

Le pouvoir de Wall Street

Adrien AUCLERT

Comment comprendre la timidité des réformes du système bancaire et financier malgré l'ampleur de la crise ? Simon Johnson et James Kwak répondent dans leur livre qu'il faut regarder du côté des conflits d'intérêts entre les technocrates de Washington et les grandes banques d'investissement.

Recensé : Simon Johnson et James Kwak, *13 Bankers. The Wall Street Takeover and the Next Financial Meltdown*, New-York, Pantheon, 2010, 304 p., 21 euros (en version poche, Vintage Books Edition, 2011, 316 p., avec un nouvel épilogue traitant en particulier de la loi Dodd-Frank)

En septembre 2008, Simon Johnson assiste à la chute de Lehman Brothers alors qu'il vient d'achever son mandat en tant qu'économiste en chef du Fonds Monétaire International. Ce professeur à la Business School du Massachusetts Institute of Technology décide alors de créer un blog pour commenter l'actualité financière et contribuer au débat sur la politique économique et la régulation bancaire. Il s'associe pour cela à James Kwak, fin connaisseur des nouvelles technologies ayant un talent pour déchiffrer et vulgariser les concepts financiers qui sont alors au cœur du débat¹. *The Baseline Scenario* se veut un blog simple, sans images tape-à-l'œil, avec des articles argumentés, documentés, et accessibles à tous. En suivant ainsi l'actualité économique au quotidien, ils se rendent compte que les débats sont démesurément influencés par l'opinion des grandes banques (et de leurs présidents, « treize banquiers » puissants) et ils dénoncent ce fait dans leur blog. Ils appellent en particulier à limiter la taille des banques. Johnson est alors contacté pour réaliser des entretiens télévisés et il publie dans le magazine *The Atlantic* un long article intitulé « Le coup d'état silencieux » (*The Quiet*

¹ Voir par exemple sur le blog la section de James Kwak intitulée « Crise financière pour débutants » (<http://baselinescenario.com/financial-crisis-for-beginners/>)

Coup)², dans lequel il critique la manière dont une « oligarchie financière » a littéralement pris le pouvoir au sein du Congrès et du gouvernement. Le retentissement est tel que Johnson et Kwak sont ensuite invités à écrire un livre pour étayer davantage leur thèse : c'est ainsi qu'est né *13 Bankers, The Wall Street Takeover and the Next Financial Meltdown*, qui se présente donc à la fois comme un essai engagé et une analyse informée et rigoureuse des liens incestueux entre la finance et la politique.

État des lieux des réformes

Deux ans après un effondrement spectaculaire du système financier qui a exposé au grand jour les faiblesses de la régulation bancaire internationale, les contours du nouvel ordre financier mondial ont été dessinés en 2010, notamment par le vote au Sénat américain de la loi Dodd-Frank en juillet³, et la conclusion des accords de Bâle III par les pays du G20 en fin d'année⁴. Tout porte à croire que ce nouvel ordre ressemblera de près à celui d'avant-crise. Fin 2008, après la chute de la banque Lehman Brothers et l'élection présidentielle américaine, un virage idéologique semblait pourtant possible, un virage d'ampleur comparable à celui impulsé par Ronald Reagan et Margareth Thatcher au début des années 1980, mais dans une direction opposée. Pour de nombreux économistes, la dérégulation financière initiée à l'époque était allée trop loin et était responsable de la crise. L'unique façon d'éviter une nouvelle catastrophe était donc de réguler mieux, voire davantage⁵ – en limitant la taille et le niveau d'endettement des banques, en leur interdisant de prendre des risques immodérés avec

² <http://www.theatlantic.com/magazine/archive/2009/05/the-quiet-coup/7364/4/>

³ Les principales mesures de la loi Dodd-Frank sont les suivantes : 1) création d'une agence américaine de protection des consommateurs de services financiers, 2) création d'un comité de supervision de la stabilité financière, ayant l'autorité d'imposer des sanctions aux institutions d'importance systémique jugée trop grande (notamment en les forçant à limiter leur levier d'endettement) 3) interdiction des opérations de marché pour compte propre (« règle Volcker »), 4) contrôle accru d'institutions auparavant non régulées comme les *hedge funds* 5) contrôle accru des marchés de produits dérivés de gré-à-gré, notamment en introduisant des chambres centrales de compensation pour les swaps. Détails sur <http://www.weil.com/files/upload/Weil%20Dodd-Frank%20Overview.pdf>

⁴ Les principales mesures de Bâle III sont les suivantes : 1) redéfinition et harmonisation des concepts réglementaires de fonds propres (*Tier 1*, *Tier 2*), 2) augmentation des ratios minima de fonds propres qui deviennent procycliques et plus importants pour les grandes banques, 3) accord pour surveiller directement, au delà des ratios de fonds propres usuels, le levier d'endettement (non pondérée par le risque) 4) introduction d'un ratio minimal de liquidité. Les changements seront pleinement effectifs en 2019. Détails sur <http://www.bis.org/press/p100912.htm>

⁵ Il faut noter que certains économistes, tel John Taylor, ne partagent pas cet avis. Pour ce professeur de Stanford, ce sont les régulateurs américains eux-mêmes qui sont à l'origine de la crise, en ayant d'une part mené une politique monétaire trop laxiste à partir de 2001 qui conduit au développement d'une bulle sur les prix de l'immobilier, et d'autre part encouragé l'accession à la propriété pour des milliers d'américains qui n'en avaient pas les moyens. La réserve fédérale a ensuite amplifié la crise en se trompant de diagnostic (mettant en place des moyens pour traiter un problème de liquidité alors que la crise résultait d'un problème de risque de contrepartie). Taylor développe ces arguments dans son livre sur la crise : *Getting Off Track: How Government Actions and Interventions Caused, Prolonged, and Worsened the Financial Crisis* (Hoover Institution Press, 2009).

les dépôts de leurs clients, en changeant le mode de financement des agences de notation pour éviter les conflits d'intérêt avec les institutions financières dont elles évaluent les produits, en réglementant les marchés de produits dérivés, en renforçant la coopération internationale pour éviter les « arbitrages de régulation », etc. Si certaines de ces réformes seront effectivement mises en place, elles le seront seulement de manière modeste : par exemple, les nouveaux minima de fonds propres imposés par Bâle III restent probablement en deçà de ce qui aurait été nécessaire pour éviter la faillite de Lehman Brothers⁶, et ne représentent aujourd'hui de réelle contrainte pour aucune des grandes banques d'investissement.⁷

Régulation bancaire et conflit d'intérêts

La crise financière a beaucoup coûté aux pays qu'elle a touchés. Dans une récente étude du Fonds Monétaire International⁸, les économistes Luc Laeven et Fabian Valencia estiment qu'en France et aux États-Unis, le PIB est 25% plus faible, et la dette publique 25% plus élevée, qu'ils n'auraient été sans la crise. Pour d'autres pays le choc négatif a été bien plus fort encore : ainsi l'Irlande et l'Islande ont été entraînées dans la chute de leurs banques en tentant de les sauver. Aujourd'hui le contraste est fort dans les pays occidentaux entre l'économie réelle, dont la reprise tarde à s'amorcer, et les banques d'investissement que les gouvernements ont sauvées, et qui ont presque retrouvé leurs niveaux de profits (et de bonus⁹) d'avant-crise. Cela appelle à se poser la question : pourquoi les réformes n'ont-elles pas eu plus d'ampleur ? Par exemple, pourquoi n'a-t-on pas imposé aux banques des ratios de fonds propres plus contraignants ?

À cause du conflit d'intérêts extrêmement fort existant entre les technocrates de Washington et (treize) grandes banques d'investissement américaines, répondent Simon Johnson et James Kwak dans leur livre. L'importance systémique de ces banques fait qu'elles disposent désormais d'une garantie explicite de l'État contre la faillite, leur permettant de se

⁶ Comme l'a rappelé *The Economist* (« Reforming Banking: Base Camp Basel », 21 Janvier 2010, http://www.economist.com/node/15328883?story_id=15328883), Lehman Brothers disposait, cinq jours avant sa faillite, d'un ratio de capital « Tier 1 » de 11%. Les minima de Bâle III ne dépasseront pas 9.5%.

⁷ Voir *Financial Times*, « Banks meet new minimum capital standards », 16 Décembre 2010 (<http://www.ft.com/cms/s/0/a4d8806e-08f9-11e0-9e7a-00144feabdc0.html#ixzz18PHPJkEM>) et Basel III: The impact on bank capital, 19 Novembre 2010, (<http://www.ft.com/cms/s/0/a526e482-ec0e-11df-b50f-00144feab49a.html#ixzz18PSkylbm>)

⁸ Luc Laeven et Fabian Valencia, « Resolution of Banking Crises: The Good, The Bad and The Ugly », IMF Working Paper 10/146; Juin 2010 (www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2010/wp10146.pdf)

⁹ En ce qui concerne le sujet des bonus, les banques d'investissement semblent cependant exercer une certaine restrainte. Ainsi JP Morgan n'aurait mis de côté « que » 37% de ses profits pour le paiement des bonus, contre 40 à 50% avant la crise (*Financial Times*, « JP Morgan Profits increase 47% », 14 janvier 2010 <http://www.ft.com/cms/s/0/cde5e9da-1fd6-11e0-b458-00144feab49a.html#ixzz1B9di0JBH>)

financer à des taux d'intérêt injustement faibles et de prendre des risques inconsidérés. Ce faisant, elles peuvent dès aujourd'hui engendrer de larges profits que se partageront les banquiers et leurs actionnaires jusqu'à la prochaine crise, lorsque le gouvernement sera à nouveau obligé de venir au secours de la finance – s'il en a encore les moyens. Il faut donc intervenir pour mettre fin à cette situation inacceptable en limitant la taille des banques, et par là leur importance systémique ainsi que leur influence politique, nous disent Johnson et Kwak.

Pour les auteurs de *13 Bankers*, les conflits d'intérêts entre la finance et le pouvoir politique se retrouvent à trois niveaux. D'abord, les banques contribuent au financement des campagnes politiques : ainsi en 2006, les partis politiques ont reçu 260 millions de dollars du secteur financier, bien plus que n'importe quel autre secteur (p. 90). Et les contributions les plus généreuses sont apportées aux élus en charge de la régulation financière, comme Christopher Dodd et Barney Frank. Ensuite, Washington a tendance à placer aux positions clés des anciens de certaines grandes banques de Wall Street, officiellement parce que la finance est devenue si complexe que seuls des initiés peuvent la comprendre. Les exemples les plus connus sont ceux des anciens directeurs de Goldman Sachs, Robert Rubin et Hank Paulson. Le premier a notamment eu une importance capitale dans la décision du Congrès, en 2000, de ne pas réguler les marchés de produits dérivés, ce qui aurait contraint les activités de Wall Street (p. 9). Le second était aux commandes pendant toute la crise financière et a notamment décidé de recapitaliser les banques en des termes très avantageux pour elles (p. 154). *13 Bankers* cite encore bien d'autres exemples de va-et-vient de personnel entre Wall Street et Washington (p. 95). Enfin, ce qui est plus diffus et peut-être plus dangereux, le gouvernement a progressivement adopté *l'idéologie* de Wall Street, selon laquelle l'innovation financière est forcément une bonne chose, et selon laquelle ce qui est dans l'intérêt des banques est aussi dans l'intérêt du peuple américain. En bref, comme le soulignent les auteurs, le régulateur a été « capturé » (*captured*) par l'industrie qu'il régule, comme le prévoit la théorie de la régulation développée par George Stigler¹⁰.

Johnson et Kwak ne sont pas seuls à avancer cet argument : la plupart des ouvrages sur la crise financière partagent leur point de vue. Dans un livre paru en français sous le titre *Le triomphe de la cupidité (Freefall)*, le prix Nobel d'économie Joseph Stiglitz fait une analyse et

¹⁰ George Stigler, « The Theory of Economic Regulation », *The Bell Journal of Economics and Management Science*, Vol 2, No. 1, 1971

propose des solutions remarquablement similaires à celles des bloggeurs du *Baseline Scenario*. Le conflit d'intérêts est aussi évident dans les conversations entre banquiers et régulateurs au sommet de la crise, que relate Andrew Ross Sorkin, journaliste au *New York Times*, dans son roman qui décrit la crise financière, *Too Big To Fail*. Et le dernier film de Charles Ferguson, *Inside Job*, dans lequel Simon Johnson fait d'ailleurs une courte apparition, dénonce lui aussi cet état de fait. *13 Bankers* est proche du livre de Stiglitz : il donne un cadre d'analyse théorique, tente de conserver une approche académique, relativement modérée et très bien documentée (plus de 600 notes de bas de page !) et il fait aussi une proposition concrète de réforme. Mais alors que *Le Triomphe de la cupidité* place la régulation financière au côté de nombreuses autres idées de réformes macroéconomiques, Johnson et Kwak sont plus pragmatiques : leur livre traite entièrement de l'interaction entre la politique et la finance, sujet sur lequel ils font preuve d'une expertise indéniable. L'originalité de *13 Bankers* tient d'une part à son niveau de précision et de détails, d'autre part à ses qualités pédagogiques (la description des mécanismes financiers au cœur de la crise est particulièrement limpide), enfin à sa mobilisation adéquate de références à la littérature académique. C'est là sans doute un signe de la complémentarité des deux auteurs.

Histoire des relations entre les banques et l'état fédéral américain

13 Bankers se focalise sur les États-Unis – un lecteur français pourra le regretter. Un de ses thèmes récurrents est ainsi la confrontation entre Thomas Jefferson, le troisième président des États-Unis, très méfiant envers les banquiers, et Alexander Hamilton, favorable au développement financier de son pays. Les auteurs montrent comment la tension entre ces deux points de vue a marqué l'histoire de l'industrie et de la finance en Amérique, dont un élément important a été la loi « Glass-Steagall ». Votée à la suite de la crise de 1929 sous Franklin Delano Roosevelt, cette loi exige une séparation entre les activités commerciales et spéculatives des banques et limite leur étendue géographique. En s'appuyant notamment sur les travaux de Thomas Philippon et Ariell Reshef¹¹, Johnson et Kwak montrent que, pendant les cinquante ans qui ont suivi, l'économie américaine a prospéré alors même que ses banques ont été remarquablement stables – les métiers de la finance étaient alors relativement peu complexes et peu rémunérateurs, « ennuyeux » en somme (p. 61-64).

¹¹ Thomas Philippon et Ariell Reshef, « Wages and Human Capital in the U.S. Financial Industry : 1906-2006 », NBER Working Paper 14644, Avril 2010

À partir des années 1980, les règles limitant les activités des banques ont commencé à tomber. La nouvelle idéologie de la dérégulation, prônée par Milton Friedman et Eugene Fama, visait à limiter le rôle de l'État dans tous les secteurs de l'économie. Leur analyse de cette période, si elle n'est pas nouvelle, est très pédagogique et détaillée, expliquant les innovations financières de l'époque et mettant en lumière le rôle de facteurs économiques comme l'inflation des années 1970 (p. 66) et celui de personnalités politiques comme Donald Regan, l'ancien PDG de Merrill Lynch choisi par Ronald Reagan comme secrétaire au Trésor. La part des profits des entreprises attribuables au secteur financier a crû fortement entre le début des années 1980 et les années 2000, où elle a atteint 40%¹². Ceci a eu deux conséquences importantes : la finance a pu accroître son pouvoir politique en finançant les campagnes et en embauchant des lobbyistes, et elle a pu attirer une part croissante de diplômés des grandes universités, séduits par les perspectives de salaires et de bonus élevés et par la culture dynamique et méritocratique de Wall Street (p. 113-118). Par ailleurs, les anciens de Wall Street se sont retrouvés progressivement aux commandes à Washington. Un point culminant pendant cette période a été l'annulation officielle de la loi Glass-Steagall en 1999, qui était indispensable pour valider la fusion de Citicorp avec Travelers en 1998. Cette annulation a été notamment défendue par Robert Rubin, qui plus tard est devenu membre du directoire de Citigroup, ainsi que par Phil Gramm, qui est ensuite entré chez UBS.

Démanteler les banques

S'étant libérées des contraintes réglementaires, les nouvelles méga-banques ont pu grandir librement, et elles ont financé leur croissance en s'endettant. Cette stratégie leur a permis d'accroître leur levier, c'est à dire d'augmenter les rendements du capital de leurs actionnaires. Des rendements élevés, supérieurs à 15% par an, sont rapidement devenus la norme – et ne pouvaient être conservés qu'en maintenant de forts niveaux de dette : celle-ci représentait entre 30 et 40 fois le capital pour de nombreuses banques à la veille de la crise¹³. Mais plus d'endettement voulait aussi dire plus de risques: une chute de moins de 3% de la valeur de leurs actifs suffisait désormais pour mettre ces banques en faillite.

¹² Voir *The Quiet Coup*, page 1, op. cit.

¹³ Voir, pour les banques françaises, la Figure 4 de l'étude du FMI par Yingbin Xiao, « French Banks amid the Global Financial Crisis », IMF Working Paper 09/201 (<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2009/wp09201.pdf>)

Aujourd'hui, les réformes de Bale III ne changent pas fondamentalement la donne, comme le soulignent les auteurs dans leur blog¹⁴: au contraire, la garantie de l'État devenue explicite ne fait qu'encourager les banques à s'endetter davantage, en maintenant de faibles taux d'emprunt et en leur assurant un sauvetage en cas de faillite. De nombreux économistes pensent qu'on devrait interdire aux banques de s'endetter autant. Cela fait même l'objet, depuis peu, d'un fort consensus dans la communauté académique réunie autour d'Anat Admati de l'Université de Stanford¹⁵. Johnson et Kwak sont favorables à une autre mesure, qu'ils détaillent dans *13 Bankers* : selon eux, il faudrait limiter la taille des banques – ils avancent les chiffres de 2% du PIB américain pour les banques d'investissement, et de 4% du PIB pour les banques commerciales. C'est peut-être la partie la moins convaincante du livre – l'argument en faveur de cette limite est un des moins détaillés, et de nombreuses critiques peuvent lui être opposées. Par exemple, on peut imaginer une très grande banque, bien capitalisée et ayant un profil de risque limité : en la démantelant, on risquerait de détruire des économies d'échelle sans pour autant rendre le système financier plus sûr. Par ailleurs, si cette règle des 2% et 4% n'impliquerait qu'une restructuration relativement modeste de six banques américaines dont aucune ne dépasse 16% du PIB (p. 217), que faire des banques européennes qui, telle BNP Paribas, sont nombreuses à avoir des actifs équivalents à 100% PIB de leur pays d'origine ?¹⁶. Cependant, cette mesure a le mérite de contribuer au débat – de même que la proposition encore plus extrême formulée par un autre économiste, Larry Kotlikoff, de transformer toutes les banques en fonds communs de placement¹⁷, ou celle prônée par Benjamin Friedman de procéder à une analyse complète des coûts et des bénéfices du système bancaire pour décider s'il a sa place dans notre société¹⁸.

¹⁴ Voir par exemple <http://baselinescenario.com/2010/09/16/basel-iii-the-fatal-flaw/>. Voir aussi, sur le même point, le dernier Rapport sur la Stabilité Financière de la Banque d'Angleterre, Section 5 (<http://www.bankofengland.co.uk/publications/fsr/2010/fsrfull1012.pdf>)

¹⁵ Voir par exemple la lettre qu'elle, ainsi qu'une vingtaine des plus grandes figures de la finance académique, publiée en novembre et recommandant une réduction dramatique des ratios de levier des banques (<http://www.gsb.stanford.edu/news/research/admatiopen.html>). Eugene Fama lui-même est signataire, ce qui illustre l'étendue du consensus. Les économistes vendus aux intérêts des gouvernements et dénoncés dans *Inside Job* semblent être plutôt l'exception que la règle.

¹⁶ Cet argument nous a d'ailleurs été suggéré par Simon Johnson lui-même lors d'une conversation privée. Pour des données internationales sur la taille du secteur bancaire relative au PIB du pays hôte, voir la figure No 9 sur <http://ftalphaville.ft.com/blog/2008/11/12/18122/spot-of-swiss/> ainsi que <http://www.zerohedge.com/article/presenting-total-bank-assets-percentage-host-countries-gdp>

¹⁷ Bien que radicale, l'idée du "*limited purpose banking*" a reçu un certain intérêt dans la communauté académique et politique. Voir Laurence Kotlikoff, *Jimmy Stewart is Dead*, John Wiley and Sons, 2010

¹⁸ Benjamin Friedman, « Is our financial system serving us well? (On the financial crisis & economic Policy) », *Dædalus*, Vol. 139, No. 4, Automne 2010

Alors que l'État américain s'est désengagé du capital de Citigroup, qu'il avait sauvée de la faillite en novembre 2008¹⁹, et que Barack Obama a récemment choisi pour directeur de cabinet un ancien directeur de la banque JP Morgan²⁰, les perspectives d'un changement radical en matière de régulation financière et d'une gouvernance moins favorable aux grandes banques semblent s'être définitivement éloignées. Un changement de fond nécessiterait à la fois l'adhésion de l'opinion publique et de la communauté académique. *13 Bankers*, qui réussit à être à la fois pédagogique et sérieux sur le plan académique, est en mesure de convaincre des deux côtés.

Article publié dans lavedesidees.fr le 4 mars 2011.

© lavedesidees.fr

¹⁹ « US Treasury sells remaining Citi shares », *Financial Times*, 6 décembre 2010 (<http://www.ft.com/cms/s/0/f8d42e04-0181-11e0-9b29-00144feab49a.html#ixzz181AZqaaw>)

²⁰ « Daley Named as Obama Chief of Staff », *Financial Times*, 6 Janvier 2011 (<http://www.ft.com/cms/s/0/3d98868c-19df-11e0-b921-00144feab49a.html#ixzz1AyGKM6ly>)