

La mère de toutes les régulations : le *Glass-Steagall Act*

Par Christian STOFFAËS
Ingénieur général des Mines honoraire

Six ans après le krach de la banque Lehman Brothers, les analyses convergent pour identifier l'origine de la crise financière. Une spéculation certes dissimulée aux regards par la sophistication des nouveaux instruments financiers, mais qui comme toutes les spéculations excessives s'achève dans le défaut des spéculateurs les plus imprudents : la spéculation sans fonds propres ou, plus précisément, des ratios de capital insuffisants chez les acteurs des marchés financiers, ou encore, dans le langage du métier, le contournement des normes prudentielles par un *leverage* insensé.

Alors qu'après dix ans de libéralisation sans limite la re-régulation des banques et des marchés financiers est aujourd'hui en marche, un regard historique est utile à la réflexion.

Début 1933, dans une atmosphère de chasse aux sorcières, alors que le chômage touche un tiers de la population et que les banques ont fermé leurs guichets aux déposants affolés, le Congrès (récemment élu) du New Deal détermine que la cause du krach est la spéculation boursière, avec des fonds exorbitants prêtés par les banques à leurs clients entraînés par l'atmosphère euphorique des années folles dans l'illusion de l'enrichissement facile. En résultat la législation Glass-Steagall prohibant l'accès aux marchés financiers aux banques de dépôt.

L'abrogation en 1999 de cette législation produisit un effet tout aussi dévastateur

On a joué au casino avec l'argent des déposants : comment expliquer autrement qu'un défaut sur un segment limité des marchés financiers, celui des *subprimes*, ait pu engendrer un séisme d'une telle ampleur.

L'irruption sur les marchés financiers des immenses ressources de la masse monétaire a eu trois conséquences : a) l'abondance des financements a engendré la hausse du prix des actifs, notamment immobiliers, b) l'insolvabilité au premier retournement des prix d'emprunteurs dépourvus de fonds de garantie, car ils se croyaient assurés contre les risques par les instruments financiers (en l'occurrence les *credits default swaps* – CDS) et, enfin, c) la nécessité pour les gouvernements de voler au secours des banques pour éviter

un enchaînement des défauts de paiement et des paniques financières (*too big to fail*).

Prendre des risques spéculatifs en s'endettant de manière excessive (ou en ayant souscrit une assurance contre le risque sans couverture sérieuse), c'est mettre sa solvabilité à la merci du moindre retournement des marchés.

Ainsi, en 1929, les appels de marge adressés aux boursicoteurs après le Jeudi noir les obligèrent à vendre en catastrophe les actions acquises à crédit.

Aujourd'hui, il en va de même du provisionnement en catastrophe à la suite du défaut de créances hypothécaires *subprimes* sorties du bilan par le jeu de leur titrisation au moyen de « véhicules » (les *Structured Investment Vehicles* – SIV) et autres « conduits ».

Comment expliquer qu'un défaut sur un segment somme toute limité des crédits hypothécaires ait pu déboucher sur une crise financière d'une telle ampleur ?

Le krach du véhicule Bear Stearns, en juillet 2007, révèle un ratio prudentiel (de 1 à 35) insuffisant à garantir des titres sans valeur dissimulés dans des véhicules structurés.

La faillite de la banque Lehman Brothers et le sauvetage de l'« assureur » AIG, en septembre 2008, ont révélé des ratios tout aussi stupéfiants, de 1 à 50. En réalité, les « véhicules d'investissements structurés » n'étaient pas hors bilan et ils n'étaient pas assurés contre le défaut, puisque les banques



Photo © RUE DES ARCHIVES/BCA

« Adoptée par le Congrès démocrate quelques semaines après l'inauguration de l'administration Roosevelt, la loi bancaire Glass-Steagall porte le nom des deux co-présidents de la commission d'enquête mise en place pour faire la lumière sur les causes du krach boursier et de la Grande Dépression qui s'ensuivit ». Le Président américain Franklin Delano Roosevelt signe le Glass-Steagall act le 16 juin 1933 (Debouts derrière lui (de gauche à droite) : Allen Barkley, Thomas Gore, Carter Glass, J.F.T. Connors, William McAdoo, Henry Steagall, Duncan Fletcher et Alan Goldsborough).

qui les avaient créés ont dû finalement les rapatrier et les provisionner.

Une petite explication opératoire s'impose, parce que ce bon diagnostic inspirera la solution qui devrait permettre que « plus jamais ça ne se reproduise » : il faut imposer aux banques des normes prudentielles garantissant celles-ci contre le risque systémique. Les débats officiels se sont - enfin ! - centrés sur la source de la crise.

1933 : La commission Pecora

Adoptée par le Congrès démocrate quelques semaines après l'inauguration de l'administration Roosevelt, la loi bancaire Glass-Steagall porte le nom des deux co-présidents de la commission d'enquête mise en place pour faire la lumière sur les causes du krach boursier et de la Grande Dépression qui s'ensuivit.

Ancien secrétaire au Trésor, Carter Glass, le sénateur libéral (c'est-à-dire de gauche) de l'État de Virginie était la bête noire de Wall Street. Il avait en 1913 fait instituer la Réserve Fédérale, dont la nécessité était apparue à la suite de la « panique du cuivre » de 1907.

Le sénateur Henry Steagall représentait, quant à lui, le Sud profond (l'État de l'Alabama) : cet ami des fermiers avait fait adopter l'assurance fédérale des dépôts bancaires (FDIC) qui était destinée à éviter les paniques des déposants affolés vidant leurs comptes : autre manifestation intolérable de dirigisme pour Wall Street...

Le flamboyant « Sunshine » Charlie Mitchell, président de la City Bank, démonte devant la commission d'enquête le mécanisme de la spéculation sans fonds propres. Son audition lors du procès de 1933, qui a été rapportée dans les mémoires du procureur Ferdinand Pecora publiés sous le titre *Wall Street sous serment* fait penser aux procès contemporains à Washington, là où comparurent, entre autres suspects, Richard Fuld, le président failli de la banque Lehman Brothers (surnommé le « Poison » ou le « Gorille » par Wall Street (jamais avare d'affectueux sobriquets)).

Les banques des années folles avaient encouragé leurs déposants à spéculer à la Bourse en leur prêtant des fonds pour leur permettre d'acheter des actions, et en s'enrichissant grâce aux commissions qu'elles prélevaient sur les ventes de ces titres. L'indice des cours de bourse fut multiplié par 4 entre 1925 et 1929. Lorsque le marché boursier se retourna, après le Jeudi noir (le 24 octobre 1929), les appels de

marge rendirent insolubles les spéculateurs endettés, ce qui enclencha l'écroulement du château de cartes de l'insolvabilité : de 1929 à 1932, l'indice avait décroché de 90 %. En 1933, toutes les banques étaient en dépôt de bilan et Roosevelt les fit fermer.

À la lumière des conclusions de la commission d'enquête du New Deal, le Congrès américain trancha : c'était la confusion des genres entre les banques de dépôt et les maisons de titres qui avait encouragé la spéculation boursière ; il fallait désormais interdire aux banques commerciales l'accès aux marchés financiers.

Le mécanisme des spéculations est toujours le même, des oignons de tulipes d'Amsterdam (au XVII^e siècle) aux actions de la compagnie du Mississippi.

La différence entre les spéculations contemporaines et celles du passé, c'est la spéculation à crédit : lorsque l'on joue avec de l'argent emprunté, c'est l'argent des autres qui est perdu.

Aujourd'hui, il suffit de mettre dans la colonne « actifs » : « immobilier » à la place d' « actions » ; dans la colonne « appels de marge » : « rapatriement dans les comptes des "créances toxiques titrisées" », « provisionnement (des engagements soi-disant hors bilan) » et « recapitalisations » et, enfin, dans la colonne « commissions » : « bonus et stock-options ».

Et c'est ainsi que l'on retrouve, écrit entre 2007 et 2009, le script du funeste scénario de 1929-1932.

L'abrogation du Glass-Steagall Act

Ce qui a conféré aux éclatements de la bulle de 1929 et de celle d'aujourd'hui leur force inouïe et au vertigineux krach contemporain sa puissance déferlante, c'est la destruction, il y a de cela une décennie, de la « muraille de Chine » qui séparait les banques des marchés financiers.

Lorsque l'on gère la monnaie, on ne peut être autorisé à prendre des risques avec l'argent des déposants. C'est en mettant les dépôts monétaires à la disposition de la spéculation boursière que les banquiers de Wall Street avaient, en 1929, fait monter vertigineusement les cours et provoqué l'explosion de la bulle boursière. La conclusion du New Deal était simple. L'adoption du *Glass-Steagall Act* entraîna une vague de démantèlements des empires financiers. Ceux-ci durent désormais choisir entre le métier de « banque commerciale » (c'est-à-dire des placements à court terme et sans risque, limités aux bons du Trésor ou aux créances commerciales - le bon vieil escompte) et celui de « maison de titres » (*merchant bank*, c'est-à-dire de banque d'investissement, d'acteur des marchés financiers). Entre financer le haut du bilan ou le bas du bilan, il fallait désormais choisir.

Les géants de Wall Street se scindèrent : ainsi, par exemple, les héritiers du célèbre Pierpont Morgan fondèrent la banque commerciale devenue aujourd'hui JP Morgan Chase et la banque d'investissement Morgan Stanley.

Puis, progressivement, on oublia les motivations de la loi

bancaire de 1933, qui avait été rénovée en 1956, pour n'en voir que les défauts.

Les maisons de titres lorgnaient avec envie sur la gestion des immenses masses financières des dépôts à vue. Les banquiers de détail aspiraient aux généreuses commissions d'intermédiation des banquiers d'affaires et des *traders* de titres. Avant, les banques conservaient leurs créances dans leur bilan lorsqu'elles faisaient des prêts. « Il n'a pas vraiment vécu, celui qui n'a pas connu la douceur de vivre avant la Révolution », disait le Talleyrand de 1815. Que dire alors de l'ennui profond du métier de banquier, avant la dérégulation ?

La compétition exacerbée entre places financières à l'échelle internationale résultant de la dérégulation des marchés financiers joua un rôle décisif dans la surenchère dérégulatrice. Le commerce de l'argent désertait les rives de l'Hudson pour celles de la Tamise : la course au moins-disant réglementaire entre les deux grandes places financières anglo-saxonnes joua un rôle déterminant dans l'abrogation du *Glass-Steagall Act*, la City dérégulée attirant le commerce financier au détriment d'un Wall Street « sur-régulé ».

Dans le courant de la décennie 1980, la prohibition instituée par le *Glass-Steagall Act* se trouva peu à peu érodée par une série d'exemptions obtenues au Capitole par l'intense *lobbying* de K. Street, pour aboutir à son abrogation définitive, en 1999. Les maisons de titres étaient dès lors autorisées à ouvrir des comptes à vue et les banques commerciales pouvaient placer une part de leur actif sur les marchés de titres.

L'événement déclencheur du coup de grâce fut le désir qu'avait le président de la Citibank, Sandi Weil, de fusionner son établissement avec l'assureur Travelers. Inspiré par le sénateur démocrate texan (ami de Wall Street) Phil Gramm, soutenu par le gourou Alan Greenspan, et voté sous l'impulsion du Secrétaire au Trésor démocrate Robert Rubin (lequel pantoufla peu après comme numéro deux de la Citibank), le *Gramm-Leach-Bliley Act* effaça ce « vestige vermoulu du New Deal ». Car c'est bien l'administration Clinton qui démantela cet achèvement majeur de l'administration Roosevelt.

S'ensuivit la révolution financière : celle de la désintermédiation et de l'externalisation ; des banques de dépôt intégrées à des *holdings* financiers diversifiés ; de la fusion des métiers de la finance autrefois ségrégués ; de la banque universalisée et globalisée ; de la titrisation échevelée qui, à partir de 2000, permit de transformer en titres négociables sur les marchés financiers les créances que les banques conservaient autrefois dans leurs bilans et d'une concurrence sans frein entre les institutions financières pour placer des titres, séduire les investisseurs, inventer des produits financiers de plus en plus sophistiqués et de moins en moins transparents, et des commissions de transaction de plus en plus plantureuses.

L'économie en tira certes profit, tout au moins un certain temps. La titrisation, en créant l'illusion du risque zéro, permit de financer des entrepreneurs dynamiques, des fusions-structurations, des innovations technologiques et des projets qui n'auraient pas vu le jour sans cela. L'innovation financière fut un des ressorts de la brillante période de prospérité et de plein emploi de la décennie écoulée.

L'industrie bancaire fut profondément restructurée par le nouveau cadre réglementaire. La dérégulation accrut dans une proportion considérable le volume d'activités et la rentabilité du secteur financier : les services financiers représentaient 40 % des profits des entreprises en 2007, contre 10 % en 1980. La part des banques dans la valeur boursière totale atteignait 23 % (contre 6 %), leur part du PIB 14 % (mais seulement 5 % de l'emploi). Avec comme premiers bénéficiaires les places financières anglo-saxonnes de Londres et de New York, ainsi que les grandes banques universelles et internationales : les actifs des banques suisses représentent 9 fois le PIB du pays (au Royaume-Uni, 4 fois ; en France et en Allemagne, 3 fois).

Dans ce décor propice à l'incendie planté par la libéralisation des marchés financiers, la politique monétaire laxiste et volatile de la banque centrale américaine fut l'étincelle. L'ouvrage fondamental de la révolution anti-keynésienne, *l'Histoire monétaire des États-Unis* de Milton Friedman, a démontré que la cause de la Grande Dépression avait été une politique de crédits faciles suivie d'une politique restrictive, une politique déflationniste corrigeant à contretemps une politique inflationniste.

Le *fine tuning* monétaire et l'idéologie euphorique de l'époque firent oublier les sains principes. Réduit à 1 % après le krach de la bulle Internet et l'attentat du 11 septembre 2001, le taux de la Fed fut remonté à 5 % en 2005 pour calmer l'inflation immobilière. Le laxisme de la politique monétaire engendra le crédit facile et le surendettement des particuliers. La dette des ménages a explosé : en 1974, elle représentait 50 % de leur revenu disponible ; en 2008, elle s'établissait à 150 % dudit revenu.

L'effet sur la liquidité de l'abondance des crédits faciles dû à la politique monétaire fut renforcé par les déséquilibres des paiements internationaux, les pays émergents et les exportateurs de matières premières (dont la Chine et les producteurs de pétrole) accumulant leurs excédents commerciaux et leurs réserves de change, et les prêtant à des États-Unis assoiffés d'endettement.

Les normes complexes du Forum de stabilité financière (le Forum de Bâle) - l'instance où les financiers négocient et fixent les codes de la profession au mieux de leurs intérêts commerciaux - allaient autoriser la prolifération des hors-bilans et un contournement massif des ratios prudentiels. L'expansion de l'activité financière des paradis fiscaux (qui sont en réalité des quasi-filiales des banques internationales) contribuèrent à un excès de recours au *leverage*.

Ainsi se trouvaient plantés les germes de l'amplification spéculative du cycle naturel des marchés financiers grâce aux masses considérables des dépôts liquides mises à la disposition de placements à risque élevé.

Une spéculation à crédit

Ainsi naquit et proliféra le contournement systématique des règles prudentielles imposées aux acteurs financiers régulés,

c'est-à-dire une spéculation sans couverture, exactement comme dans les années 1925-1929.

Le krach Bear Stearns de juillet 2007 a révélé un ratio prudentiel de 35. La faillite de Lehman Brothers et le sauvetage d'AIG, en septembre 2008, ont révélé un ratio encore plus étonnant de 50. En réalité, les SIVs n'étaient pas dans la rubrique hors bilan, mais étaient inscrits dans le bilan. Et ils n'étaient pas assurés contre le défaut, puisque les banques qui les avaient créés ont dû finalement les rapatrier et les provisionner. Comment a-t-on pu être autorisé à spéculer ou à assurer contre le risque de défaut avec des fonds propres aussi faibles ?

La titrisation est, sur le papier, parée d'avantages : le problème a tenu à sa dérive. L'abrogation du *Glass-Steagall Act* fut la cause permissive de la prise de risques inconsidérée par surendettement en autorisant l'essor échevelé de la titrisation au cours de la décennie écoulée. Les banques prêtaient et se débarrassaient immédiatement du risque en titrisant les créances, en vendant aux investisseurs (y compris à leurs propres filiales créées pour la circonstance) les CDOs, SIVs et autres « conduits ». La titrisation permit aux prêteurs de premier rang de se débarrasser de l'appréciation prudente du risque (qui est, comme on le sait, l'obsession des banquiers traditionnels) et de contourner systématiquement les règles prudentielles qui imposent aux institutions financières de maintenir un ratio minimum de fonds propres pour garantir leur prise de risques. Les acquéreurs de titres (investisseurs et fonds de pension) optimisaient l'arbitrage risque/rentabilité de leur portefeuille de placements et se satisfaisaient quelque peu complaisamment de s'assurer contre le risque de défaut par des « produits dérivés » et de faire confiance aux évaluations des agences de notation.

Deux inventions remarquables découlèrent de la déspecialisation des métiers financiers :

- les « véhicules d'investissement structurés » (les SIVs), c'est-à-dire des filiales hors bilan de banques de marché, des banques filiales financées par de la dette n'ayant quasiment aucun fonds propres,
- les « contrats d'assurance contre le risque de défaut » (CDS, *credit default swaps*) écoulés par des assureurs *monolines* eux-mêmes quasi dépourvus de fonds propres (par exemple, AIG).

En réalité, ces véhicules n'étaient pas hors bilan, puisqu'il fallut les provisionner dans les comptes des banques dès le retournement du marché. Et les risques n'étaient pas assurés, puisque les assureurs dépourvus de fonds propres ne purent tenir leurs engagements après que les défauts se furent multipliés.

Par quel miracle les SIV, ABS et autres CDO pouvaient-ils se trouver simultanément dans les engagements des banques et hors bilan ? Comment a-t-on pu être autorisé à spéculer, ou à assurer contre le risque de défaut, avec des fonds propres aussi faibles ? Comment qualifier la vente de polices d'assurance contre le défaut sans posséder de couverture pour permettre le remboursement lorsque le risque se matérialise ?

C'est ce mécanisme de commerce des titres qui a fait l'industrie financière conquérante de notre époque. Des apprentis-sorciers auraient-ils négligé le fait que si des limites et des ratios de fonds propres ne leur sont pas imposés, les banques prêtent sans relâche et les assureurs assurent contre les risques sans se préoccuper le moins du monde d'un possible retournement du marché et de devoir dès lors faire face à leurs engagements ?

Les acquéreurs de produits financiers innovants (fonds de pension et autres investisseurs inconscients, eux aussi rémunérés en fonction du volume des transactions, fermaient complaisamment les yeux sur la capacité réelle des agences de notation à qualifier les risques, sur la garantie réelle apportée par les assureurs de défauts de paiements et même sur la fiabilité des audits comptables et des cabinets d'avocats chargés des *due diligences* (comme en témoigne, jusqu'à la caricature, la fraude Madoff, demeurée si longtemps non détectée) ?

Dès lors que le risque est transféré à d'autres, pourquoi se limiter en veillant à la prudence et aux ratios de fonds propres ? Dès lors que le contrôle le plus élémentaire est considéré comme bureaucratique, la sagesse prudentielle comme un archaïsme, et même le respect élémentaire des lois comme une atteinte à la liberté des marchés, comment s'étonner de ces dérives, dont on se scandalise aujourd'hui ?

Les banquiers, les assureurs contre le risque de défaut, les notateurs avaient tout simplement oublié (ou fait semblant d'oublier ?) le « risque systémique ». Quand les crédits à risque prolifèrent sans limite, comment faire semblant de s'étonner *a posteriori* que les cours des valeurs explosent ? Et comment oublier que la suite inéluctable d'un gonflement vertigineux d'une bulle spéculative, c'est son explosion ?

On croyait réduire les risques en les dispersant sur les marchés, alors qu'en réalité on répandait partout la contagion des créances empoisonnées, qui propulsèrent, dans un premier temps, la hausse spéculative de l'immobilier, des actions et des fusions-acquisitions grâce à l'abondance des crédits, puis semèrent, dans un deuxième temps, la défiance générale lorsque le marché se retourna, les risques disséminés - cause immédiate à partir de laquelle s'enclencha la crise de liquidité interbancaire - étant devenus impossibles à identifier.

Ce qui devait arriver arriva : le marché se retourna, les spéculateurs endettés se révélèrent insolubles. C'est ainsi que le krach Bear Stearns répandit la défiance généralisée dans le crédit interbancaire. C'est ainsi que des incidents de remboursement d'une fraction modeste des créances hypothécaires enclenchèrent un enchaînement fatal. C'est la dure loi du marché. Mais, cette fois-ci, la différence fut la faillite des banques, et la nécessité de les secourir.

La science économique au service de la finance

Quand les banquiers sautent par la fenêtre, les économistes entrent par la porte, pourrait-on être tenté de conclure. Mais

la crédibilité de la science économique a elle-même subi de son côté un krach de grande ampleur.

La « faille » évoquée par Greenspan est l'effondrement brutal de tout l'édifice intellectuel érigé pour faire croire que l'assurance contre les défauts de crédit pouvait se substituer aux fonds propres pour se garantir contre le risque systémique inhérent à toute fièvre spéculative.

On aurait pu s'en apercevoir plus tôt. Mais ceux qui savaient avaient-ils intérêt à troubler le consensus moutonnier et rémunérateur des années folles ? Il fallait bien de bonnes raisons pour justifier une spéculation rémunératrice sans fonds propres. Pour nier le risque spéculatif, les marchés financiers avaient besoin de ces arguments pour se rassurer (ou de prétextes, pour faire semblant de se rassurer).

Ceux qui comprenaient très bien la réalité touchaient des commissions et ne demandaient qu'à se persuader eux-mêmes et à persuader les autres des vertus de la dérégulation et des innovations financières. Quant aux autres, c'est-à-dire le public, ils ignoraient que leurs banquiers et leurs fonds de pension jouaient au casino avec leur argent.

En réalité, la spéculation à crédit avait besoin d'arguments pour s'auto-justifier. La théorie de la finance moderne est la construction intellectuelle la plus imposante de la science économique moderne, les économistes s'étant détournés de la macroéconomie keynésienne décrédibilisée par la révolution monétariste pour s'illustrer désormais dans la microéconomie des marchés.

À la propagande tenant à « justifier » la spéculation sans fonds propres et de plantureuses commissions d'intermédiation sources des superprofits de Wall Street et des *superbonus* des *traders*, la caution de la science économique donnait l'apparence de la vérité. Les théoriciens de la finance ont fourni les arguments et ont cautionné un *leverage* insensé qui a permis une spéculation sans limites.

La quasi-absence de fonds propres et le contournement systématique des règles prudentielles en recourant à des produits dérivés situés hors du champ des marchés régulés relevaient, comme on s'en est tardivement rendu compte, de la quasi-escroquerie déguisée sous les atours de la créativité et de l'optimisation mathématique. Tout comme la garantie contre le défaut de remboursement des créances douteuses, soi-disant apportée par des assureurs eux-mêmes quasi dépourvus de fonds propres par la grâce de la dissociation systématique du risque d'avec la créance, l'assurance contre le défaut a été transformée en créance négociable, et 60 000 milliards de *credit default swaps* ont ainsi été introduits sur le marché.

Les banques et les agences de notation recrutèrent massivement des ingénieurs et des scientifiques. Les modèles mathématiques se firent de plus en plus sophistiqués pour fournir les arguments de vente aux vendeurs d'options, de *futures*, de produits dérivés...

Les « Prix Nobel » bonimenteurs et les modèles mathématiques sophistiqués d'optimisation des risques n'auraient-ils dès lors servi qu'à fournir une justification parée de vertus

scientifiques à de plantureuses commissions d'intermédiation et à des métiers parasites de la finance dérégulée abondamment alimentés par l'épargne liquide ?

À finance globalisée, il faut des règles du jeu globales. Il faut bien plus que le Bretton Woods Act, qui ne concernait que les paiements intergouvernementaux et la coopération entre les banques centrales. Il s'agit désormais de protéger les marchés financiers dans leur globalité en les régulant.

Au contrôle par soi-même tant célébré par les professions financières si promptes à dénoncer un « socialisme » rampant derrière chaque initiative des pouvoirs publics, comme au contrôle des « bureaucrates » et des « politiciens », il faut substituer une « règle » publique, simple, visible, internationale, mais légère. L'autorégulation défendue bec et ongles par les professions financières est aujourd'hui condamnée à un silence contrit par la démonstration de son échec. Mais la régulation (même si elle est aujourd'hui à la mode, après avoir été tant décriée, par l'effet d'un retournement hystérique des idéologies, familier des grandes crises) aura du mal à trouver sa forme efficace et consensuelle. Mais il existe déjà de multiples autorités pour contrôler et superviser. Or, une surabondance des contrôleurs déresponsabilise gravement les acteurs.

Abus de position dominante

En réalité, la régulation bancaire est une question sémantique. N'est-il pas plus simple de revenir à la distinction entre les métiers, tout simplement, en rétablissant le sens des mots ?

Revenons à des fondamentaux quelque peu oubliés, c'est-à-dire à la définition de la mission d'une banque : gérer les moyens de paiement institués par la loi. Depuis bien longtemps, les États ont délégué leur antique privilège de battre monnaie : dans tous les pays, on ne peut exercer le métier de la banque que dans le cadre d'une licence, d'une concession de service public. Mais l'épargne publique liquide a besoin d'être protégée par la loi.

Les professionnels de la finance sont initiés à la prise de risques, c'est leur métier. Le sexe entre adultes se pratique aux risques et périls des intéressés. Mais les mineurs inconscients doivent être protégés. Il est temps pour les banques de se comporter comme des banques. Pour sauvegarder les titulaires des dépôts liquides (c'est-à-dire de fonds immédiatement mobilisables), une banque ne doit être autorisée à procéder qu'à des placements sans risque et à



Photo © THE NEW YORK TIMES-REA

« La décision du Trésor américain de laisser Lehman Brothers faire faillite s'explique par le souci de faire un exemple : une "pédagogie" au prix exorbitant... ». Richard Fuld, responsable exécutif de Lehman Brothers (surnommé par Wall Street « le Poison » ou « le gorille »), devant le House Committee on Oversight and Governmental Reform.

court terme. En contrepartie de son privilège, la banque est soumise à une régulation, à des règles de prudence, à des réserves obligatoires, à des ratios de fonds propres.

Le rétablissement de la spécialisation bancaire et du cloisonnement entre métiers de la banque et métiers financiers constituera certes une distorsion de concurrence. Mais n'est-ce pas l'excès de concurrence - un cas classique d'« échec du marché », pour les économistes - qui a engendré la course à la prise de risques responsable de la situation de crise que nous connaissons ?

Too big to fail : la certitude d'être secouru par la banque centrale ou par l'État soucieux d'éviter des mouvements de panique des déposants a joué un rôle central dans les certitudes arrogantes des banques spéculatives. Si les États ont dû se porter massivement au secours des banques, c'est pour prévenir le risque de panique des clients. *A contrario*, la décision du Trésor américain de laisser Lehman Brothers faire faillite s'explique par le souci de faire un exemple : une « pédagogie » au prix exorbitant... Dès lors, il est légitime d'imposer aux banques une contrainte de spécialisation et de prohiber la prise de risques.

Le démantèlement des abus de position dominante constitue l'outil classique d'une politique antitrust. N'est-ce pas grâce aux subventions croisées créées par leurs activités de banque de détail que les banques de marché ont pu prendre autant de risques en mobilisant de telles sommes ? Et qu'elles ont engendré une vague spéculative d'aussi grande ampleur ?

La nécessité d'un Glass-Steagall Act global

À une finance globalisée, il faut une règle globale s'appliquant partout avec la même force. La coordination internationale est essentielle afin de garantir des conditions de compétition équitables entre les places financières et de prévenir la course au moins-disant réglementaire.

La réponse alternative aux maux symétriques de la régulation et de l'autorégulation, c'est la ségrégation (la « muraille de Chine », dans le langage de l'antitrust) entre, d'un côté, la finance de marché, domaine de la libre transaction des titres et de la prise de risque, réservée aux professionnels et, de l'autre, la gestion déléguée du service public de la monnaie - en veillant à empêcher que l'on ne joue au casino avec l'épargne publique des dépôts à vue.

La loi bancaire globale prendra la forme d'un traité international souscrit par l'ensemble des nations souveraines. Dans tous les pays, les banques sont des entreprises régulées étroitement surveillées par leurs banques centrales garantes de la monnaie. La régulation bancaire est donc déjà installée. Il n'est nul besoin d'institution nouvelle : la régulation bancaire n'a besoin que d'être coordonnée au niveau international.

Il est vrai que les restructurations imposées par la crise vont actuellement en sens inverse de cette préconisation. Pour sauver le système, on adosse les banques d'investissement

et les maisons de titres en faillite à la garantie offerte par les immenses ressources monétaires des grandes banques commerciales. On entend les banques européennes se targuer d'être mieux garanties du fait de leur adossement aux ressources des dépôts monétaires. Comme le défunt Crédit Lyonnais ? Mais ne risque-t-on pas dès lors de faire couler tout le monde ? Attention à la panique de clients déjà pressurés de commissions en tout genre pour rétablir les profits bancaires.

Peut-être faut-il agir ainsi pour pallier le risque des faillites et des paniques en chaîne. Mais, demain, comment reconstruire la finance mondiale sur des bases saines ?

Il faut distinguer les solutions d'urgence (comme l'adossement des acteurs financiers pour passer la crise) des réformes de structure (la déconsolidation et la séparation entre activités de dépôt et activités de placement des banques) qui visent la stabilité sur le long terme. Les professions financières de leur côté multiplient les avertissements : les propositions révolutionnaires risqueraient de susciter la défiance des marchés - c'est-à-dire la leur - et d'handicaper la relance...

Déjà, d'ailleurs, le démantèlement des *holdings* multi-métiers s'est amorcé de manière naturelle. Sous l'impact du *deleveraging* en catastrophe auquel elles sont contraintes, de grandes banques universelles parmi les plus touchées se séparent de leurs filiales banques, ou de leurs assurances, ou bien encore de leurs maisons de titres. Comme après 1929, au lendemain de l'adoption du *Glass-Steagall Act*. La profession ne saurait dès lors trop s'émouvoir d'une déconsolidation imposée par une loi mondiale qui assurera à toutes les places l'égalité des conditions de la concurrence.

Le régime Glass-Steagall qui a régi Wall Street de 1933 à 1999 fut-il vraiment un handicap pour la croissance et la globalisation ? On peut faire confiance aux marchés financiers pour rétablir les mécanismes de financement du risque sous le nouveau régime de spécialisation bancaire, mais, cette fois, dans la transparence et sans les excès.

L'opportunité est là pour engager une réforme, alors que la crise financière a décrédibilisé Wall Street et l'élection américaine annoncée fait bouger les lignes politico-idéologiques. Une alliance se dessine entre la gauche américaine (l'administration Obama et le Congrès démocrate) et l'Europe organisée autour de l'axe franco-allemand.

La France qui lors du Sommet de l'Élysée (en octobre 2008) a conçu et fait adopter dans l'urgence le schéma de sauvetage des banques européennes auquel les États-Unis ont fini par se rallier est en bonne place pour parler avec autorité lors du prochain G20, et au-delà. L'Amérique, qui demeure la puissance de référence, n'est plus en position de dicter ses conditions et doit composer avec le multilatéralisme. La City et Wall Street sont en rivalité pour continuer d'attirer le commerce financier. Enfin, les nations productives, championnes de l'économie réelle et des exportations industrielles que sont l'Allemagne, la Chine et les grands émergents veulent occuper pleinement la place qui leur revient dans le système financier mondial.