

INTRODUCTION

ESTHER JEFFERS*
JACQUES MISTRAL**

L'Amérique n'était, au milieu du XIX^e siècle, qu'une économie de taille moyenne ; son PNB représentait, selon les données d'Angus Maddison, les deux tiers de celui de la Grande-Bretagne. Un siècle plus tard, l'Amérique était devenue la puissance économique dominante incontestée et son PNB représentait plus du quart de celui de l'économie mondiale tout entière. La finance a joué un rôle déterminant dans cette transformation. Les périodes d'euphorie pendant lesquelles les succès s'enchaînent et les anticipations s'emballent se sont régulièrement succédé. Bien sûr, il y a eu des retournements et des crises. Mais ceux-ci n'ont pas conduit à une condamnation du système : « cette fois, ce sera différent », pense-t-on pendant la hausse ! Et lorsque la bulle explose, il n'y a guère de regrets, c'est le prix à payer pour entretenir l'exceptionnel dynamisme de cette économie. L'Amérique n'a pas peur de la vitesse, c'est ce que l'on a constaté une fois de plus au début du XXI^e siècle, avant que la finance américaine ne provoque la crise la plus grave depuis les années 1930.

Le quasi-effondrement du système financier à l'automne 2008 a placé Washington devant des choix drastiques. Après bien des tergiversations, le sauvetage des banques était finalement assuré au printemps 2009 par une opération de stress tests et des recapitalisations. Mais le sauvetage sur fonds publics des plus grandes institutions financières et la crise du crédit qui s'ensuivit ont ravivé, comme après la Grande Dépression, l'opposition latente entre Main Street et Wall Street. L'idéologie de la « régulation ultralégère » des marchés financiers en vigueur pendant des années en a été sérieusement ébranlée. La révolte des contribuables atterrés poussait Washington à repenser la

* Université Paris 8, LED (Laboratoire d'économie dionysien).

** Pierre Keller Visiting Professor, Harvard Kennedy School.

réglementation de l'industrie financière. Dénonçant l'impéritie des interventions gouvernementales, l'industrie financière a, de son côté, immédiatement organisé la résistance.

La réforme attendue a commencé avec la publication du rapport du groupe de travail présidentiel, présidé par le secrétaire au Trésor Tim Geithner. Le processus politique qui commençait ainsi allait se révéler particulièrement tortueux. Le Congrès a été agité pendant des mois par la préparation chaotique de la loi sur la santé, qui a débouché en février 2010 dans un climat politique détestable. Dans la foulée, le président Obama donnait un coup d'accélérateur à la réforme financière en prononçant un discours combatif à Wall Street même. L'affaiblissement de la majorité démocrate au Sénat, à la suite de la disparition de Ted Kennedy, remplacé par un élu républicain, puis de celle du sénateur Robert Byrd, a fait monter la tension du fait de la menace de blocage des débats (*filibustering*). D'intenses marchandages ont été nécessaires pour obtenir le soutien de trois élus républicains modérés. La signature de la loi Dodd-Frank s'est finalement déroulée le 21 juillet 2010.

La loi Dodd-Frank – de son vrai nom, *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* – a étendu la réglementation des activités financières au-delà de ses limites traditionnelles. Elle encadre les activités de marché à haut risque et impose de nouvelles règles aux échanges de produits dérivés qui devront, pour une part substantielle, se dérouler sur des marchés organisés. Elle inclut une version atténuée de la règle dite « *Volcker Rule* », disposant que les activités de marché pour compte propre seraient prohibées pour les banques couvertes par le mécanisme fédéral d'assurance des dépôts. Elle aborde la question des institutions financières *too big to fail* ou d'importance systémique (IFIS) en autorisant les régulateurs à imposer des restrictions supplémentaires à l'activité de ces sociétés ; elle élabore une procédure pour organiser la liquidation éventuelle d'institutions en faillite sans coût pour le contribuable. Elle tente de mettre un terme aux pratiques de crédit abusives et crée un nouveau régulateur (abrité par la Federal Reserve – Fed) chargé de la protection des consommateurs dans le domaine financier. Toute l'activité du crédit au logement connaît de profondes transformations. Chacun de ces thèmes a donné lieu à d'intenses tractations, particulièrement vives à propos des responsabilités de la Fed. L'intention initiale du président était de renforcer ses pouvoirs au sommet de l'édifice complexe des régulateurs du système financier. Mais pour en arriver là, une lutte active a dû être menée contre les accusations de myopie et d'incompétence largement répandues après le désastre financier (et pas seulement chez les libertariens, comme Ron Paul qui veut tout simplement supprimer la Fed). Enfin, la loi crée un nouveau conseil de supervision financière, le Financial Stability Oversight

Board (FSOB), présidé par le secrétaire au Trésor, qui a pour mission de coordonner la détection et le suivi des risques portés par le système financier dans son ensemble.

La loi Dodd-Frank a entrepris ce qui n'a jamais été fait dans l'histoire financière des États-Unis : une réforme simultanée de l'ensemble des dispositifs de régulation et de supervision qui, historiquement, avaient toujours été organisés pour des sous-ensembles de l'industrie, des marchés ou des produits. Cette approche reflète le diagnostic porté sur la présente crise, une catastrophe qui ne renvoie pas à une cause isolée qu'il aurait été possible de traiter séparément, mais plutôt à une crise provoquée par un ensemble très complexe d'interférences qu'il fallait aborder simultanément si l'on voulait éviter sa répétition. Cette loi constitue finalement un monument législatif de près de 1 000 pages.

Encadré

La loi Dodd-Frank – Table des matières

Titre I – La stabilité financière

Titre II – L'autorité de liquidation ordonnée

Titre III – Les transferts de pouvoirs à l'OCC (Office of the Comptroller of the Currency), à la FDIC (Federal Deposit Insurance Corporation) et au Board of Governors de la Fed

Titre IV – La régulation des conseillers de *hedge funds* et d'autres fonds

Titre V – L'assurance

Titre VI – Les améliorations apportées à la régulation de l'association des banques et des caisses d'épargne, des sociétés holding et des établissements de dépôt

Titre VII – Transparence et responsabilité de Wall Street

Titre VIII – La supervision des opérations de paiement, de compensation et de livraison des instruments financiers

Titre IX – Les protections et les améliorations apportées à la protection des investisseurs

Titre X – Le Bureau de protection des consommateurs de produits financiers (Consumer Financial Protection Bureau – CFPB)

Titre XI – Dispositions relatives au Système de réserve fédérale

Titre XII – Un accès facilité aux principaux établissements financiers

Titre XIII – La loi sur les remboursements

Titre XIV – La loi réformant les prêts hypothécaires et portant sur le caractère non prédateur de l'activité de prêt

Titre XV – Dispositions diverses

Malgré cela, beaucoup restait à faire après le vote. Fréquemment, en effet, la loi énonce des principes dont elle confie la traduction concrète à des travaux ultérieurs menés par les différentes agences, la Fed, la SEC (Securities and Exchange Commission), la CFTC (Commodity Futures Trading Commission), le CFPB... (cf. annexe 2). L'élaboration de ces textes d'application, la partie du processus que l'on qualifierait en France de réglementaire, a fait rebondir tous les débats que l'on croyait tranchés par la loi. La loi Sarbanes-Oxley, il y a quelques années, avait déjà été élaborée de manière un peu chaotique, dans l'urgence. Elle a été vivement critiquée *a posteriori* pour sa mauvaise qualité juridique et son coût. On y avait vu à l'œuvre le génie bureaucratique très particulier qui préside au fonctionnement des institutions publiques à Washington, surtout lorsqu'elles agissent sous une forte pression politique.

12

Les choses sont bien pires aujourd'hui. Ces dysfonctionnements traditionnels de la machine politico-administrative ont en effet été renforcés par la victoire républicaine aux élections de mi-mandat en novembre 2010 aboutissant, dans les faits, à un processus à double commande : d'un côté, il y a la loi élaborée par la majorité démocrate et, d'un autre côté, sa mise en œuvre qui est passée entre les mains adverses. Maîtres de la Chambre des représentants et présidant les comités spécialisés, les républicains se sont immédiatement appliqués à dévier l'orientation des travaux en cours. Les comités du Congrès supervisent directement le travail des agences en contrôlant leur budget. Ils n'hésitent pas à utiliser le « pouvoir de la Bourse » pour peser sur le travail des agences, le ralentissant ici en remettant en cause les financements nécessaires, infléchissant ailleurs le contenu des règles... Au total, en septembre 2011, seule une petite fraction des 400 textes d'application attendus avait été publiée, moins d'un quart était dans un état de rédaction bien avancé.

Bien des activités restent ainsi placées dans un contexte de grande incertitude sur les règles du jeu à venir. La mise en œuvre de la loi Dodd-Frank est devenue à elle seule une véritable industrie où prospèrent juristes, lobbyistes, experts, politiciens... Les coûts administratifs liés à cette mise en œuvre sont actuellement évalués à 1,2 Md\$ et pourraient, selon le Government Accountability Office (GAO), atteindre 2,9 Md\$ au bout de cinq ans, les dépenses de *lobbying* engagées par Wall Street atteignent déjà de leur côté 1,4 Md\$. À défaut de pouvoir donner une description détaillée de ce processus (cf. annexe 1), la liste ci-dessous donne une idée des travaux en cours :

- les IFIS : leur désignation, les obligations supplémentaires, les « testaments » ; les IFIS non-banques ;

- la *Volcker Rule*, la régulation des dérivés OTC (*over-the-counter*), la dimension internationale, les problèmes de compétitivité ;
- le financement du logement, les réglementations nouvelles, une surveillance renforcée, la conservation des risques, Fannie Mae et Freddie Mac, la gestion des crédits défaillants, la complexité du système final ;
- les *hedge funds* et le *private equity*, leur enregistrement, les obligations subséquentes ;
- le CFPB ;
- la création d'un superrégulateur fédéral pour l'assurance ;
- les agences de *rating* ;
- les rémunérations ;
- le déclenchement d'alerte (*whistleblowing*) ;
- les *broker-dealers* (l'introduction d'un devoir fiduciaire ?) ;
- la disparition de l'Office of Thrift Supervision et la transition vers l'OCC ;
- les banques étrangères.

La mise en œuvre de la loi Dodd-Frank poursuit son cours aux États-Unis en même temps que se déroule un processus similaire en Europe où la Commission européenne a ouvert, à la suite du rapport de Jacques de Larosière, d'importants chantiers législatifs. On voit à l'œuvre dans les deux cas une reprise en main de la régulation par la puissance publique. Ce qui précède fait justice, au passage, à la critique souvent entendue en 2010 selon laquelle « les Américains auraient pris le taureau par les cornes », alors que l'Union européenne se révélerait incapable de délivrer des réformes d'ampleur comparable. Ce n'est manifestement pas ce que montre une comparaison détaillée, même si elle conduit à souligner les différences liées à la complexité de la situation de l'Europe, encore en construction, et à ses difficultés à maîtriser sa gestion de la crise. Quoi qu'il en soit, ces initiatives prennent place dans le cadre des travaux du G20 qui a tracé à Londres, en mars 2009, les axes d'une réforme de l'industrie financière coordonnée à l'échelle internationale. Ces principes ont été validés aux sommets de Séoul, puis de Cannes. Chacune de ces réformes est naturellement soumise à sa logique politique domestique propre. Au centre du débat est l'agenda poursuivi par le bras armé du G20 en la matière, le Financial Stability Board (FSB), dont l'autorité a été renforcée par la reconnaissance de la personnalité juridique que lui a conférée le sommet de Cannes. La coexistence de ces différents processus entretient bien des interrogations sur l'adoption de règles du jeu suffisamment homogènes pour garantir des règles de concurrence harmonieuses (*a level playing field*).

On peut résumer la réponse à ces interrogations en disant que ces réformes sont fondamentalement sur la même ligne, mais des différences significatives sont manifestes et peuvent soulever des enjeux importants en matière de compétitivité et donc sur le terrain politique. D'abord, la question des IFIS et le cadre appliqué pour la rédaction de « testaments » nous rappellent que le risque est mondial et que la régulation, pour être efficace, se doit de prendre en compte les dimensions internationale, européenne et nationale. Pourtant, cette question des IFIS ainsi que l'application de la *Volcker Rule* – et l'enjeu que cela représente pour la pérennité du modèle européen de banque universelle – pourraient rejoindre le dossier bien connu de la convergence comptable parmi les thèmes récurrents d'un dialogue transatlantique par nature positif, mais se heurtant à des différences conceptuelles difficilement conciliables et n'avançant finalement qu'à petite vitesse. En allant plus loin, on peut craindre que certaines de ces questions ne mettent en présence des intérêts réellement inconciliables. Le FMI (Fonds monétaire international) a, par exemple, analysé en détail la question du traitement d'institutions multinationales en péril (*resolution of cross-border banks*) dont la faillite éventuelle dépend de la législation nationale. Pour faire face de manière ordonnée à une situation de ce genre, il faudrait pouvoir agir au sein d'un traité multilatéral obligeant les parties prenantes à appliquer les conclusions des juridictions où l'institution est basée. Les implications fiscales et de stabilité financière soulevées dans cette hypothèse sont telles que la conclusion d'un tel traité paraît aujourd'hui hors de portée. Le FMI en conclut que les impératifs de stabilité financière pourraient finalement imposer une sorte de « déglobalisation » financière pour garantir que le traitement d'institutions en difficulté puisse se faire à l'intérieur des limites associées à l'exercice de la souveraineté nationale. L'analyse est malheureusement rigoureuse et l'avenir nous dira ce qu'il faut penser de la conclusion.

14

La parution de ce numéro de la *Revue d'économie financière* intervient au moment du deuxième anniversaire de la loi Dodd-Frank : on ne prend pas de grand risque en pronostiquant qu'il s'agit d'un chantier encore loin d'être terminé, que bien des incertitudes subsistent et qu'il est trop tôt pour établir un bilan coût/bénéfice. Cette loi a certainement permis de rétablir une certaine confiance dans le système financier et n'a pas fait obstacle à la reprise du crédit. Mais ces résultats demeurent fragiles. L'opinion publique reste en alerte sur les excès de Wall Street et le balancier n'est sûrement pas encore stabilisé. D'un point de vue technocratique, on peut souligner les avancées significatives et sans doute durables, en particulier le CFPB, mais on peut aussi regretter que cette crise ait été un peu « gâchée », ce qu'un proche conseiller du

président Obama recommandait d'éviter, en ne donnant pas lieu à une restructuration plus vigoureuse d'un système de régulation et de supervision toujours aussi baroque. Pour l'industrie, le *lobbying* permet une résistance mètre par mètre contre les empiétements du pouvoir fédéral, mais le prix à payer est un ensemble touffu dont la cohérence n'est pas la première qualité et dont les coûts sont encore inconnus.

Il est temps de clore cette brève mise en scène et de nous tourner plus précisément vers le contenu de ce numéro.

La première partie offre d'abord une vision de longue période de la finance américaine. Pour commencer, Laurent Le Maux retrace l'histoire du *National Banking System* aux États-Unis entre 1863 et 1913 et souligne son fractionnement à la fois géographique et institutionnel. Il illustre ainsi la difficulté à établir un système de paiement unifié et intégré dans une nation de taille continentale. Il tire aussi les leçons des crises bancaires et financières durant cette période et propose certains rapprochements avec la période actuelle, éclairant d'un jour original la crise financière sur le continent européen.

Michel Boutillier, Nathalie Lévy et Valérie Oheix distinguent dans leur recherche plusieurs étapes dans la formation d'un système bancaire national aux États-Unis en se concentrant sur les évolutions réglementaires qui ont affecté l'activité sur titres des banques. En se fondant sur l'étude du bilan des banques commerciales depuis 1863, les auteurs analysent l'importance et la malléabilité de cette activité. Il s'agirait donc d'une forme d'intermédiation qui – comme l'activité traditionnelle de crédit et de dépôt – permet aux banques de remplir leur mission principale, la transformation.

Dominique Lacoue-Labarthe revient pour sa part sur les principales réformes bancaires adoptées dans les années 1930 aux États-Unis. La portée de certaines de ces dispositions est à ses yeux surestimée et il en propose une lecture originale. Ainsi, loin de mériter les commentaires positifs qu'il attire souvent, le bien connu *Glass-Steagall Act* de 1933 aurait créé de nouveaux risques endogènes de portée systémique. L'assurance des dépôts, de son côté, aurait méconnu la cause principale des paniques bancaires et l'interdiction faite aux réseaux bancaires de se diversifier géographiquement aurait finalement renforcé leur inefficience. En revanche, il considère que l'on n'a pas suffisamment reconnu l'importance d'autres dispositions, alors même qu'elles ont joué un rôle majeur en termes de régulation prudentielle et de sauvetage des institutions. Il en est ainsi de la disposition de 1932, qui permet au Trésor de recapitaliser une institution financière insolvable trop importante pour faire défaut, ou de la règle administrative spéciale, distincte de la

loi sur la faillite commerciale, qui permet à la FDIC de fermer une banque et de procéder à la gestion ordonnée de son défaut (*resolution*) pour empêcher que se déclenche un risque systémique. Depuis les années 1930, on sait que l'État est seul à même de recapitaliser une institution financière insolvable trop importante pour faire défaut, comme l'a rappelé la crise actuelle.

Enfin, abordant les réformes du dernier quart de siècle, Esther Jeffers et Jean-Paul Pollin s'intéressent à l'impact de la déréglementation sur les activités des banques. Entre 1980 et 1991, le Congrès américain a adopté cinq lois importantes ainsi que d'autres mesures, toutes visant à mettre en œuvre la déréglementation du secteur bancaire. Ce processus législatif se poursuivra jusqu'à la fin des années 1990 et l'adoption du *Graham-Leach-Bliley Act* en 1999. Il aura duré plus de deux décennies et aboutira au développement du *shadow banking* qui permettra aux banques de contourner les exigences en fonds propres et de prendre des risques démesurés. La crise de 2007-2008 mettra en lumière ces pratiques et les risques qui y sont attachés. Trente années de déréglementation auront abouti à la pire crise des quatre-vingts dernières années.

16

La deuxième partie de ce numéro porte sur les acteurs bancaires et financiers. Une crise financière est souvent l'occasion de s'interroger sur les comportements et la part de responsabilité des différents acteurs. Anthony Saunders et Ingo Walter reviennent sur l'architecture financière, le risque systémique et le modèle de banque universelle aux États-Unis. Ils se demandent si l'inexorable progression des économies d'échelle et de gamme est compatible avec l'intérêt public et si les externalités qui en découlent mènent inévitablement à la privatisation des profits et à la socialisation des risques. Le succès des banques d'investissement américaines était tel que les grandes banques universelles en Europe ont cherché à développer leur propre division de banque d'investissement, sans disposer en fait des mêmes avantages. Les banques américaines étaient parvenues à acquérir une position dominante à l'échelle mondiale au début des années 1990 et leur part de marché avoisinait 75 % du volume des transactions. La conclusion de l'article est que la seule façon d'empêcher aujourd'hui la mainmise des banques universelles et des conglomérats financiers systémiques qui dominent l'architecture financière est d'imposer des restrictions spécifiques sur certaines activités.

Céline Choulet et Laurent Quignon analysent pour leur part la rentabilité financière élevée des banques américaines qui a continuellement dépassé 15 % de 1990 à 2006 (hormis entre 2000 et 2002). La crise a été d'une telle violence qu'elle pourrait continuer à peser sur les

performances des banques américaines, même si celles-ci ont renoué plus vite que prévu avec les profits. Ce qui pourrait aussi transformer durablement la physionomie du secteur bancaire, c'est la nouvelle législation financière : le modèle de la banque d'investissement pourrait en être profondément affecté et l'industrie sera amenée à redéfinir les contours des différents modèles bancaires qui coexistaient avant la crise. Le risque est que la *Volcker Rule* entraîne un transfert des activités risquées, mais rentables, de la sphère bancaire vers des structures moins régulées. Une telle évolution ne serait évidemment pas sans danger pour la stabilité financière.

Ces structures moins régulées et davantage susceptibles d'échapper à la surveillance du régulateur ont été surnommées le *shadow banking system* auquel est consacré l'article de Tobias Adrian, Adam Ashcraft, Hayley Boesky et Zoltan Pozsar. Ces auteurs recensent les caractéristiques institutionnelles des *shadow banks*, étudient leur rôle économique et analysent leurs relations avec le système bancaire traditionnel. Leur description des activités de ces structures est accompagnée de « cartes » très parlantes qui représentent graphiquement les flux de financement irriguant le *shadow banking system*. Cet article montre comment les différents acteurs, agences de notation, investisseurs et régulateurs, ont contribué chacun pour une part à la dramatique sous-estimation du risque, en particulier de la corrélation entre les prix d'actifs et ses conséquences sur l'apparition du risque systémique. Il constitue une contribution majeure à l'étude des interconnexions systémiques au sein du système financier contemporain. Reste à répondre à la question fondamentale que posent les auteurs : l'activité bancaire parallèle devrait-elle être aussi strictement réglementée ? mais comment ?

Le *private equity*, autre acteur alors non soumis à la réglementation, a lui aussi connu un développement rapide lors de deux cycles de courte durée (1982-1987, puis 2004-2008), avant que la crise n'entraîne un repli brutal des transactions et des levées de fonds. Xavier Mahieux souligne dans son article qu'avant même l'éclatement de la crise, le volume des capitaux levés et l'envergure croissante des opérations avaient soulevé de nombreuses interrogations quant au risque systémique qu'elles pouvaient engendrer. Aujourd'hui, même si l'obligation est faite aux sociétés de gestion de se faire enregistrer auprès de la SEC avant le 30 mars 2012, les autorités américaines ont fait le choix de ne pas réguler directement l'activité des fonds de *private equity*. Toutefois, sous la loi Dodd-Frank, les banques américaines se voient interdites d'investir dans des fonds de *private equity* au-delà de 3 % de leur *tier one capital*. On pourrait donc assister à une normalisation de cette industrie, d'autant que les investisseurs font également pression sur les

gérants dans ce sens. C'est un nouveau paysage qui se dessine aussi pour le *private equity* aux États-Unis.

Andrew Clearfield, quant à lui, s'intéresse aux fonds de pension, acteurs puissants parmi les investisseurs institutionnels, qui détiennent environ 70 % des mille plus grandes sociétés américaines. L'auteur se demande pourquoi les fonds de pension ont pris tant de risques. Selon lui, les raisons sont à chercher dans la manière dont ces fonds ont évolué depuis 1940. La pression qui s'est exercée a poussé l'industrie à rechercher des niveaux de rentabilité plus élevés en acceptant de prendre plus de risques. Une analyse de l'approche du risque ainsi que de la gouvernance des fonds mettrait en évidence deux tendances contradictoires à l'œuvre, qui ont participé à la catastrophe de 2007-2009 : d'une part, le court-termisme, qui a conduit les gérants de fonds de pension à rechercher la performance absolue au détriment de l'équilibre financier des régimes et des prestations futures à verser aux retraités et, d'autre part, les conflits d'intérêts autour des questions de gouvernance qui devrait être améliorée par des réformes internes.

Enfin, pour clore cette partie, Mark J. Roe étudie les marchés dérivés en soulignant un aspect méconnu du marché des *repos* (*financial repurchases* ou pensions livrées). La loi américaine sur les faillites connaît des exceptions à l'égard des créanciers sur ces segments en leur accordant des protections qu'elle n'accorde pas à d'autres. Le développement de ces activités a ainsi été fortement encouragé par les avantages offerts aux créanciers. Cela réduit les incitations à surveiller le risque de contrepartie sur les contrats des dérivés et des *repos*. Il n'est pas surprenant que ce soient les mêmes IFIS qui bénéficient des protections accordées par la loi sur les faillites et qui utilisent le plus ces produits. Cette loi contribue ainsi à transférer les risques du marché des produits dérivés et des *repos* à l'extérieur de celui-ci. Pour autant, elle ne les élimine pas, ne les réduit pas pour le système financier dans son ensemble et, finalement, ajoute un élément d'opacité contraire aux exigences de stabilité financière.

La troisième et dernière partie porte sur les réformes adoptées, la nouvelle réglementation et leurs conséquences. James P. Hawley revient sur le *Dodd-Frank Act*, rapidement analysé au début de cette introduction, en soulignant que la lacune majeure de cette réforme est le manque d'attention accordée au problème des banques *too interconnected to fail* et des *shadow banks*. Il en résulte un accroissement du risque systémique et des contorsions pour secourir des institutions financières malgré les promesses politiques faites de ne pas venir à leur secours. Cela survient quand on crée une autorité de liquidation ordonnée modelée sur la FDIC, mais qui n'a pas de financement *ex ante*,

ce qui la rend inadaptée pour faire face aux conséquences d'une interconnexion globale complexe. La caractéristique principale de l'interconnexion est un comportement moutonnier, alors que le modèle de la FDIC est conçu pour des faillites spécifiques, non pour le risque d'interconnexion.

Paul Wachtel montre comment la crise a radicalement changé le monde des banques centrales et mis en évidence des fonctions qui avaient largement été ignorées pendant des décennies. Les banques centrales ont pris conscience que la stabilité financière constituait une partie essentielle de leur mandat et ont développé un intérêt renouvelé pour la supervision des banques et autres institutions financières. Enfin, un nouveau rôle a émergé ayant trait au contrôle macroprudentiel, terme nouveau dans le vocabulaire de la banque centrale. La Fed a ainsi vu son pouvoir considérablement élargi. La banque centrale du XXI^e siècle a radicalement changé.

Annette L. Nazareth et Gabriel D. Rosenberg considèrent que les rédacteurs du *Dodd-Frank Act* n'ont pas, comme on le notait plus haut, saisi l'opportunité unique qui se présentait de réformer et d'améliorer en profondeur le système de régulation des États-Unis. Leur article illustre ce constat avec la division de la supervision des titres financiers, des *futures* et des *swaps* entre la SEC et la CFTC dont le manque de coordination est bien connu. Les velléités passées du pouvoir exécutif de fusionner les deux régulateurs et la machine arrière de l'administration Obama face à l'opposition du Congrès sont rappelées. Ils soulignent également le risque que le système de régulation demeure toujours aussi fragmenté, mais encore un peu plus complexe, imposant aux différents acteurs de marchés des règles différentes.

19

Amy Friend et Joshua Kaplan examinent plus en détail le volet protection du consommateur du *Dodd-Frank Act* qui a constitué l'un des sujets les plus polémiques de la réforme et continue de susciter autant de débats à la fois sur ses objectifs et sa mise en pratique. Le CFPB est au centre de ces débats. Chargé de promouvoir la transparence, l'équité et la conformité des produits financiers aux intérêts des consommateurs, il fait l'objet d'une intense opposition de la part de certains milieux politiques et industriels, qui lui reprochent tout à la fois d'étouffer le crédit, les nouveaux produits et de mener les banques à la faillite. Seul le temps dira dans quelle mesure il réussira à éviter ces écueils et à introduire une réforme dont la nécessité s'imposait de manière aveuglante à un observateur européen.

Aline Darbellay et Frank Partnoy reviennent sur le modèle économique qui a présidé durant sept décennies au fonctionnement des agences de notation, avant de changer en profondeur dans les années 1970, au moment où la rémunération de leur activité est passée du

modèle de l'investisseur-payeur à celui de l'émetteur-payeur. Elles ont alors été progressivement amenées à jouer un rôle croissant dans la régulation des marchés financiers. La question de leur indépendance face aux entreprises qui les paient pour être notées s'est alors posée de façon accrue. Plus près de nous, un autre aspect a engendré de nombreuses critiques, à savoir leur attitude vis-à-vis de la dette souveraine de plusieurs États. Le *Dodd-Frank Act* comprend bien une réforme de ces agences de notation, mais n'a pas, selon ces auteurs, réglé la cause principale des conflits d'intérêts, à savoir le modèle de l'émetteur-payeur.

Le mot de la fin revient à Paul A. Volcker. L'innovation financière et les énormes gains qu'elle a permis expliquent à ses yeux qu'aient pu perdurer aussi longtemps les déséquilibres économiques et les pratiques financières excessives qui ont abouti à la crise. Une libéralisation poussée trop loin et une attitude trop conciliante des régulateurs ont pendant trop longtemps résumé l'esprit de l'époque. Cet auteur considère que les États-Unis ont fait un pas important dans la bonne direction en adoptant le *Dodd-Frank Act*, même si certains éléments de la nouvelle loi restent controversés et même si son efficacité réelle reste conditionnée à la rédaction de bien des modalités d'application. À ses yeux, le principal défi structurel qui reste posé au système financier est de parvenir à corriger l'impression très répandue, voire la conviction, que des institutions financières très importantes sont devenues « trop grandes ou trop imbriquées pour faire faillite ». Les nouvelles interdictions faites aux banques de pratiquer le *trading* pour compte propre et les limitations du *sponsoring* des *hedge funds* et des *equity funds* sont une étape importante, mais ce n'est à ce stade qu'une étape, dans la prévention du risque. Il se déclare aussi confiant dans le fait que les efforts de coopération internationale porteront leurs fruits, au moins indique-t-il prudemment, entre Washington et Londres. En conclusion, il plaide pour que soient complétées les réformes engagées, il souligne la nécessité de leur donner un nouvel élan et il en appelle aux gouvernements et aux banques centrales pour mener à son terme un programme qui est loin d'être achevé, notamment en l'absence de mécanismes de résolution crédibles permettant la disparition des banques, y compris les *too big to fail*.

ANNEXE 1

Pour en savoir plus sur l'avancement de la loi Dodd-Frank

– Une présentation synthétique des principaux chantiers. Voir le site : www.pwc.com/en_US/us/financial-services/regulatory-services/publications/assets/closer-look-dodd-frank-year-two.pdf.

– Un bilan économique de la loi. Voir le site : www.dbresearch.com/PROD/DBR_INTERNET_EN-PROD/PROD000000000262857.PDF.

– Témoignages au Congrès : la réglementation va-t-elle affaiblir l'industrie financière ? Voir le site : <http://financialservices.house.gov/UploadedFiles/112-39.pdf>.

– La réaction républicaine, une formulation élaborée. Voir le site : <http://economiccrisis.us/2010/04/crisis-ideology-administrations-financial-reform-legislation/>.

– La réaction du *Tea Party*. Voir le site : <http://minnesotaindependent.com/58887/bachmann-financial-reform-is-like-mussolinis-italy>.

– Les républicains coupent les ressources. Voir le site : www.complinet.com/dodd-frank/news/analysis/article/republicans-may-starve-us-financial-reform-of-cash.html.

– Comparaison des dispositions américaines et européennes. Voir le site : www.federalreserve.gov/pubs/ifdp/2011/1024/ifdp1024.pdf.

– Implications pour le reste du monde. Voir le site : www.aicpa.org/news/featurednews/pages/ussweepingfinancialreformacthasimplicationsaroundtheglobe.aspx.

– Un bilan vu d'Europe. Voir le site : http://europeansforfinancialreform.org/en/system/files/1001_FEPS_Pagliari_USfinanceReforming_the_US_financial_architecture.pdf.

ANNEXE 2

**La mise en œuvre du *Dodd-Frank Act* : agences fédérales
et textes d'application**

| Agences | Textes d'application à réaliser | Études |
|---|---------------------------------------|-----------|
| Consumer Financial Protection Bureau (CFPB) | 24 | 4 |
| Commodity Futures Trading Commission (CFTC) | 61 | 6 |
| Federal Stability Oversight Council (FSOC) | 56 | 8 |
| Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) | 31 | 3 |
| Federal Reserve (Fed) | 54 | 3 |
| Federal Trade Commission (FTC) | 2 | 0 |
| Government Accountability Office (GAO) | 0 | 23 |
| Office of the Comptroller of the Currency (OCC) | 17 | 2 |
| Office of Financial Research (OFR) | 4 | 1 |
| Securities and Exchange Commission (SEC) | 95 | 17 |
| <i>Treasury</i> (TSY) | 9 | 1 |
| Total | 353 | 68 |

Sources : Joyce T. et Kelly F. (2010), « The Implications of Landmark US Regulatory Reform », Deutsche Bank AG, Washington, New York, juillet.