



LA NOUVELLE ADMINISTRATION AMÉRICAINE ET LA RÉFORME DE LA RÉGULATION FINANCIÈRE

MARC-ANTOINE LACROIX*

La nouvelle administration, sous l'impulsion du président Obama et de son secrétaire d'État au Trésor Timothy Geithner, développe sur la régulation financière des vues en complète rupture avec le « laisser faire » en vigueur sous la présidence Bush. Le président Obama a personnellement illustré ce volontarisme en soulignant récemment qu'il fallait mettre fin à l'idéologie de la course à la dérégulation (*race to the bottom*) et privilégier une régulation financière de qualité. Les avancées significatives obtenues au sommet de Londres le 2 avril dernier lors du G20 n'auraient pas été possibles sans cette évolution majeure des positions américaines : enregistrement des *hedge funds*, contrôle des paradis fiscaux, création de véritables superviseurs du risque systémique, révision des règles prudentielles dans les opérations de titri-

sation, encadrement des agences de notation, réflexion sur la *fair value* comptable, autant d'exemples qui témoignent du volontarisme désormais partagé entre les Américains et les autres membres du G20 en matière de régulation financière.

Ces avancées sur le plan international doivent néanmoins encore se traduire au plan domestique. C'est donc surtout au regard des législations qui seront proposées et adoptées au Congrès dans les mois à venir que l'on pourra mesurer la solidité des nouvelles convictions américaines.

De ce point de vue, il convient de ne pas sous-estimer les forces de résistance qui se dressent encore sur la voie de la réforme. Le poids des lobbies bancaires et financiers au Congrès reste important. Côté Trésor, toutes les équipes n'ont pas encore été totalement nommées, ce qui peut parfois rendre

* Conseiller financier, bureau de New York. *Agence Financière aux États-Unis.*

difficile la mise en œuvre des impulsions politiques. Avec des ressources limitées, le Trésor doit mener de front réforme de la régulation financière et lutte contre la crise économique, ce qui est difficile. C'est sans doute aussi l'insuffisance de ressources qui explique que le Trésor n'ait pas encore exprimé sa position sur le dossier de la simplification et de la rationalisation de l'architecture institutionnelle de la supervision. Or, ce chantier déterminera en grande partie la portée ultime de la réforme des normes entreprise par ailleurs. La poursuite des discussions dans les enceintes internationales - G20, Conseil de la Stabilité Financière - sera utile pour aider les administrations américaines à clarifier leurs choix et à les mettre en œuvre pleinement au plan domestique.

**LE CHAMP
DE LA SUPERVISION :
UN CONSENSUS
DÉSORMAIS LARGE
POUR RÉDUIRE
LES « TROUS NOIRS »
DE LA RÉGULATION**

De tous les sujets, celui sur lequel les positions américaines ont le plus évolué depuis le début de la crise financière est sans doute celui du champ de la régulation. Le consensus est désormais très fort pour considérer que tout intermédiaire financier doit faire l'objet d'un enregistrement auprès d'une agence publique de supervision. Cette attitude rompt avec la thèse long-temps défendue selon laquelle dérégulation et innovation financière vont

de pair, et que lorsqu'une régulation s'impose, elle doit d'abord privilégier l'autorégulation.

Trois exemples illustrent cette nouvelle attitude américaine : les *hedge funds*, les centres *offshore* et les produits dérivés.

Concernant les *hedge funds*, il y a maintenant au sein de l'administration américaine un très large accord pour souhaiter une procédure d'enregistrement des fonds auprès d'une agence publique. Il y a aussi un puissant mouvement pour que l'instance de régulation en charge du risque systémique dispose d'informations étendues sur les comptes et les positions des *hedge funds*. Mais, au-delà de ce consensus, les modalités pratiques de ce contrôle restent largement débattues : quelle instance héritera de ce rôle ? Il y a sur ce sujet une concurrence vive entre la SEC (dont l'autorité en la matière a été fortement minée par l'affaire Madoff) et la Fed (qui pourrait jouer un rôle leader en matière de collecte d'informations). Comment doit s'exercer cette supervision ? L'enjeu majeur est d'assurer que le levier d'endettement utilisé par les *hedge funds* ne menace pas la stabilité financière : ce contrôle doit-il être effectué par les banques qui fournissent le crédit (contrôle indirect), ce qui a le mérite de la simplicité, ou directement par le superviseur en charge ? Au sein du Trésor, beaucoup doutent que la démarche du contrôle indirect suffise, notamment en raison de la multiplicité des sources de financement, notamment à l'international, et plaident pour un contrôle direct. C'est également ce point de vue qui domine à la SEC. Mais le contrôle direct réclamerait des ressources finan-

cières et humaines dont ne disposent pas encore, loin s'en faut, le Trésor ou la SEC.

Un autre sujet sur lequel l'administration américaine a profondément évolué au cours des derniers mois est celui des centres *offshore*. Il est important de rappeler que vu des États-Unis, cette question a deux dimensions très différentes, selon qu'il s'agisse de la dimension réglementaire ou de la dimension fiscale. Sur la première, la capacité des autorités américaines à obtenir l'information souhaitée auprès des centres *offshore* a considérablement progressé depuis les événements du 11 septembre 2001. La menace des centres *offshore* pour la stabilité financière est considérée comme négligeable. Sur la dimension fiscale, par contre, la volonté de réduire l'évasion et la fraude est très forte, dans un contexte de très forte détérioration de la situation du budget fédéral et la recherche de nouvelles recettes. Encore récemment, à l'occasion du sommet des Amériques, le président Barack Obama a invité les paradis fiscaux des Caraïbes à la transparence, même s'il a reconnu que le processus prendrait du temps.

Supprimer les trous noirs de la régulation, c'est enfin exiger plus de transparence pour les transactions sur les produits dérivés. À dire vrai, l'évolution des autorités américaines sur ce sujet est plutôt surprenante, dans la mesure où les marchés *over-the-counter* (OTC) ont plutôt jusqu'ici été considérés, par les républicains comme les démocrates, comme jouant un rôle moteur dans l'innovation financière américaine. Le New York Times n'avait d'ailleurs pas manqué de rappeler, lors

de sa nomination au Conseil Économique National, l'opposition de Larry Summers à un renforcement des pouvoirs du CFTC, l'agence de régulation des produits dérivés aux États-Unis, alors qu'il était secrétaire d'État au Trésor sous l'administration Clinton. Quels facteurs expliquent l'évolution des autorités américaines sur ce sujet ? Le premier est politique : les conditions du sauvetage public de l'assureur AIG à la suite des risques pris par la filiale bancaire pour plusieurs centaines de milliards de dollars dans l'activité des dérivés de crédit (notamment les *credit default swaps*) ont suscité une grande colère dans l'opinion publique et légitimé les demandes vis-à-vis d'une plus grande transparence dans l'utilisation de ces instruments. Le second facteur est industriel : les autorités américaines, Fed en tête, ont acquis très vite la conviction que l'une des réponses à la crise serait la migration vers des places de marchés organisés (type NYSE, Nasdaq) pour assurer une meilleure gestion du risque de contrepartie. Ils ont alors incité les professionnels à s'organiser pour acquérir un avantage compétitif dans ce domaine. La Fed de New York en particulier, sous l'impulsion de son ancien président Tim Geithner, a été très en pointe sur ce sujet. Un projet industriel (celui de l'Intercontinental Exchange) a été approuvé début 2009 et a commencé ses premières transactions sur certains *credit default swaps*. La DTCC (Depository Trust and Clearing Corporation) est devenue, de son côté, la chambre d'enregistrement de toutes les informations relatives aux transactions sur les CDS. De son côté, le Nasdaq a créé une chambre de

compensation sur les produits de taux. La création des chambres de compensation est illustrative de la volonté des autorités américaines de combiner régulation et compétitivité financière.

LE CONTRÔLE DES ACTEURS : JUSQU'OU À ALLER DANS LE DURCISSEMENT DES NORMES ?

Mauvaise appréciation des risques par les banques, déresponsabilisation des acteurs de la chaîne de la titrisation, insuffisance protection des investisseurs et des consommateurs : la crise financière a démontré les limites de la discipline de marché pour corriger les dysfonctionnements et abus de nombreux acteurs, et à souligné la nécessité d'une supervision publique dotée de moyens suffisants pour agir.

Mais jusqu'ou à aller dans le contrôle des acteurs ? Le degré réel de contrainte à imposer aux intermédiaires financiers (banques, fonds) reste encore largement débattu à l'heure actuelle, avec des divergences parfois notables entre l'administration du Trésor et le Congrès. Les réticences à imposer aux acteurs un renforcement des règles peuvent parfois s'expliquer par la volonté de l'administration de ne pas contrarier les efforts engagés pour lutter contre la crise économique, notamment en favorisant les conditions d'une reprise rapide du crédit. Elles peuvent aussi tenir à des raisons plus culturelles, l'administration ayant largement désappris la culture du contrôle tout au long des années Bush

et ne disposant pas toujours des ressources suffisantes pour agir efficacement. Le contrôle des conglomerats financiers, la responsabilisation des banques dans les opérations de titrisation, les règles comptables ou encore la protection du consommateur sont autant de sujets sur lesquels l'administration semble peiner à définir précisément ce que devrait être le bon seuil d'intervention.

Sous l'influence du Congrès, le Trésor s'interroge de plus en plus sur les voies d'un meilleur contrôle des grands conglomerats financiers. Le Trésor a eu beaucoup mal à contraindre les grands conglomerats bancaires et financiers (Citigroup, Bank of America) à révéler l'utilisation qui est faite de l'argent public. L'affaire récente des « bonus » d'une grande banque d'affaires a également suscité la colère du Congrès. Le sentiment de plus en plus répandu est qu'il devient impossible d'assurer une supervision efficace d'établissements de taille trop importante. Ce courant est notamment soutenu par Paul Volcker, le président du Conseil de la reconstruction économique auprès du président Obama, et Sheila Bair, la présidente du FDIC, l'agence fédérale de protection des dépôts bancaires. Dans ce contexte, les pressions sont de plus en plus fortes, notamment au Congrès, en faveur d'une réintroduction d'une forme de séparation entre activité de banques de dépôts et activité de banques d'affaires. Ce serait une forme de retour à la loi Steagall Act adoptée lors de la Grande Dépression et définitivement retirée par Bill Clinton en 1999. Larry Summers, qui avait œuvré au retrait des barrières entre activités de banques d'affaires et

de banques commerciales, pourrait ne pas soutenir une telle orientation. Timothy Geithner ne s'est pas encore personnellement prononcé sur ce thème. Cependant, le Trésor a poussé Citigroup à la scission en deux blocs dans le cadre du plan de sauvetage de décembre 2008. Les associations bancaires (American Banker Association, SIFMA...) s'opposent toutefois farouchement à cette perspective, en mettant en avant la distorsion de concurrence que cela créerait avec le modèle européen. Un consensus pourrait peut-être s'établir sur une forme atténuée de séparation, qui consisterait à interdire aux banques recevant des dépôts de s'engager dans des activités de *trading* pour compte propre, et de mieux séparer, dans les banques d'affaires, les activités de conseil et de placement (*sell-side*) avec les activités de gestion d'actifs (*buy-side*).

L'encadrement des opérations de titrisation est un autre exemple sur lequel les positions du Congrès et celles du Trésor n'apparaissent pas spontanément convergentes. Le Congrès, en particulier le puissant président de la Commission des affaires bancaires de la Chambre des représentants Barney Franck, s'est prononcé en faveur de l'obligation pour la banque qui émet un produit titrisé de conserver une fraction des titres émis, pour mieux aligner les intérêts de la banque sur ceux de l'investisseur, à l'image de la réforme adoptée au sein de l'Union européenne. Le Trésor américain a souscrit à cette approche dans le cadre des travaux du G20, mais compte sur la titrisation pour relancer le crédit dans l'économie, ce qui le rend plus prudent que le Congrès sur ce thème. Dans le

même esprit, les autorités américaines tiennent à ce que le calcul des fonds propres réglementaires pour les banques ne soit pas durci avant que la reprise économique ne soit assurée.

De la même façon, sur les règles comptables, les membres de la nouvelle administration ont tendance à s'inquiéter du risque d'abandon de la valeur de marché comme instrument central de valorisation. S'ils approuvent l'introduction d'un plus grand degré de jugement dans la valorisation des titres financiers, notamment dans la perspective de contrôle prudentiel, ils expriment le souci de préserver la comptabilité des influences politiques. Sans d'ailleurs toujours y réussir : lorsque le FASB a assoupli le 2 avril dernier les principes de calcul des dépréciations sur certains titres financiers, il l'a fait sous l'influence express du Congrès. Certains observateurs estiment que cette mesure pourrait même potentiellement affaiblir l'incitation donnée aux banques pour vendre leurs actifs toxiques dans le cadre du plan présenté par Timothy Geithner.

La protection du consommateur offre un exemple illustratif de la difficulté à durcir les règles sans compromettre les chances de la reprise économique. À la suite de la crise *subprime*, la Fed a été pourtant sévèrement critiquée pour n'avoir pas su prendre les mesures de protection suffisantes des emprunteurs à risque contre les pratiques abusives des banques dans le domaine des prêts immobiliers. Or, la protection des consommateurs apparaît insuffisante dans bien d'autres domaines, notamment celui du crédit à la consommation. Le cadre

juridique est très peu contraignant : la loi ne prévoit ni formule, ni méthode de référence pour la fixation du paiement minimum des découverts sur cartes bancaires, et les pratiques des banques en la matière apparaissent particulièrement disparates. Résultat de ce minimalisme : environ la moitié des utilisateurs de crédit *revolving* par carte bancaire ne rembourse pas la totalité de leur dette à la fin de chaque mois. Si la loi prohibe depuis 2005 l'amortissement négatif (les intérêts augmentent plus vite que le remboursement du capital), elle s'en tient à une obligation minimale d'informer le consommateur sur l'allongement du délai (mais non du coût total de l'emprunt) requis pour le remboursement total du crédit en cas de versement minimum récurrent. En réponses aux critiques d'un laxisme à l'égard des banques, la Fed a adopté de nouvelles mesures le 18 décembre 2008 pour améliorer la protection du consommateur. Celles-ci n'amendent toutefois qu'à la marge le cadre actuel, en renforçant les règles d'information, notamment lors des actions de promotion des cartes de crédit réalisées par les banques, mais sans modifier formellement certaines pratiques jugées abusives, comme la modification unilatérale des taux du découvert, ou encore la facturation sur double cycle (*double cycle billing*) qui conduit à calculer les intérêts sur un découvert même lorsque celui-ci a déjà été partiellement remboursé. Le Congrès a promis de légiférer sur le sujet des cartes de crédit et d'aller plus loin que les mesures adoptées par la Fed. Mais un premier projet préparé au Sénat a été largement vidé de sa substance lors de son passage à la

Chambre des représentants. Le Trésor soutient l'objectif de corriger les pratiques abusives en matière de cartes de crédit, mais n'a pas encore précisé, à la date du 20 avril, de calendrier précis sur ce dossier.

La crise financière et les difficultés profondes du secteur financier et bancaire américain ont marqué la fin du dogme selon lequel compétitivité, stabilité financière et dérégulation doivent aller de pair. Le consensus est désormais large au sein de la nouvelle administration pour considérer qu'une bonne régulation est une condition nécessaire à la stabilité financière et à la croissance.

Mais aux États-Unis, ce nouveau paradigme a encore du mal à se traduire dans les règles concrètes de la régulation, et encore plus dans la pratique quotidienne des acteurs. La volonté de ne pas contrarier les conditions de la reprise économique en imposant un corset de règles trop contraignantes à la sphère financière explique sans doute en partie l'écart entre intentions et réalité. L'absence de culture de contrôle dans les nombreuses agences publiques de régulation, privées pendant des années de moyens de fonctionner efficacement, est également un héritage qui pèse aujourd'hui très lourd et sera nécessairement long à corriger.

Remettre les agences de supervision d'aplomb en augmentant leurs ressources apparaît comme un préalable indispensable à toute réforme de la régulation financière aux États-Unis. Mais pour porter ses fruits, cet effort gagnerait à s'accompagner d'une

simplification radicale de l'architecture institutionnelle de la supervision financière, tant il est vrai que des moyens financiers supplémentaires éparpillés entre de nombreuses agences au rôle parfois redondant seraient contre-productifs.

Au-delà de la traduction concrète sur le plan domestique des engagements du G20, c'est sans doute sur ce terrain de la simplification institutionnelle que l'on peut regretter l'absence de prise de position claire de la nouvelle administration. Le seul projet complet public jusqu'à présent émane de l'ancien

Secrétaire au Trésor H. Paulson (appelé le *Blueprint*), mais Timothy Geithner ne l'a - en tout cas jusqu'ici - pas repris à son compte. C'est dommage, car ce document propose de redistribuer les fonctions de contrôle de la sphère financière dans une logique par « objectif » (supervision des banques, contrôle des marchés, protection des consommateurs) de manière raisonnable. L'absence d'engagement de cet effort de simplification et de rationalisation des structures pourrait altérer la portée des réformes engagées par ailleurs sur les normes elles-mêmes.

