreur. La question des TITF porte sur l'intense complexité des relations de contrepartie, par exemple les produits dérivés, le financement des contrats, les ordres de vente et d'achat, et ainsi de suite ; elle est horizontale. La question des TBTF porte sur la taille, absolue ou relative, d'une entité particulière ; elle est verticale. Gordon et Muller (2010, p. 9) appellent la première le risque de communalité, un concept utile.

Acharya (2009) a développé ces questions. Par opposition à l'approche théorique habituelle de la réglementation bancaire (qui selon de nombreux auteurs imprègne le DF, mais sans cohérence), qui se concentre sur une banque caractéristique ou représentative et sur la manière dont elle peut réagir face à un certain nombre d'actions réglementaires (comme les taxes, les normes de capitaux), il soutient que dans des conditions d'équilibre : « Les banques [collectivement] privilégient une forte corrélation inefficace des rendements des actifs (mimétisme), ce qui les expose à un risque systémique ou agrégé. » Ainsi, l'attention se porte sur l'actif du bilan plutôt que sur le passif. En conséquence, la réglementation optimale devrait inclure l'exposition aux risques communs aussi bien qu'aux risques individuels. Cela est particulièrement vrai dans un système étroitement « couplé », nonobstant la taille de chaque institution. C'est pourquoi il estime que la nature de l'évaluation des actifs est essentielle dans des marchés complexes et (encore) opaques (Acharya, 2009, p. 225). La question de savoir si le mandat donné par le DF aux chambres de compensation sera, ou est, en mesure de répondre à ce problème reste ouverte au moment où nous écrivons cet article.

Poursuivant sur cette question, Acharya (2009, pp. 226-227) attire l'attention sur le fait que les *too many to fail* (TMTF) ne sont pas seulement étroitement liées aux TITF en raison de l'augmentation récente de la concentration (alors qu'il ne devrait logiquement pas en être ainsi), mais donne également à penser que l'existence même des TMTF, qui sont interconnectées, augmente les risques d'une tolérance réglementaire qui devient une tolérance globale (systémique). Il en résulte que les banques sont incitées à effectuer des investissements corrélés au moins pour la raison (il y en a d'autres) qu'elles « obtiendront de plus grandes subventions réglementaires ». Une conséquence réglementaire des TMTF (qui favorise l'effet de mimétisme) est que les normes de fonds propres (Bâle III, par exemple) devraient mettre l'accent sur ce que Acharya appelle des normes de fonds propres « fondés sur la corrélation ».

Wilmarth (2011, pp. 954-956) souligne que la question des TBTF dépend de l'outil de supervision basé sur la réglementation des fonds propres (actifs pondérés par le risque), qui a complètement échoué en 2008. Pourquoi ? Alors que les actifs sont pondérés de façon séparée, le problème est celui de l'interconnexion et du degré de risque que l'on ne propose pas de mesurer, peut-être parce que l'on ne le peut pas. Le problème est qu'un actif a une certaine valeur, mais si une contraction de la liquidité survient (et menace une crise de solvabilité dans une ou plusieurs institutions TBTF), la valeur de tous les actifs est menacée. En témoigne la contagion dans la récente crise européenne de la dette souveraine. S'ils sont comptabilisés à leur valeur de marché pendant une quelconque semaine ou un quelconque jour ou une quelconque heure, ils menacent de précipiter une crise de liquidité en crise de solvabilité, mais la valeur réelle est toujours problématique. Dans le domaine de l'analyse du risque, cette question est souvent décrite comme « un risque de modélisation ». À savoir : les différents modèles sur lesquels s'appuient les institutions financières et les régulateurs sont-ils suffisamment précis dans des circonstances qui sont souvent rapidement changeantes ? Lors de la crise de 2007-2008, ils ont totalement échoué.

LA QUESTION DES TBTF/TITF ET L'OLA

Gordon et Muller (2010, p. 29) écrivent : « La législation sur la réforme réglementaire du *Dodd-Frank Act* a adopté une nouvelle forme d'autorité de résolution imitant le pouvoir de la FDIC en matière de faillite bancaire. » La description de l'OLA dans le DF dépend dans une large mesure de la taille et du niveau d'interconnexion d'une ou plusieurs institutions. À un certain moment dans l'avenir, une liquidation ordonnée peut être nécessaire afin de prévenir ou d'atténuer un risque systémique. Mais le succès ou l'échec de cette liquidation ordonnée dépendra de la capacité du DF d'empêcher ou non à la fois la concentration et les interconnexions trop étroites. L'autorité de résolution (liquidation) est constituée un peu comme un goulot : elle peut traiter une TBTF à la fois, ou au mieux peut-être quelques-unes. Mais elle ne tient pas compte de l'essence de la crise de 2007-2008 : une panique des banques sur les banques (qui s'est d'abord manifestée comme une crise de liquidité et s'est relativement vite transformée en une crise de solvabilité). Mais il ne s'agit pas d'une crise de liquidité d'une ou de quelques TBTF, mais plutôt des TITF. La question des TITF n'est pas directement abordée dans le DF. Mais indirectement, l'OLA s'efforce de « contourner » cette grave omission, mais sous une forme très étrange. La question des TBTF et celle des TITF sont donc étroitement liées.

Brown (2011) estime qu'il y a deux failles importantes dans le DF qui permettent aux entreprises de s'affranchir des limites qui leur interdisent de dépasser 10 % du total des dépôts américains. La première se rapporte à la fusion avec au moins une société en difficulté financière (Bank of America et Merrill Lynch, par exemple) que le DF autorise de manière explicite. Une autre clause permet les fusions à l'intérieur d'un État, par exemple entre deux banques ayant leur siège dans l'État de Californie ou de New York (à l'inverse des banques nationales), même si la firme qui en résulte dépasse le seuil des 10 %. Brown (2011, p. 173) écrit : « La première manière [d'ignorer la limite de 10 %] est quand la fusion concerne au moins une firme qui est en défaut ou sur le point de l'être. La deuxième manière est quand elle fait partie d'un programme d'aide de la FDIC. La troisième manière est quand le dépassement du total des actifs est un montant minimal au-delà de cette limite. La loi ne précise cependant pas quel est ce montant minimal. Ces exceptions permettraient à deux firmes déjà TBTF, comme la Bank of America et Merrill Lynch, ou JP Morgan Chase et Bear Stearns, de fusionner et de contrôler plus de 10 % du total des actifs de toutes les institutions financières. En d'autres termes, les exceptions sapent l'objectif fondamental de la nouvelle règle. »

Wilmarth (2011) est également de cet avis. Il avance que le DF ne fixe pas les limites appropriées à la croissance des institutions TBTF par des fusions et acquisitions. Il écrit : « Les normes prudentielles renforcées qui doivent être imposées aux IFIS en vertu du DF dépendront fortement des outils de régulation – les règles fondées sur les capitaux propres – qui n'ont pas réussi à prévenir les crises financières systémiques dans le passé. » (Wilmarth, 2011, p. 956). Comme nous l'avons souligné ci-dessus, les agences de régulation mandatées pour mettre au point et faire appliquer les réformes de la supervision prévues par le DF sont celles qui à la fois ont failli prévenir la crise de 2007-2008 et sont, comme toujours, soumises à de fortes pressions politiques de la part des puissantes institutions financières et de leurs organisations de *lobbying*. Une fois encore, comme nous l'avons dit, le DF parie sur Bâle III.

Comment l'OLA est-elle supposée fonctionner ? C'est-à-dire, s'il ne doit y avoir « aucun secours/aucun sauvetage » des TBTF (et peut-être des TITF), quelle autre solution propose le DF ? Cette autre solution est l'OLA. L'un de ses éléments centraux est la manière dont les institutions qui ont des créances sur une TBTF sur le point de succomber peuvent faire valoir ces créances. Le DF dans sa forme finale ne prévoit pas de mécanisme de préfinancement, comme le fait, par exemple, la FDIC pour les banques agréées, sur la base de l'assurance que les banques abondent *ex ante*.

Mais il existe un remède dans le DF. Wilmarth (2011, pp. 999-1000) souligne qu'en vertu de la Section 201(n)(5) du DF, la FDIC peut emprunter jusqu'à « 10 % des actifs d'une IFIS en faillite dans les trente jours après la désignation de la FDIC en tant que curateur et 90 % de la *fair value* des actifs de l'IFIS disponible pour les remboursements par la suite ». Il écrit : « La faculté pour la FDIC d'emprunter auprès du Trésor offre une source immédiate de fonds pour protéger les créanciers non assurés qui sont considérés comme d'importance systémique. En outre, la norme de la *fair value* accorde à la FDIC une discrétion considérable dans l'estimation des actifs d'une IFIS en faillite, car les normes n'imposent pas à la FDIC de se référer aux prix du marché en vigueur à ce moment-là pour mesurer la valeur des actifs d'une IFIS défaillante. »⁵ En bref, une banque peut tomber en faillite, mais ses créanciers peuvent être reconnus totalement ou partiellement comme tels. En fonction des particularités des étroites interconnexions et de la probabilité de multiples faillites synchronisées, plusieurs institutions qui sont des créanciers réciproques (pensez au sauvetage d'AIG) pourraient être indirectement secourues, en dépit de l'interdiction apparente des sauvetages dans le DF (Wilmarth, 2011, p. 993). Bien que ce soit la Fed, avec l'aide du TARP (*Troubled Asset Relief Program*), qui a « sauvé » les banques en 2008-2009, le DF semble confier d'une manière compliquée et complexe ce pouvoir à la FDIC, en collaboration avec le département du Trésor (dans certaines circonstances), tout en le retirant à la Fed agissant seule.

260

Comment ces mécanismes de sauvetage prendraient-ils effet ? Wilmarth (2011, pp. 997-998) avance que : « Dans sa capacité de curateur d'une IFIS en faillite, la FDIC peut fournir des fonds pour le paiement ou le transfert des créances d'au moins deux manières. Premièrement, elle peut fournir des fonds directement au curateur de l'IFIS en lui accordant des prêts, en achetant ou en garantissant ses actifs, ou en prenant en charge ou en garantissant ses engagements. Deuxièmement, elle peut apporter des fonds pour mettre sur pied une société financière relais (BFC – *bridge financial company*). Elle peut ensuite approuver le transfert de certains actifs et engagements de l'IFIS défaillante à la BFC. Dans les deux cas, elle peut prendre des mesures pour atténuer de potentiels effets néfastes graves pour le système financier et accorder un traitement préférentiel à certains créanciers si elle établit qu'un tel traitement est nécessaire pour maximiser la valeur des actifs de l'IFIS défaillante ou préserver les opérations essentielles de l'IFIS ou de son successeur. »

Ce qui est amusant c'est que si le DF rend tout secours, ou sauvetage, manifeste moins probable, il permet des sauvetages complexes, indirects, et ouvre également la porte à des nationalisations *de facto* dans des

circonstances graves, même si elles n'étaient que « temporaires » (pas plus de cinq ans).

À la base de ces problèmes se trouve le recours au modèle de la FDIC, généralisé à un monde financier complètement nouveau. Gordon et Muller (2010) estiment que son pouvoir de résolution était fondé sur l'expérience des banques de dépôt et non sur celle des banques universelles complexes et fortement impliquées dans des risques de contrepartie qui, en tant que réseau collectif, sont d'une importance systémique. Ils écrivent : « La question difficile pour la FDIC des dépôts non assurés d'une banque en défaut devient un problème d'une tout autre dimension lorsque les grandes banques font partie de conglomérats financiers et sont toutes financées par des marchés du crédit en gros plutôt que par des dépôts de détail. » (Gordon et Muller, 2010, p. 33 et 38)⁶.

Si et quand la FDIC (agissant de concert avec d'autres agences de régulation, anciennes et nouvelles, créées par le DF, et y compris la Fed) doit faire face à des faillites comportant un risque systémique potentiel, elle peut en pratique nationaliser, ou pratiquement nationaliser, des banques pour minimiser le risque systémique, quelles en sont les implications ?⁷ Est-ce un sauvetage appelé autrement, financé par des emprunts du Trésor dont le montant serait seulement limité par des contraintes de plafond d'endettement (Gordon et Muller 2010) ? Dans de telles circonstances, que peut exactement signifier le mot « faillite » ? Ce n'est pas clair. Et dans un autre ordre d'idées, il n'est pas manifeste non plus que ces mécanismes complexes et indirects de secours puissent fonctionner le moment voulu et suffisamment rapidement pour accomplir les objectifs de sauvetage souhaités. Gordon et Muller (2010, p. 6 et 40) soulignent que si une suite de résolutions de firme en firme est une crise des TITF, alors toutes les banques TITF sont en fait placées sous administration judiciaire et pratiquement nationalisées pour un certain temps, avec une issue incertaine et un risque énorme de contagion débouchant sur une crise financière susceptible de se transformer éventuellement en une crise économique.

Pourquoi un risque de contagion ? À la différence de la FDIC (même dans le cas de « simples » banques de dépôt), aucun préfinancement n'est prévu, c'est-à-dire qu'il ne s'agit pas d'un système d'assurance. Du fait d'un financement par le Trésor, ce dispositif augmente les possibilités de retard et de « tolérance réglementaire », alors que les crises (et les besoins) se développent, ce qui contribue par là même à augmenter le risque de crise (Gordon et Muller, 2010, p. 42).

En conclusion, le modèle de la FDIC, et particulièrement s'il n'est pas financé *ex ante*, n'est pas celui qui convient dans le contexte d'une

interconnexion globale complexe. Pourquoi ? La caractéristique principale de l'interconnexion est le mimétisme. Et le modèle de la FDIC est fondé sur des caractéristiques individuelles, non sur un risque interconnecté⁸.

NOTES

1. Voir : Wilmarth (2011, p. 985).

2. En ce qui concerne l'économie politique des IFIS, quand leur taille augmente, en l'absence de forces de résistance, leur influence auprès des diverses instances gouvernementales de régulation, de l'exécutif ou du législatif augmente. Et ainsi cela favorise les chances d'une « tolérance réglementaire » et donc les probabilités d'une crise financière (Wilmarth, 2011, pp. 984-985).

3. « Pondéré par le risque » incite nécessairement à une bataille de modèles financiers, à savoir : comment pondérer le risque d'un instrument ou d'un investissement particulier et leurs interdépendances. Comme l'écrit Cochrane (2011) : « L'ingénierie financière contournera rapidement les nouvelles pondérations de risque, qui définissent combien la banque doit émettre de capitaux, tout comme elle a contourné les anciennes. » Par ailleurs, ce problème dépend dans une large mesure de la manière dont Bâle III et les diverses autorités et législations nationales définiront le rôle des agences de notation de crédit. Au moment où nous écrivons ces lignes, rien n'indique que les normes Bâle III, les agences de notation et les autorités nationales sont en train d'étudier la manière de valoriser les actifs en tenant compte des étroites imbrications et des risques de panique qui en découlent.

4. Au moment où nous écrivons cet article, en dépit des réformes du DF, le système bancaire de l'« ombre », qui a décliné en 2008, est repassé au-dessus de son pic précédent à 51 000 Md\$ en octobre 2011, d'après le Financial Stability Board britannique (Masters, 2011). Actuellement, la supervision de ce secteur bancaire non bancaire ne fait pas l'objet d'un débat approfondi (Wyatt, 2011).

5. Le DF accorde également une discrétion considérable à la FDIC d'annuler la clause de réallocation (*claw back*) si « la stabilité financière des États-Unis » est compromise ou s'il existe une possibilité d'effondrement financier systémique, une clause qui a une telle portée qu'elle lui accorde pratiquement un pouvoir de sauvetage (Wilmarth, 2011, pp. 999-1000).

6. Ils font valoir, comme d'autres plus hauts, que le DF octroie « une large autorisation de fournir des financements pour faciliter la liquidation d'une société, y compris l'octroi de crédits, le rachat d'actifs et l'acceptation ou la garantie d'obligations ». De fait, les conditions sont relativement sévères et comprennent : l'imposition de pertes aux créanciers non assurés (mais voir plus haut pour les exceptions et la flexibilité) ou aux actionnaires, y compris la capacité de démettre les dirigeants et les membres du conseil d'administration (Gordon et Muller, 2010, p. 39).

7. Un débat s'est instauré parmi les experts financiers et juridiques sur la question de savoir si le DF (et d'autres lois existantes) peut fournir les financements nécessaires pour de tels sauvetages, mais ces débats sont trop fouillés pour pouvoir être envisagés ici. Il reste aussi l'importante, mais très spéculative, question de savoir quelle serait la réaction des marchés si ces mécanismes de sauvetage indirect venaient à être mis en œuvre. Augmenteraient-ils la panique, et donc le risque systémique, étant ainsi autodestructeurs ? Ou, au contraire, cette possibilité de secours calmerait-elle les marchés ? ou au moins éviterait-elle la panique ? La dernière éventualité (ou le dernier état d'esprit) réintroduirait la question familière de l'aléa moral.

8. En limitant le pouvoir de la Fed de prêter à toute banque non-banque (une part importante du système TTF) sans la permission du Trésor et dans des circonstances « inhabituelles et exigeantes », le DF a déplacé le siège du pouvoir de sauvetage vers la FDIC et le Trésor, des institutions beaucoup plus politisées (Solomon et McGrane, 2011).

BIBLIOGRAPHIE

- ACHARYA V. V. (2009), « A Theory of Systemic Risk and Design of Prudential Bank Regulation », *Journal of Financial Stability*, vol. 5, pp. 224-255.
- ACHARYA V. V., COOLEY T. F., RICHARDSON M. et WALTER I. (2011), *Regulating Wall Street : the Dodd-Frank Act and the New Architecture of Global Finance*, New York University Stern School of Business, 29 novembre.
- BROWN E. F. (2011), « The New Laws and Regulations for Financial Conglomerates : Will They Better Manage the Risks than the Previous Ones ? », *American University Law Review*, vol. 60. Disponible sur le site : http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1864928.
- CLUCHEY D. P. (2011), « The Financial Crisis and the Response of the United States : Will Dodd-Frank Protect Us from the Next Crisis ? », University of Maine School of Law, *Working Paper Series*, 4 mai. Disponible sur le site : http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1831661.
- COCHRANE J. H. (2011), « The More Bank Capital, the Safer the Bank », *Wall Street Journal*, 15 juillet, p. a15.
- CROUHY M., GALAI D. et MARK R. (2006), *The Essentials of Risk Management*, McGraw-Hill.
- D'ARISTA J. (2011), « Reregulating and Restricting the Financial System : some Critical Provisions of the Dodd-Frank Act », octobre. Disponible sur le site : www.rooseveltinstitute.org/%5Bmenu-trail-parents-raw%5D/dodd-frank-and-regulation-dangerous-financial-interconnectedness.
- EAGLEMAN J. (2011), « As Business Takes Aim at Dodd-Frank, Battle Shifts to Courts », *Wall Street Journal*, 29 juillet, p. c1.
- EVANS K. (2011), « Bank-Run Risk in the Shadows », *Wall Street Journal*, 5 décembre, p. a4.
- GORDON J. et MULLER C. (2010), « Confronting Financial Crisis : Dodd-Frank's Dangers and the Case for a Systemic Emergency Insurance Fund », The Center for Law and Economic Studies, Columbia University School of Law, *Working Paper*, n° 374, Draft 3, septembre. Disponible sur le site : http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1636456.
- HILSENRATH J. et McGRANE V. (2011), « Bernake Tested by Latest Market Strains », *Wall Street Journal*, 3 novembre.
- KINDLEBERGER C. P. (2005), *Manias, Panics and Crashes : a History of Financial Crises*, 4^e édition, Wiley.
- MASTERS B. (2011), « Shadow Banking Sector Hits New Peak », *Financial Times*, 28 octobre, p. 2.
- MINSKY H. P. (2008), *Stabilizing an Unstable Economy*, McGraw-Hill.
- PROTESS B. (2011), « The Financial Overhaul Has its Defender in Chief », *New York Times*, 21 juillet, p. b5.
- REINHART C. M. et ROGOFF K. S. (2009), *This Time Is Different : Eight Centuries of Financial*, Princeton University Press.
- SOLOMON D. et McGRANE V. (2011), « Regulators Pledge More Clarity on Systemically Important Firms », *The Wall Street Journal*, 12 mai. Disponible sur le site : <http://online.wsj.com/article/SB10001424052748703730804576318990186001006.html>.
- TETT G. (2011), « Dodd-Frank's Long Distance Paper Chase », *Financial Times*, 27 octobre.
- TETT G. (2012), « Beware Hegelian Touch of Regulatory Hubris », *Financial Times*, 14 septembre 2011. Disponible sur le site : www.ft.com/intl/cms/s/0/f9a9056c-debb-11e0-a228-00144feabdc0.html#axzz1n450fVk0.
- US SENATE BANKING (2010), « Brief Summary of the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act ». Disponible sur le site : http://banking.senate.gov/public/_files/070110_Dodd_Frank_Wall_Street_Reform_comprehensive_summary_Final.pdf.
- WALL STREET JOURNAL (2012), « The Year Ahead : Regulatory Landscape Shakes Out », 3 janvier, p. r4.
- WILMARTH A. E. Jr. (2011), « The Dodd-Frank Act : a Flawed and Inadequate Response to the Too Big to Fail Problem », *Oregon Law Review*, vol. 89, pp. 951-1058, avril. Disponible sur le site : http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1719126.
- WYATT E. (2011), « Fed Oversight of Non-Banks Is Weighed », *New York Times*, 12 octobre, p. b1.

